

Entorno Bursátil

Reporte Especial

20 de Enero 2017

Buscando valor en un entorno complicado

- Desde la elección de Donald Trump, el riesgo político ha definido la tendencia de los mercados accionarios. La implementación de políticas proteccionistas ha elevado la incertidumbre hacia México
- En un escenario de menor crecimiento económico, mayores tasas de interés y fortaleza del dólar, seleccionamos 5 emisoras que deberían ser la estructura medular de portafolios dedicados a renta variable
- Consideramos que el IPC podría cotizar a un múltiplo FV/EBITDA 2017E de 9.4x, por debajo del promedio U3A de 9.7x. Con ello el nivel de referencia 2017 se ubica en 49,300pts

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

Manuel Jiménez

Director de Análisis Bursátil
manuel.jimenez@banorte.com

Marissa Garza

Subdirectora de Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

José Espitia

Subdirector de Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com

Valentín Mendoza

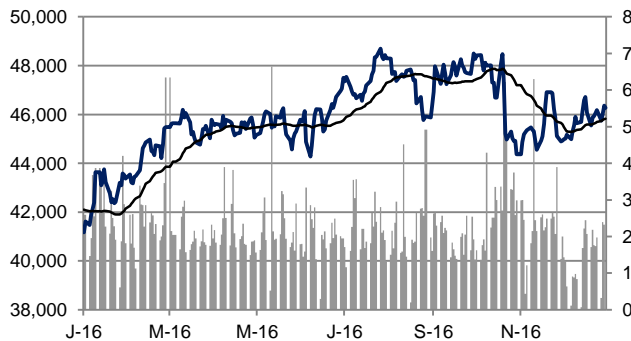
Gerente de Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Nivel de referencia 2017. Los inversionistas iniciaron el 2017 con cautela y un sentimiento de aversión al riesgo como resultado de la incertidumbre que genera el cambio de administración en EE.UU. y sus implicaciones para la normalización de la política monetaria y el comercio internacional. Desde nuestro punto de vista, el principal factor de riesgo para la inversión en bolsa es la política proteccionista que pudiera implementar Trump. Además, consideramos un escenario económico que incluye una desaceleración en el crecimiento, mayores tasas de interés e inflación y un dólar fuerte. En este contexto, consideramos justo un múltiplo FV/EBITDA para el IPC de 9.4x por debajo del promedio de 3 años (9.7x) lo que representa un nivel del 49,300pts.

Índice Actual	46,265.26
Índice 2017E	49,300
Rendimiento esperado	6.56%

Elegimos a 5 emisoras como la estructura medular de los portafolios. Las emisoras que representan una interesante alternativa de inversión por sus características defensivas en un escenario con un dólar fuerte y por los sólidos fundamentales son: Asur, Cemex, Gmexico, Ienova y Walmex. Su ponderación en los portafolios dependerá del perfil de riesgo individual, la exposición que sugerimos se puede apreciar en nuestra [Estrategia Capitales](#).

IPC – Evolución 12m
Volumen en millones de acciones



Fuente: BMV

IPC – Múltiplo FV/EBITDA
Veces



Fuente: Banorte Ixe

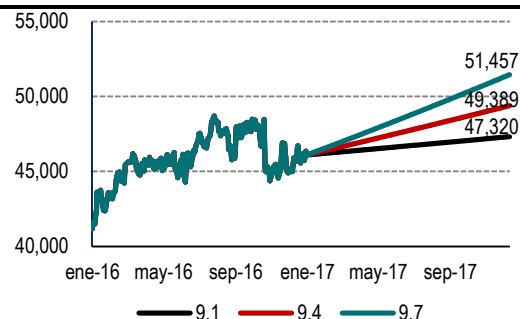
Metodología de valuación por múltiplos. Para definir el índice de referencia, utilizamos una valuación relativa partiendo del múltiplo FV/EBITDA promedio de 3 años (9.7x) y un descuento moderado (3%). En este modelo de valuación utilizamos el EBITDA y la Deuda Neta 2017E de las emisoras que conforman al índice. Con estas cifras y el múltiplo elegido, estimamos un nivel de referencia de 49,300 puntos. Actualmente el IPC cotiza con un múltiplo FV/EBITDA U12m de 9.7x nivel que difícilmente se podría sostener si la incertidumbre política continua y las emisoras no registran un crecimiento en sus utilidades. Un escenario optimista sería que el índice cotizara en un nivel similar al promedio de 3 años, lo que representaría un nivel potencial de 51,359pts.

Fortaleza del dólar influye en la valuación del mercado accionario. En los últimos doce meses, las empresas lograron un crecimiento en el flujo de operación, no obstante, la fortaleza del dólar neutralizó el efecto positivo al incrementar los pasivos con costo lo que se reflejó en los parámetros de valuación del índice. El ajuste observado en los múltiplos del IPC está relacionado principalmente con la reciente caída en los precios de las acciones.

IPC 2017E

FV/EBITDA	EBITDA 2017E	Deuda Neta 2017E	IPC 2017E	Rendimiento Estimado
9.1x			47,320	2.3%
9.2x			48,010	3.8%
9.3x	\$ 6,895	\$ 15,421	48,699	5.3%
9.4x			49,389	6.8%
9.5x			50,078	8.2%
9.7x			51,457	11.2%

Expectativas para el IPC 2017



Fuente: Banorte - Ixe

Dólar influye en los estimados 2017. El escenario económico que utilizamos como base para nuestras proyecciones incluye un crecimiento real del PIB de 1.1%, una inflación de 4.7%, un paridad cambiaria de P\$23.50 por dólar (depreciación de 13.4%), un incremento de al menos 150pb en la tasa de referencia y una tasa libre de riesgo de 8.1%. Con estas variables, estimamos para las emisoras que tenemos bajo cobertura un crecimiento en ingresos del 12.9%, principalmente por el efecto de conversión de las ventas dolarizadas así como un crecimiento orgánico moderado. Al atravesar por un entorno complicado, algunas empresas implementaron iniciativas para amortiguar el impacto del dólar en los costos y gastos. En otras compañías la rentabilidad es impulsada por tener una estructura de ventas en dólares y costos en pesos. En consecuencia, estimamos un avance de 14.5% en EBITDA representando una expansión de 30pb en el margen respectivo. Las empresas enfrentarán mayores costos financieros por el alza en las tasas de interés y la paridad cambiaria. Aunque las empresas podrían registrar pérdidas cambiarias importantes, estas serían menores a las reportadas en 2016. Así, la utilidad neta podría aumentar 10.5% A/A contribuyendo con un abaratamiento del múltiplo P/U. Por otro lado, en el balance estimamos un aumento anual de la deuda neta de 9.2%.

ASUR

20 de enero 2017

Defensiva por su mezcla de pasajeros

- A pesar del complicado escenario económico esperado, consideramos que el tráfico de pasajeros Asur tendrá un buen desempeño apoyado por el panorama todavía positivo del sector
- La depreciación del tipo de cambio beneficia a Asur incentivando al tráfico internacional (54.4% en 2016). Su alta rentabilidad se traduce en la generación de efectivo y en pago de dividendos (1.9% 2017E)
- Nuestro PO 2017E para Asur es de P\$343, que junto con el dividendo brinda un potencial de 18.0%. Dicho PO representa un FV/EBITDA 2017E de 16.9x, similar al actual. Nuestra recomendación es Compra

Asur destacaría por ser defensiva ante el nuevo entorno esperado. Lo anterior debido a su mayor exposición al tráfico internacional en la mezcla de pasajeros (54.4% del total en 2016), que se beneficia por la fortaleza del dólar. Por otro lado, su sólido modelo de negocio se enfoca en maximizar los ingresos aeronáuticos y en la implementación de estrategias comerciales y de diversificación. La alta rentabilidad se refleja en la generación de efectivo (2017E de P\$3,067m) y pago de dividendos (rendimiento PU5a. de 2.7%). Para 2017, estimamos un alza en tráfico de pasajeros de 6.5%, en ingresos operativos de 11.0% (aeronáuticos y no aeronáuticos) y en EBITDA de 12.4%, con un margen EBITDA (excluyendo los servicios de construcción) de 72.7% (vs. 71.8% 2016E). Su sólida posición financiera le permite seguir buscando oportunidades de inversión en el extranjero.

Nuestro PO 2017E para Asur es de P\$343 con recomendación de Compra, representando un rendimiento de 16.1%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 1.9%, ofrece un retorno potencial total de 18.0%. Dicho PO representa un FV/EBITDA 2017E de 16.9x, similar al actual. Consideramos que los múltiplos podrían mantenerse en niveles elevados ante la mayor exposición al tráfico internacional de pasajeros y la perspectiva positiva del sector.

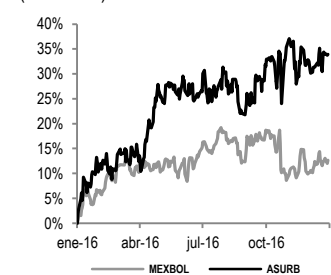
José Espitia

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

COMPRA

Precio Actual	P\$295.44
PO2017	P\$343.00
Dividendo 2017E	P\$5.92
Dividendo 2017E (%)	1.91%
Rendimiento Potencial	18.01%
Precio ADS	US\$134.27
PO2017 ADS	US\$145.96
Acciones por ADS	10
Máx - Min 12m	317.0 - 218.0
Valor de Mercado (US\$m)	4,036.07
Acciones circulación (m)	300
Flotante	48%
Operatividad Diaria (P\$m)	126.8
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	17.0x
P/U	25.7x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	5,879	8,995	9,339	9,334
Utilidad Operativa	3,161	4,073	4,931	5,568
EBITDA	3,615	4,542	5,462	6,139
Margen EBITDA	61.5%	50.5%	58.5%	65.8%
Utilidad Neta	2,284	2,914	3,560	3,801
Margen Neto	38.8%	32.4%	38.13%	40.73%
Activo Total	23,925	26,126	29,004	31,520
Disponible	2,855	2,084	2,998	3,686
Pasivo Total	5,173	5,718	6,469	6,959
Deuda	3,187	3,718	4,173	4,656
Capital	18,751	20,408	22,536	24,561

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	24.6x	19.9x	16.4x	14.6x
P/U	38.8x	30.4x	24.9x	23.3x
P/VL	4.7x	4.3x	3.9x	3.6x
ROE	12.83%	14.86%	16.52%	16.11%
ROA	10.02%	11.56%	12.83%	12.55%
EBITDA/ intereses	-91.4x	-77.4x	-72.4x	-29.2x
Deuda Neta/EBITDA	0.1x	0.4x	0.2x	0.2x
Deuda/Capital	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x

Fuente: Banorte-ixe

Nuevo entorno económico pudiera dificultar el crecimiento esperado en el sector, pero resaltamos que el panorama para el mismo sigue siendo positivo. Tras las elecciones presidenciales en EE.UU., destaca la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mexicana por las posibles acciones de la nueva administración. El entorno económico para 2017 luce complicado ya que implica un menor crecimiento económico, mayor inflación, tasas de interés más altas y una fuerte depreciación del tipo de cambio. No obstante lo anterior, consideramos que el sector aeroportuario continúa con perspectivas favorables ante el buen desempeño del turismo y la mayor oferta de asientos en diversas aerolíneas que incluyen la apertura de nuevas rutas, aumento de frecuencias y expansión de flotas. Las aerolíneas de bajo costo buscan ganar un mercado potencial al competir con líneas de autobuses de primera clase, lo cual podría continuar hacia adelante por los todavía relativamente bajos niveles en los precios del petróleo, aunque hay que monitorear el desempeño de los mismos ante el alza mostrada en las últimas semanas.

Adicionalmente, consideramos que el acuerdo entre México y EE.UU. para abrir sus mercados aéreos favorecería a los aeropuertos al impulsar el tráfico de pasajeros, ya que dicho acuerdo elimina restricciones para las aerolíneas, resultando en vuelos más frecuentes, y en algunos casos, tarifas más bajas para los pasajeros.

Beneficiado por la depreciación del peso respecto al dólar. Hay que señalar que su principal aeropuerto, que es el de Cancún (75.4% del total de pasajeros), se encuentra relativamente cerca de las principales ciudades de EE.UU., que es el principal proveedor de turistas internacionales al país. Por lo anterior, señalamos que Asur es la más beneficiada del sector ante la fuerte depreciación del tipo de cambio peso/dólar. Lo anterior debido a que, por un lado, motiva al tráfico de pasajeros internacionales (54.4% del total de Asur en 2016) al ver a México como un destino más barato, generando mayores ingresos comerciales (mayor poder de compra de turistas estadounidenses, principal proveedor de turistas de México). Por otro lado, se fomentaría el tráfico de pasajeros nacionales, ya que con un tipo de cambio tan alto, estos podrían preferir viajar a destinos nacionales.

Riesgos. Los riesgos que pudieran impactar nuestros estimados son: interrupción/afectación en las operaciones del aeropuerto de Cancún, menor crecimiento económico en México y EE.UU., alza importante en precio del petróleo (poco probable), salida de aerolíneas del mercado, fortaleza del peso (que encarece precios respecto al turismo extranjero), factores climatológicos (huracanes), epidemias y mayor percepción de inseguridad. Por otro lado, Cuba representaría una mayor competencia como destino turístico en el Caribe, dado el reinicio de vuelos comerciales con EE.UU., así como la posible afectación del tráfico en el Aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico (participación de 50% de Asur en Aerostar que opera dicho aeropuerto), por la complicada situación económica de Puerto Rico.

CEMEX

20 de enero 2017

Seguirá enfoque en recuperar grado de inversión

- Consideramos que Cemex continuará con sus iniciativas encaminadas a recuperar la calificación de grado de inversión, lo cual tendría mayor peso que la incertidumbre del entorno global
- Tras las elecciones presidenciales en EE.UU., los efectos para Cemex podrían ser mixtos, considerando un posible impacto negativo en México y uno favorable en EE.UU.
- Nuestro PO 2017E es de P\$19.5 que representa un FV/EBITDA (en dólares) 2017E de 9.2x, similar al 2016E y por debajo del múltiplo actual (promedio de 2 años). Nuestra recomendación es Compra

Cemex seguiría dirigiendo sus esfuerzos para recuperar la calificación de grado de inversión. Si bien existe incertidumbre en torno a la economía global, donde se espera un bajo crecimiento, lo principal a monitorear será el impacto de las posibles acciones del nuevo gobierno de EE.UU. para la economía mexicana y el efecto en la demanda de sus productos. Por otro lado, se tiene la expectativa de que se podría dar un mayor gasto en infraestructura en EE.UU. como medio, entre otros, para impulsar a su economía. De esta forma, faltaría por determinar estos posibles efectos, que en principio, parecerían mixtos para la empresa. No obstante lo anterior, creemos que su estrategia de creación de valor antes que volumen (enfoque en precios), las eficiencias operativas (control-reducción de costos), y las iniciativas que está llevando a cabo para una mayor generación de flujo de efectivo y reducción de deuda, han representado un buen avance en el proceso de recuperar el grado de inversión. **Nuestro PO2017E es de P\$19.5 con recomendación de Compra**, que obtuvimos a través del método DCF con un rendimiento potencial de 7.7% con base en el precio actual. Dicho PO representa un múltiplo FV/EBITDA (en dls.) 2017E de 9.2x, similar al 2016E y por debajo del múltiplo actual de 9.5x (también promedio de 2 años), que consideramos pudiera ser conservador ante la expectativa de mayor generación de flujo.

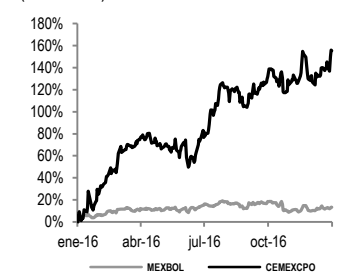
José Espitia

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

COMPRA

Precio Actual	\$18.11
PO 2017	\$19.50
Dividendo (%)	4.0%
Rendimiento Potencial	7.7%
Precio ADR	US\$8.30
PO2017 ADR	US\$8.30
Acciones por ADR	10
Máx - Mín 12m (P\$)	18.34 - 6.52
Valor de Mercado (US\$m)	11,593
Acciones circulación (m)	14,038
Flotante	90%
Operatividad Diaria (P\$ m)	708.2
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	9.5x
P/U	17.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	204,402	225,742	259,575	298,676
Utilidad Operativa	16,833	23,720	34,277	42,227
EBITDA	36,051	42,126	53,432	62,716
Margen EBITDA	17.6%	18.7%	20.6%	21.0%
Utilidad Neta	-6,783	1,201	11,294	12,437
Margen Neto	-3.3%	0.5%	4.35%	4.16%
Activo Total	514,961	542,264	629,168	708,801
Disponible	12,589	15,280	13,792	16,530
Pasivo Total	366,790	378,496	421,494	459,054
Deuda	233,419	256,168	273,331	287,148
Capital	148,171	163,769	207,674	249,747

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	13.0x	11.9x	10.2x	9.1x
P/U	-33.2x	202.8x	22.5x	21.3x
P/VL	1.7x	1.7x	1.4x	1.2x
ROE	-5.17%	0.84%	6.33%	5.80%
ROA	-1.32%	0.22%	1.80%	1.75%
EBITDA/ intereses	2.3x	2.6x	3.2x	4.1x
Deuda Neta/EBITDA	6.1x	5.7x	4.9x	4.3x
Deuda/Capital	1.6x	1.6x	1.3x	1.1x

A pesar del entorno global de incertidumbre, mantenemos una perspectiva positiva para Cemex por las iniciativas para lograr el grado de inversión. La compañía ha llevado a cabo importantes avances en las iniciativas para la recuperación de una estructura que le otorgue una calificación de grado de inversión, las cuales buscan tener los siguientes resultados: control (reducción) de costos y gastos, una mayor generación de flujo de efectivo libre y reducción de deuda. Al 6 de diciembre de 2016, Cemex había realizado una desinversión de activos por cerca de US\$2,000m, de los cuales aproximadamente la mitad se habían completado y el resto se espera que cierren principios del 2017. Por lo tanto, la compañía podría cumplir antes de lo previsto su objetivo de venta de activos de US\$1,500m a US\$2,000m para 2017. También Cemex redujo su deuda total más instrumentos perpetuos en más de US\$2,000m, en línea con sus objetivos para 2016. De esta forma, la compañía también se encuentra en buen camino para alcanzar su objetivo de reducción de deuda de entre US\$3,000m y US\$3,500m para finales de 2017. Adicionalmente, ha incrementado su flexibilidad para optimizar el uso de los recursos obtenidos de las ventas de activos y de flujo de efectivo libre ampliando el tramo revolvente dentro de su contrato de crédito, y no tiene vencimientos significativos hasta 2018 (US\$1,864m).

Estimados 2017. Esperamos que Cemex registre una baja (en dólares) para 2017 en Ventas consolidadas de 1.7% A/A (vs. +1.9%e previo) y un alza marginal en EBITDA de 0.2% (vs. +6.3%e previo). Hay que considerar que la fuerte apreciación del dólar, principalmente respecto al peso, es una de las razones de la baja en nuestras estimaciones. Por otro lado, hay que tomar en cuenta la venta de activos en EE.UU. a GCC (que se cerró el 18 de noviembre de 2016) y también estamos desincorporando los activos en Ohio a Eagle Materias Inc., en donde ya se firmó el acuerdo de venta y se esperaba concluir la operación en el 4T16, por lo que creemos que se podría dar pronto el cierre de esta transacción. Si incluyéramos dichos activos para 2017, las variaciones serían de -0.2% en Ventas y de +1.5% en EBITDA.

En cuanto a volúmenes, a nivel consolidado consideramos las siguientes variaciones: -1.1% cemento, +1.8% en concreto y +1.8% en agregados. Incluyendo los activos sujetos a venta mencionados anteriormente, la variación estimada en cemento sería de +1.7%. Consideramos que la empresa seguirá con su estrategia de enfoque en precios. Estimamos que EE.UU. (21.5% del EBITDA total U12m. sin considerar el rubro de otras y eliminaciones intercompañía) tenga un aumento en EBITDA de 7.2%, con un margen de 18.1%. Adicionalmente, la región de Asia, Medio Oriente y África (13.1% del total), impulsaría el EBITDA con un alza de un dígito medio, así como Sudamérica y el Caribe (18.5% del total) con un dígito bajo. Para México (34.0% del total), esperamos que las Ventas y EBITDA bajen 6.4% y 6.6%, respectivamente, ante la fortaleza del dólar respecto al peso (principal factor), además de un impacto por el tema de mayor costo de combustible (en gastos de distribución). En la región de Europa (12.9% del total) también esperamos caídas de un dígito bajo. Reiteramos que si en EE.UU. se confirma un mayor gasto de infraestructura por parte del nuevo gobierno, no descartamos una reacción positiva en el precio de la acción aun cuando ya ha mostrado un aumento importante en el año (+9.1%).

GMEXICO

20 de enero 2017

Un entorno favorable para la compañía

- Desde nuestro punto de vista, GMexico representa una alternativa de inversión interesante en un entorno como el actual, con perspectivas positivas en la industria y sólidos fundamentales
- En 2017 esperamos ingresos de US\$9,267m (+11.1% A/A) y EBITDA de US\$3,945m (+18.1% A/A), haciendo evidente que la fortaleza del dólar es favorable a la estructura de costos de la compañía
- La expectativa de mayor gasto en infraestructura seguirá favoreciendo el desempeño de GMexico. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA con un PO 2017 de P\$71.00

Un entorno favorable para GMexico. En los últimos meses, hemos observado cambios en el entorno que, en resumen, han resultado ser favorables para la compañía. A pesar de que el 2017 luce complicado ante la expectativa de un menor crecimiento económico, alza en tasas, mayor inflación y una importante depreciación en el tipo de cambio, consideramos que GMexico es de las empresas que lucen menos afectadas con el entorno actual. Las importantes inversiones que ha venido realizando la compañía, de la mano de su sana estructura financiera y al ser una de las empresas productoras de cobre más eficientes, con una cobertura natural a la depreciación del tipo de cambio al estar casi el 80% de sus operaciones dolarizadas, sustentan una perspectiva favorable. Adicionalmente, los fundamentales en la industria del cobre de la mano de la expectativa de un mayor gasto en infraestructura, tras el triunfo de Trump, apuntalan un precio del cobre mayor al que en general se había anticipado para este 2017. Derivado de lo anterior, consideramos que las acciones de GMexico son una interesante alternativa de inversión, con una valuación que luce atractiva, no sin dejar de lado que es sensible a cualquier cambio en el entorno global.

PO 2017 de P\$71.00 con una recomendación de COMPRA. Para el cálculo de nuestro precio objetivo utilizamos un modelo de suma de partes. El descuento actual al que cotiza respecto de la suma de sus partes es de 27%.

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

Marissa Garza

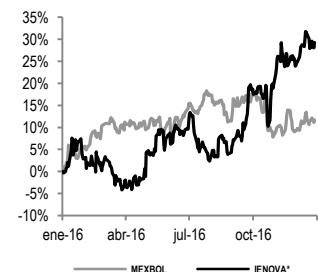
Subdirector Financiero/Minería/Químico
marissa.garza@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	P\$60.42
PO2017	P\$71.00
Dividendo (%)	1.0%
Rendimiento Potencial	18.5%
Máximo – Mínimo 12m	63.81-31.16
Valor de Mercado (US\$m)	22,044.0
Acciones circulación (m)	7,785
Flotante	40.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	628.6
Múltiplos 12M*	
FV/EBITDA	9.9x
P/U	19.0x

*Con datos del comunicado de prensa

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

(US\$ Millones)	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	9,324	8,181	8,340	9,267
Utilidad Operativa	3,042	2,188	2,309	2,816
EBITDA	3,907	3,015	3,340	3,945
Margen EBITDA	41.9%	36.9%	40.0%	42.6%
Utilidad Neta	1,798	1,010	1,143	1,199
Margen Neto	19.3%	12.3%	13.7%	12.9%
Activo Total	20,204	21,563	22,165	23,591
Disponible	1,413	1,762	1,134	2,115
Pasivo Total	8,634	10,192	9,972	11,161
Deuda	5,913	7,560	7,395	8,395
Capital	11,569	11,379	12,194	12,430

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	7.3x	9.7x	8.9x	7.7x
P/U	12.0x	19.3x	17.8x	17.0x
P/VL	21.0x	21.0x	1.9x	1.9x
ROE	17.0%	10.7%	10.8%	11.4%
ROA	8.9%	4.7%	5.2%	5.1%
EBITDA/ intereses	25.9x	26.3x	23.6x	21.4x
Deuda Neta/EBITDA	1.2x	1.9x	1.9x	1.6x
Deuda/Capital	0.5x	0.7x	0.6x	0.7x

Perspectivas del cobre. En 2016, en un entorno de elevada volatilidad, el precio del cobre logró promediar en el año alrededor de US\$2.20 por libra. De acuerdo con el último estudio del ICSG (International Copper Study Group) publicado a finales de 2016, se anticipaba un crecimiento anual del 1.7% en la producción de cobre refinado y un aumento en la demanda del 1.0% en 2017, implicando apenas un ligero excedente en la producción. Sin embargo, con el triunfo de Donald Trump para la presidencia de EE.UU., se ha incrementado la expectativa de un mayor gasto en infraestructura. Derivado de lo anterior, aunque no se han materializado cambios importantes en las perspectivas, la expectativa de una mayor demanda, de la mano de dificultades en el abastecimiento relacionado con las menores inversiones que se han visto en general en la industria, y cierre de plantas ante los efectos del complicado entorno, sobre todo en aquellas empresas cuyos costos son altos, y un menor grado de mineral, deberían ayudar a sustentar un mayor nivel para el precio del cobre, a pesar de la fortaleza del dólar. Con ello nuestros estimados asumen un precio promedio para el cobre de US\$2.43 por libra en 2017 vs. US\$2.60 que ha promediado en lo que va del año.

Estimados. En 2017 nuestros estimados asumen ventas por US\$9,267m y un EBITDA por US\$3,945m, que representan crecimientos del 11.1% y 18.1%, respectivamente. Desglosando nuestros estimados por división, en la división minera AMC esperamos un EBITDA por US\$2,954m, con un precio promedio para el cobre de US\$2.43 por libra vs. US\$2.20 en 2016 (+10.6% A/A), y un incremento en los volúmenes de 4.5% A/A. En la división Transporte GMT anticipamos un EBITDA por US\$690m al incorporar la nueva trayectoria para el tipo de cambio con un nivel promedio de P\$21.90 en 2017. Es importante recordar que este segmento de negocio es en su mayoría denominado en pesos, por lo que la fortaleza del dólar tiene un impacto importante en las operaciones. Por lo que respecta a Infraestructura en el 2017 estimamos una generación de EBITDA por US\$300m.

Un balance sano. GMexico mantiene una solidez financiera importante en un entorno como el actual, con una razón de deuda neta a EBITDA de 2.0x y que esperamos disminuya a niveles de 1.6x en 2017.

Dividendos trimestrales. La compañía mantiene una política de distribución de dividendos en forma trimestral. Nuestros estimados asumen un dividendo de P\$0.15 por acción cada trimestre, que equivaldría a un rendimiento cercano al 1% en 2017 sobre precios actuales. No obstante, creemos que GMéxico podría comenzar a distribuir dividendos mayores, antes los niveles actuales en el precio del cobre, que sin duda ayudan a una mayor generación de flujo.

Valuación atractiva. Con base en nuestros estimados y modelo de valuación por suma de partes, nuestro precio objetivo 2017 para las acciones de GMEXICO es de P\$71.00. A este precio las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA 2017E de 8.6x, por debajo del múltiplo 2016E de 8.9x al que cotiza actualmente la emisora. Consideramos que las acciones de GMexico son una interesante alternativa de inversión, con una valuación que luce atractiva, no sin dejar de lado que es sensible a cualquier cambio en el entorno global. El descuento actual al que cotizan las acciones de la compañía respecto de la suma de sus partes es cercano al 27%.

IENOVA

20 de enero 2017

Defensiva en el entorno y con fuertes crecimientos

- En un entorno de elevada incertidumbre, Ienova destaca por sus contratos de largo plazo que permiten dar mayor certidumbre a la generación de efectivo de la compañía, en un negocio dolarizado
- Lo anterior, apoyado por las recientes adquisiciones Gasoductos de Chihuahua (GdC) y Ventika, de la mano de la entrada en operación de distintos proyectos, impulsarán fuertes crecimientos en 2017
- Así, ubicamos a Ienova dentro de nuestras emisoras favoritas, con una valuación que luce atractiva. Nuestro PO 2017 de P\$99.00, representa un múltiplo FV/EBITDA 2017e de 11.7x

Fuertes crecimientos, en un negocio dolarizado y con flujos predecibles, sustentan a Ienova dentro de nuestras favoritas. Como hemos venido mencionando, en un entorno de elevada incertidumbre y ante la expectativa de un menor crecimiento económico, Ienova destaca de manera defensiva, por la naturaleza de su negocio. La compañía es una de las pocas empresas privadas que son propietarias y operadoras de activos de infraestructura de energía en México y luce menos afectadas con el entorno actual. Lo anterior es resultado de, por un lado, la estructura de contratos con base firme que le permite obtener flujos de efectivo constantes y predecibles a largo plazo. Y por el otro, las adquisiciones recientes como el GdC y Ventika, que ayudará a potencializar el crecimiento en el EBITDA de manera inmediata, en conjunto con las adjudicaciones como el proyecto del gasoducto marino Texas-Tuxpan en conjunto con Transcanada (60%), que favorecen la perspectiva de la compañía en el mediano plazo. A lo anterior habrá que añadir las posibles licitaciones en las que continuará participando activamente Ienova, con importantes proyectos en líneas de transmisión, y la posibilidad de desarrollar el mercado de almacenaje, transporte y distribución de combustibles en el país, de la mano de la liberalización de la gasolina. Todo lo anterior, con un balance que se mantiene sano, sobretodo, tras el reciente aumento de capital.

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

Marissa Garza

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

COMPRA

Precio Actual	P\$91.14
PO2017	P\$99.00
Dividendo Estimado (%)	2.5%
Rendimiento Potencial	11.1%
Máximo – Mínimo 12m	94.61-66.86
Valor de Mercado (US\$m)	6,801.7
Acciones circulación (m)	1,534
Flotante	33.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	455.9
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	22.9x
P/U	8.9x

Rendimiento relativo al IPC

12 meses



Estados Financieros

US\$ millones	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	823	672	729	1,031
Utilidad Operativa	220	198	955	387
EBITDA	282	392	539	843
Margen EBITDA	34.3%	58.3%	73.9%	81.8%
Utilidad Neta	137	140	917	252
Margen Neto	16.6%	20.8%	125.8%	24.4%
Activo Total	3,380	3,507	6,287	6,746
Disponible	114	60	185	230
Pasivo Total	1,131	1,327	1,973	2,358
Deuda	584	767	1,518	2,018
Capital	2,249	2,252	4,313	4,387

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	28.1x	20.9x	16.3x	11.7x
P/U	54.4x	53.2x	8.1x	32.0x
P/VL	3.3x	3.4x	1.7x	1.8x
ROE	6.1%	6.2%	21.3%	5.7%
ROA	4.1%	4.0%	14.6%	3.7%
EBITDA/ intereses	-63.6x	29.4x	37.4x	24.4x
Deuda Neta/EBITDA	1.7x	1.8x	2.5x	2.1x
Deuda/Capital	0.3x	0.3x	0.4x	0.5x

Fuente: Banorte-Ixe

Estimados. En 2016, la compañía logró finalmente concretar adquisiciones importantes y la adquisición de proyectos que deberán ayudar a reflejar importantes crecimientos. En ese sentido, de acuerdo con nuestros estimados anticipamos que en 2017 la compañía genere ingresos por US\$1,031m y un EBITDA por US\$843m, representando aumentos del 41.4% y 56.3%, respecto de nuestros estimados en 2016. Es importante destacar que la adquisición de GdC podría generar un EBITDA por alrededor de US\$200m anuales, mientras que la adquisición de los parques eólicos Ventika podría añadir alrededor de US\$85m anuales. Adicionalmente, se mantiene vigentes los proyectos esperados para contribuir de manera favorable en 2017, tales como el gasoducto Ojinaga-El Encino, el San Isidro-Samalayuca y el Ramal Empalme. Aunado a lo anterior no debemos olvidar los proyectos que se encuentran en el pipeline y que contribuirán hacia el 2018-2019 como el proyecto conjunto entre Ienova (40%) y Transcanada (60%) que es el gasoducto marino Texas-Tuxpan (inversión estimada de US\$2,100m) y los proyectos solares recientemente adjudicados el complejo fotovoltaico Rumorosa Solar y el Tepezalá II Solar cuya inversión estimada es de US\$150m y se espera inicie operaciones en 2019.

Un balance preparado para continuar creciendo. A finales de 2016 la compañía finalmente logró realizar un aumento de capital por alrededor de US\$1,570m que le permite fortalecer su balance, sobre todo al haber utilizado los recursos en las importantes adquisiciones que hemos comentado (GdC y Ventika). Con ello la razón de deuda neta EBITDA podría disminuir hacia niveles de 2.1x en 2017, haciendo evidente que la compañía está preparada para continuar realizando inversiones potenciales. En 2017 anticipamos inversiones por alrededor de US\$800m que deberán ser financiadas con el flujo propio y deuda.

Dividendos atractivos. De acuerdo a nuestros estimados, esperamos que la compañía continúe distribuyendo dividendos atractivos que representan un rendimiento anual cercano al 2.5% sobre precios actuales. Es decir un dividendo por alrededor de US\$0.12 por acción y que suele pagarse en una sola exhibición.

Valuación atractiva. De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, el precio objetivo 2017 para las acciones de Ienova es de P\$99.00, que representa un múltiplo FV/EBITDA 2017E de 11.7x, por debajo del múltiplo 2016E de 16.3x al que cotiza actualmente la emisora, pero en línea con el múltiplo promedio de 11.5x al que cotizan empresas comparables de acuerdo con el consenso de Bloomberg. El múltiplo promedio FV/EBITDA estimado al que ha cotizado Ienova desde su colocación en Bolsa en marzo del 2013 es de 18.5x.

WALMEX

Nota de Empresa

20 de enero 2017

Valuación atractiva y dividendo extraordinario

- En un entorno de incertidumbre como el actual, favorecemos empresas con un sólido posicionamiento, sana estructura financiera, elevada bursatilidad y atractiva valuación como Walmex
- La estrategia comercial le permitirá destacar frente a sus competidores, incluso en un escenario de menor crecimiento. Esto, de la mano de un dividendo atractivo, apoya nuestra tesis de inversión
- Tras el excesivo ajuste, Walmex cotiza con un descuento de 14% vs el múltiplo promedio de 3A, abriendo una interesante ventana de oportunidad, por lo que subimos nuestra recomendación a COMPRA

El mejor posicionado dentro del sector, con una valuación muy atractiva.

Creemos que el liderazgo de Walmex será un diferencial a su favor, en un entorno de menor crecimiento económico como el que vislumbramos en 2017. Su estrategia comercial de diferencial de precios y su particular enfoque en segmentos de bajo ingreso, le permitiría obtener crecimientos por arriba de sus comparables en un entorno complicado, incrementando su cuota de mercado, mientras que mantendría estable la rentabilidad dado su gran poder de negociación con proveedores. Al mismo tiempo, el excesivo ajuste que ha sufrido el precio de la acción, se ha traducido en una valuación muy atractiva. La emisora cotiza con un descuento de 14% (12.9x FV/EBITDA U12M) frente al múltiplo promedio de 3 años de 15x, abriendo una interesante ventana de oportunidad para inversionistas con una visión de largo plazo. Estimamos que la venta de Suburbia se traduciría en el pago de un dividendo extraordinario de hasta P\$1.00 por acción, que sumado al dividendo ordinario de P\$0.62, equivaldría a un *dividend yield* anualizado de 4.6%, el cual consideramos muy atractivo. Así, el rendimiento potencial total hacia nuestro PO asciende a 28.9%, por lo que subimos nuestra recomendación a COMPRA.

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

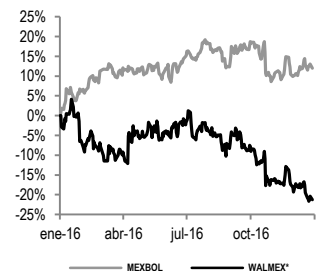
Valentín Mendoza

Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional
valentin.mendoza@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$35.39
PO 2017	\$44.00
Dividendo	1.62
Dividendo (%)	4.6%
Rendimiento Potencial	28.9%
Máx - Mín 12m (P\$)	46.10 - 35.16
Valor de Mercado (US\$m)	28,251.1
Acciones circulación (m)	17,461.4
Flotante	30%
Operatividad Diaria (P\$ m)	745.2
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	12.9x
P/U	19.7x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Sin Suburbia	2014	2015	2016E*	2017E*
Ingresos	440,988	475,910	531,720	562,184
Utilidad Operativa	33,609	32,829	38,651	41,184
EBITDA	41,781	42,592	49,032	51,747
Margen EBITDA	9.5%	8.9%	9.2%	9.2%
Utilidad Neta	30,426	26,376	35,420	29,208
Margen Neto	6.9%	5.5%	6.7%	5.2%
Activo Total	248,714	253,650	284,475	286,502
Disponible	28,048	24,791	21,626	14,748
Pasivo Total	98,468	101,829	122,070	127,969
Deuda	13,262	12,950	14,763	15,148
Capital	150,246	151,821	162,405	158,533

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015*	2016E*	2017E*
FV/EBITDA	14.4x	14.2x	12.5x	12.0x
P/U	20.3x	23.4x	17.4x	21.2x
P/VL	4.1x	4.1x	3.8x	3.9x
ROE	20.8%	17.5%	22.5%	18.2%
ROA	12.2%	10.4%	12.5%	10.2%
EBITDA/ intereses	5.2x	7.4x	8.1x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	-0.4x	-0.3x	-0.1x	0.0x
Deuda/Capital	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

Estimados 2017. De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, los ingresos totales de Walmex crecerían 5.7% A/A a P\$562,184m. Lo anterior se explica por un avance en las VMT de 4.3%, en tanto que las nuevas aperturas –para las cuales esperamos cierta moderación ante la incertidumbre económica– contribuirían con 1.4% al desempeño de la minorista. Destacamos que a pesar de que el menor crecimiento económico se traduciría en aumentos moderados en las operaciones en México, la depreciación adicional en el tipo de cambio (P\$23.50e) impulsaría los resultados en CA por el efecto favorable de conversión cambiaria. No obstante lo anterior, el menor crecimiento en los ingresos en México, limitarían el que se cumpliera la estrategia corporativa de apalancar gastos, por lo que esperamos que el EBITDA se expanda 5.5% A/A a P\$51,747m. Ello equivaldría a que el margen se mantuviera sin cambios en 9.2%. A nivel de la utilidad neta, estimamos que esta métrica se contraiga en 17.5% A/A a P\$29,208m, debido a una base de comparación complicada en la que en 2016 reconocería beneficios no recurrentes por la venta de Suburbia, la cual asciende a P\$19,000m, incluyendo P\$1,400m de deuda y P\$3,300m de dividendos. Finalmente, estimamos que las inversiones de capital en 2017 alcancen los P\$13,334m.

Valuación y PO2017 de P\$44.00. Nuestro PO fue calculado utilizando una tasa libre de riesgo de 8.1%, beta de 0.8, premio de mercado de 5.5% y un múltiplo de salida de 14.2x, muy similar al promedio de cinco años del múltiplo *forward* 12m al que se ha pagado la emisora (14x). A ese precio, Walmex cotizaría a 14.9x FV/EBITDA 2017E. Éste sería un nivel muy similar al promedio de los últimos 3 años de 15.0x. Cabe destacar que actualmente la emisora cotiza con un descuento de 14% (12.9% FV/EBITDA U12M) frente al promedio de tres años, lo cual consideramos sumamente atractivo. Especialmente considerando el liderazgo de la compañía en el sector comercial en México, su rentabilidad superior, generación de flujo de efectivo libre, nulo apalancamiento y elevada bursatilidad. El retorno potencial contra nuestro PO asciende a 24.8%, por lo que subimos nuestra recomendación a COMPRA.

Atractivo dividendo en camino. Derivado de la venta de Suburbia a Liverpool, la cual estimamos se formalice durante el 1T17, proyectamos que con los recursos obtenidos de la transacción, Walmex decretaría un dividendo extraordinario de hasta P\$1.00 por acción, mismo que sería distribuido durante 2017. Éste se uniría al pago ordinario de P\$0.62 que pensamos realizará, por lo que el dividendo anualizado alcanzaría P\$1.62 por título. Considerando el precio actual, el retorno sobre dividendos (*dividend yield*) asciende a 4.6%. Éste sería el doble del promedio de los últimos cinco años del indicador anualizado (2.3%) y 1.1% por arriba de la media de los últimos tres años. Así, el potencial retorno total de la emisora –considerando rendimiento por apreciación de capital y dividendos– se ubica en 28.9%. Dicha utilidad potencial pensamos es muy atractiva, por lo que la escogemos como una de nuestras emisoras favoritas en 2017.

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; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, y Francisco José Flores Serrano 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 lo 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V
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
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@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 de Estrategia de 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) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.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 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