

RESULTADOS 4T14

Debilidad del peso afecta la utilidad neta

- Las emisoras bajo cobertura registraron crecimientos operativos por la adquisición de nuevos negocios y por una recuperación de la demanda. A nivel neto las pérdidas cambiarias afectaron las utilidades
- Los precios de algunas emisoras en particular reaccionaron de manera favorable a sus resultados o a noticias corporativas. Estas apoyaron el avance en el índice hacia la parte alta de los 43,000 puntos
- Incorporando las cifras trimestrales, los parámetros de valuación del IPC se mantienen en niveles elevados al no poder compensar con el crecimiento operativo, el impacto del tipo de cambio

5 de Marzo 2015

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

Equipo de Análisis Bursátil
analisisbursatil@banorte.com

Resultados trimestrales apoyaron el avance en los índices. Los resultados del 4T14 junto con la percepción de que el ciclo de relajación monetaria continuará (excluyendo al Fed) detonaron un avance en la mayoría de los mercados accionarios. En EE.UU., las cifras trimestrales resultaron mejor a lo esperado, sin embargo ha habido revisiones a la baja de las expectativas. Las emisoras que conforman al S&P500 acumularon un crecimiento de 4.2% (vs 2.0%e) en las utilidades, 7.1% al excluir el sector financiero y 6.7% al excluir el sector energía. En México, las empresas que tenemos bajo cobertura mostraron crecimientos anuales de 8.4% (vs +9.2%e) en ingresos y 5.7% (vs +6.5%e) en Ebitda impulsados principalmente por adquisiciones en algunas empresas y en menor medida por una recuperación de la demanda. No obstante, la debilidad del peso provocó pérdidas cambiarias con lo que la utilidad neta retrocedió 49.6% A/A (vs -19.8%e).

La temporada de reportes no estuvo exenta de sorpresas. Los mercados reaccionaron favorablemente tanto a sorpresas en resultados como a noticias positivas provocando mayor apetito por sus acciones, entre estas destacaron Alsea, Cemex, Gmexico, Tlevisa y Walmex. Del lado negativo, los resultados de Lab generaron un fuerte sentimiento de aversión y decepción entre los inversionistas dado que la compañía no había advertido sobre la magnitud del impacto que generaría la salida del mercado de Casa Saba.

10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda al 4T14

Emisora	Sector	Ventas*	Ebitda*
Maxcom	Telecoms	8.6%	422.1%
Alsea	Comercio Esp.	79.2%	70.2%
Cultiba	Bebidas	2.4%	37.8%
Herdez	Alimentos	8.4%	35.1%
Genera	Financiero	27.0%	21.3%
Alfa	Industrial	27.1%	21.2%
Asur	Aeropuertos	14.0%	19.5%
Ica	Infraestructura	41.8%	19.5%
Walmex	Comercio	4.0%	17.2%
Cemex	Cemento	5.7%	16.5%

Fuente: Banorte-Ixe, Genera son crecimientos en Ingresos Financieros y Utilidad Operativa

Resultados

En las siguientes tablas incluimos los resultados de las empresas que tenemos bajo cobertura. En resumen, las 25 emisoras industriales, comerciales y de servicios registraron variaciones anuales de: +8.4% en ingresos, +5.7% en Ebitda y -49.6% en la utilidad neta. Mientras que las cifras de las 3 empresas del sector financiero muestran variaciones de +10.6% en ingresos, +20.5% en el Margen Financiero y de -0.3% en la utilidad neta.

La debilidad del tipo de cambio impactó a varias empresas en la conversión de la deuda denominada en moneda extranjera y les generó pérdidas cambiarias. Por esta razón, el crecimiento operativo no logró abaratar los parámetros de valuación. Al cierre de esta edición, el múltiplo P/U del IPC se encuentra en 29.0x representando un premio de 25.1% frente al promedio de 3 años mientras que el múltiplo FV/EBITDA se ubica en 9.9x, 7% por arriba del mismo promedio.

Resultados Trimestrales al 4T14 (Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14
Ac	15,308	16,320	16,200	3,255	3,226	3,427	2,429	2,484	2,607	1,284	1,404	1,583
Alfa	50,277	60,909	63,880	5,708	6,777	6,916	3,224	3,782	4,041	1,031	-1,223	-6,594
Alpek	20,954	19,356	22,801	1,721	1,261	963	869	634	336	-123	-246	-427
Alsea	4,411	7,388	7,904	614	928	1,045	367	569	622	260	397	285
Amx	204,120	224,269	229,304	63,615	67,654	67,668	37,248	34,628	33,631	17,177	10,999	3,083
Asur	1,478	1,904	1,685	762	879	910	656	764	796	645	518	513
Axtel	2,988	2,779	2,383	749	761	786	-100	-125	-154	-270	-913	-1,028
Azteca	3,806	4,079	3,801	1,703	1,772	1,299	1,274	1,466	995	762	566	170
Bimbo	46,138	52,734	51,122	4,974	5,769	5,300	2,610	3,139	1,556	1,309	1,455	-231
Cemex	50,574	56,522	53,920	8,388	9,366	9,853	2,762	4,353	1,930	-3,336	-1,798	-2,498
Culliba	7,932	8,321	8,126	463	667	638	-255	176	32	-251	-425	-1,728
Femsa	70,490	77,171	70,156	12,467	13,694	12,300	9,705	10,601	9,782	4,988	5,456	7,254
Gap	1,341	1,379	1,334	845	863	926	621	639	668	896	539	627
Gmexico*	30,461	32,261	32,297	13,598	12,185	13,003	9,966	9,142	11,000	6,833	5,224	5,742
Herdez	3,780	4,303	4,096	582	714	786	460	517	721	73	183	225
Ica**	7,729	8,508	10,962	1,264	1,408	1,510	814	1,024	1,021	520	-20	-2,082
Kof	43,240	47,249	39,567	8,554	9,325	8,099	6,609	6,585	6,374	3,066	2,610	3,075
Lab	3,677	3,891	2,843	1,340	1,362	703	1,322	1,323	674	842	612	511
Maxcom	608	666	660	28	145	145	-1,230	28	-8	-995	-87	-200
Mega	2,748	3,082	3,136	1,194	1,295	1,255	819	853	771	579	593	540
Mexchem*	16,685	19,493	19,048	2,375	2,341	2,179	948	915	609	-116	90	-516
Pinfra	1,681	1,936	2,060	1,078	1,175	1,140	1,002	1,105	1,062	837	743	841
Soriana	28,702	28,241	28,731	2,177	2,005	2,144	1,679	1,525	1,619	565	528	1,297
Tlevisa	21,443	23,175	24,020	8,131	8,626	9,450	5,319	4,886	5,547	2,464	1,367	2,504
Walimex	124,465	130,126	129,440	12,700	12,791	14,889	10,466	10,199	13,691	7,300	7,551	10,395
Total	765,035	836,064	829,475	158,284	166,883	167,336	99,585	101,212	99,921	46,340	36,143	23,343
Cemex (US\$)	3,872	4,023	3,838	642	667	701	212	310	137	-255	-128	-178
Gmexico (US\$)	2,339	2,322	2,325	1,044	877	936	765	658	792	525	376	413
Mexchem (US\$)	1,281	1,403	1,371	182	168	157	73	66	44	-9	6	-37

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14	4T13	4T14e	4T14
Creal	783	964	995	587	740	777	343	405	417	294	338	345
Gentera	3,345	3,831	3,866	3,133	3,618	3,661	852	1,091	931	696	720	675
Gfinter	2,166	2,316	2,103	564	750	723	710	546	556	443	405	408
Total	6,295	7,111	6,965	4,283	5,108	5,160	1,905	2,042	1,904	1,433	1,463	1,428

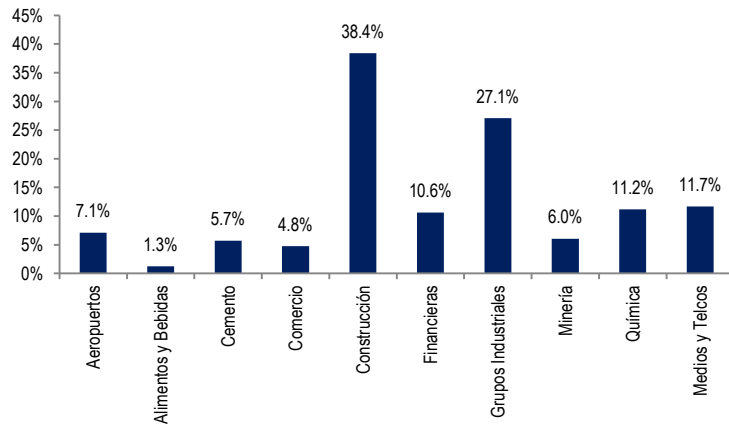
Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

* Conversión desde dolares a tipo de cambio de cierre. La empresa reporta su cifra en dolares.

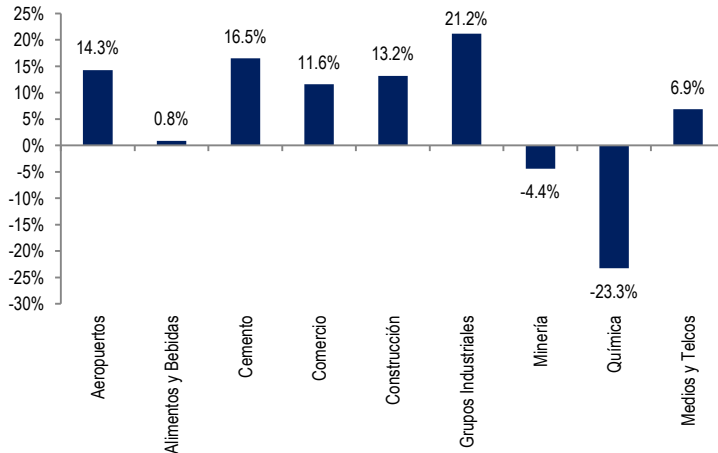
Desglose sectorial

Las siguientes gráficas muestran las variaciones porcentuales de las emisoras bajo cobertura agrupadas por sectores en términos de Ventas, Ebitda y Utilidad Neta. Destacan las mejoras operativas en general, aunque a nivel neto el efecto adverso de la devaluación del peso frente al dólar afectó la generación de utilidades.

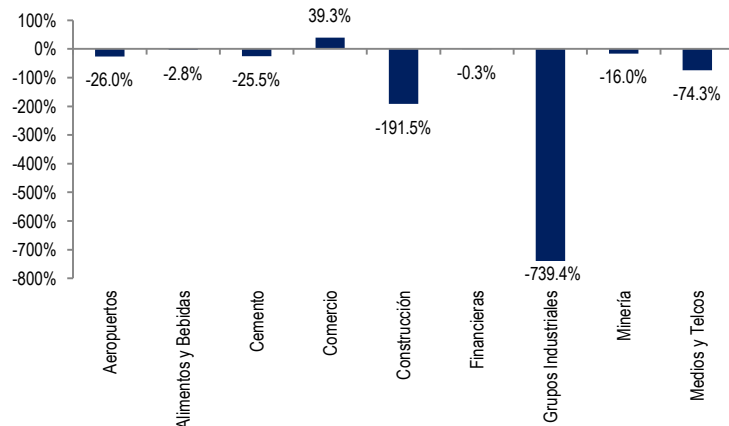
Ventas 4T14 vs 4T13



Ebitda 4T14 vs 4T13



Utilidad Neta 4T14 vs 4T13*



*Nota: El Sector Químico no es comparable, reportó pérdidas en el 4T13 y en el 4T14
Fuente: Banorte Ixe

Contexto

Calificamos como **NEUTRALES** los resultados trimestrales de una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). A nivel de los ingresos, de un grupo de 28 emisoras que se estimó para el 4T14, el 61% reportó “en línea” con lo previsto y 25% “peor” a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) el 43% estuvo en línea con lo estimado y un 29% quedó por arriba de las expectativas. Por último, en la utilidad neta el 61% reportó “mejor” a lo previsto y un 28% fue “peor”. A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos cinco trimestres.

4T14 – Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 4T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	17	61%	8	29%	3	11%
Mejor	4	14%	12	43%	17	61%
Peor	7	25%	8	29%	8	28%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

4T14– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 3T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	24	86%	20	71%	12	43%
Mejor	1	4%	2	7%	3	11%
Peor	3	11%	6	21%	13	46%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

4T14– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 2T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	21	75%	17	61%	5	18%
Mejor	2	7%	5	18%	8	29%
Peor	5	18%	6	21%	15	54%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

4T14– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 1T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	16	57%	15	54%	3	11%
Mejor	7	25%	5	18%	11	39%
Peor	5	18%	8	29%	14	50%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

4T14– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 4T13

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	29	100%	29	100%	29	100%
En Línea	19	66%	14	48%	5	17%
Mejor	6	21%	6	21%	11	38%
Peor	4	14%	9	31%	13	45%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Parámetros de Calificación

Para considerar que el resultado de una empresa está “en línea” con nuestra estimación, dicho resultado debe contenerse en un rango de variación porcentual (%) no mayor al 5% (arriba o abajo) vs. la proyección realizada, tanto a la baja como a la alza. Un resultado arriba de 5% se considera “Mejor” y un 5% abajo del pronóstico se califica de “Peor”.

CRITERIO	VARIACION VS. CIFRA ESPERADA
Mayor a lo Esperado	+ 5%
En Línea con lo Esperado	+/- 5%
Menor a lo Esperado	- 5%

	V% Ventas		V% Ebitda		V% U. Operación		V% U. Neta	
	4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.	
Ac	5.8%	-0.7%	5.3%	6.2%	7.3%	5.0%	23.3%	12.7%
Alfa	27.1%	4.9%	21.2%	2.1%	25.3%	6.8%	N.A.	439.1%
Alpek	8.8%	17.8%	-44.0%	-23.6%	-61.4%	-47.1%	N.A.	73.3%
Alsea	79.2%	7.0%	70.2%	12.6%	69.5%	9.3%	9.6%	-28.2%
Amx	12.3%	2.2%	6.4%	0.0%	-9.7%	-2.9%	-82.1%	-72.0%
Asur	14.0%	-11.5%	19.5%	3.5%	21.4%	4.1%	-20.4%	-1.0%
Axtel	-20.3%	-14.3%	5.0%	3.3%	54.0%	22.5%	281.2%	12.6%
Azteca	-0.1%	-6.8%	-23.7%	-26.7%	-21.9%	-32.1%	-77.6%	-69.9%
Bimbo	10.8%	-3.1%	6.6%	-8.1%	-40.4%	-50.4%	N.A.	N.A.
Cemex*	6.6%	-4.6%	17.5%	5.2%	-30.1%	-55.7%	-25.1%	38.9%
Cultiba	2.4%	-2.3%	37.8%	-4.3%	N.A.	-81.8%	588.4%	N.A.
Femsa	-0.5%	-9.1%	-1.3%	-10.2%	0.8%	-7.7%	45.4%	33.0%
Gap	-0.5%	-3.3%	9.6%	7.3%	7.6%	4.5%	-30.0%	16.4%
Gmexico*	6.0%	0.1%	-4.4%	6.7%	10.4%	20.3%	-16.0%	9.9%
Herdez	8.4%	-4.8%	35.1%	10.1%	56.7%	39.5%	208.2%	23.0%
Ica	41.8%	28.8%	19.5%	7.2%	25.4%	-0.3%	N.A.	N.A.
Kof	-8.5%	-16.3%	-5.3%	-13.1%	-3.6%	-3.2%	0.3%	17.8%
Lab	-22.7%	-26.9%	-47.5%	-48.4%	-49.0%	-49.1%	-39.4%	-16.6%
Maxcom	8.6%	-1.0%	422.1%	0.6%	-99.3%	N.A.	-79.9%	129.4%
Mega	14.1%	1.7%	5.1%	-3.1%	-5.9%	-9.6%	-6.7%	-8.8%
Mexchem*	14.2%	-2.3%	-8.2%	-6.9%	-35.8%	-33.5%	343.8%	-673.6%
Pinfra	22.5%	6.4%	5.8%	-3.0%	6.0%	-3.9%	N.A.	13.1%
Soriana	0.1%	1.7%	-1.5%	6.9%	-3.6%	6.2%	129.6%	145.6%
Tlevisa	12.0%	3.6%	16.2%	9.6%	4.3%	13.5%	1.6%	80.6%
Walmex	4.0%	-0.5%	17.2%	16.4%	30.8%	34.2%	42.4%	37.7%
Total	8.4%	-0.8%	5.7%	0.3%	0.3%	-1.3%	-49.6%	-35.4%

Cemex (US\$)	-0.9%	-4.6%	9.2%	5.2%	-35.4%	-55.8%	-30.2%	39.1%
Gmexico (US\$)	-0.6%	0.1%	-10.4%	6.7%	3.5%	20.3%	-21.2%	9.9%
Mexchem (US\$)	7.0%	-2.3%	-14.0%	-6.9%	-39.8%	-33.5%	N.A.	-673.6%

	V% Ingresos		V% Mg., Financiero		V% U. Operación		V% U. Neta	
	4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.		4T14 / 13 vs. Estim.	
Creal	27.0%	3.3%	32.4%	4.9%	21.3%	2.8%	17.6%	2.2%
Genera	15.6%	0.9%	16.9%	1.2%	9.2%	-14.7%	-3.1%	-6.3%
GFInter	-2.9%	-9.2%	28.1%	-3.5%	-21.6%	1.9%	-7.9%	0.7%
Total	10.6%	-2.1%	20.5%	1.0%	-0.1%	-6.8%	-0.3%	-2.4%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

* Conversión desde dolares a tipo de cambio de cierre. La empresa reporta su cifra en dolares.

Resumen de Emisoras Bajo Cobertura

AC *	Arca-Continental
ALFA A	Alfa
ALPEK A	Alpek
ALSEA *	Alsea
AMX L	América Móvil
ASUR B	Asur
AXTEL CPO	Axtel
AZTECA CPO	Televisión Azteca
BIMBO A	Grupo Bimbo
CEMEX CPO	Cemex
CREAL *	Crédito Real
CULTIBA B	Cultiba
FEMSA UBD	Femsa
FIHO12	Concentradora Fibra Hotelera Mexicana
GAP B	Gap
GENTERA *	Compartamos
GFINTER O	Grupo Financiero Interacciones
GMEXICO B	Grupo México
HERDEZ *	Herdez
HOTEL *	Grupo Hotelero Santa Fe
ICA *	Empresas Ica
KOF L	Coca Cola Femsa
LAB B	Genomma Lab
LALA B	Grupo Lala
MAXCOM CPO	Maxcom Telecomunicaciones
MEGA CPO	Megacable Holdings
MEXCHEM *	Mexichem
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura
SORIANA B	Soriana
SPORT S	Grupo Sports World
TLEVISA CPO	Grupo Televisa
WALMEX V	Walmart de México

AC * (Mantener PO 2015 \$104.00)
¡Crece volumen en el trimestre, pese a IEPS!

Marisol Huerta Mondragón
 19-de febrero 2015

Resultados en línea con lo esperado. Arca Continental reportó resultados positivos, en línea con nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo y ligeramente mejor a nivel neto. Durante el trimestre los ingresos crecieron 4T14 +5.8% al ubicarse en P\$16,200 (vs 4.3% consenso y 6.0%e). El volumen total de bebidas creció 0.7%, el cual muestra un desempeño mejor al esperado tras el impacto negativo que venía causando en México el impuesto de un peso por litro a bebidas carbonatadas. A nivel operativo el margen bruto retrocedió 160pb al ubicarse en 49.1% relacionado con una mayor presión en los costos de los insumos denominados en dólares y de un comparativo difícil en el costo de azúcar. Por su parte los gastos de administración aumentaron 1.8%, mostrando mayores eficiencias en la implementación de mejores prácticas en los procesos negocios. Lo anterior compensó la presión en margen bruto y provocó que durante el trimestre el EBITDA creciera 5.3% (3.0% sin incluir Tonicorp) presentando un margen de 21.2%, un retroceso de 10pb. consenso). La utilidad neta aumento 23.3%, con un margen de 9.8%, y una expansión de 140pb, superando las expectativas

Reiteramos nuestro PO 2015 en P\$104.00. La guía proporcionada por la empresa para 2015 se encuentra en línea con nuestra expectativas, con un crecimiento en volúmenes consolidados de +3.0% para 2015 y estabilidad en márgenes. Dado el escenario económico que muestra aún señales bajas de dinamismo, no vemos catalizadores de corto plazo que nos permitan observar de corto plazo una mayor recuperación en los volúmenes de la empresa. Nuestro Precio Objetivo 2015e se ubica en \$104.0 pesos, que representa un rendimiento potencial de 11.6% respecto al precio actual (\$93.16) o de 13.2% si consideramos el pago de dividendo de P\$1.50, lo que con base a nuestras políticas nos da una recomendación de MANTENER.

AC – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	15,308	16,200	5.8%	16,320	-0.7%
Utilidad de Operación	2,429	2,607	7.3%	2,484	5.0%
Ebitda*	3,255	3,427	5.3%	3,226	6.2%
Utilidad Neta	1,284	1,583	23.3%	1,404	12.7%
Márgenes					
Margen Operativo	15.9%	16.1%	0.2pp	15.2%	0.9pp
Margen Ebitda	21.3%	21.2%	-0.1pp	19.8%	1.4pp
UPA	\$0.797	\$0.983	23.3%	\$0.871	12.8%

* incluye gastos no recurrentes

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	3	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	15,308.2	16,428.9	16,200.2	5.8%	-1.4%
Costo de Ventas	7,550.6	8,354.4	8,248.0	9.2%	-1.3%
Utilidad Bruta	7,757.6	8,074.5	7,952.2	2.5%	-1.5%
Gastos Generales	5,315.9	5,095.0	5,412.6	1.8%	6.2%
Utilidad de Operación	2,429.3	3,036.0	2,606.6	7.3%	-14.1%
Margen Operativo	15.9%	18.5%	16.1%	0.2pp	(2.4pp)
Depreciación Operativa	644.0	659.6	704.1	9.3%	6.7%
EBITDA	3,255.0	3,695.6	3,427.0	5.3%	-7.3%
Margen EBITDA	21.3%	22.5%	21.2%	(0.1pp)	(1.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(256.4)	(243.3)	(239.6)	-6.6%	-1.5%
Intereses Pagados	264.3	311.4	342.3	29.5%	9.9%
Intereses Ganados	25.9	63.4	97.6	276.8%	54.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(18.1)	4.7	5.1	N.A.	8.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(70.7)	20.8	0.0	N.A.	-99.8%
Utilidad antes de Impuestos	2,102.2	2,813.4	2,367.0	12.6%	-15.9%
Provisión para Impuestos	746.7	910.5	724.4	-3.0%	-20.4%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	1,355.5	1,903.0	1,642.6	21.2%	-13.7%
Participación Minoritaria	71.3	73.0	59.2	-16.9%	-18.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,284.3	1,583.0	1,583.4	23.3%	0.0%
Margen Neto	8.4%	11.1%	9.8%	1.4pp	(1.4pp)
UPA	0.797	1.136	0.983	23.3%	-13.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	8,239.8	16,693.4	16,417.5	99.2%	-1.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,565.7	9,887.9	9,039.3	252.3%	-8.6%
Activos No Circulantes	58,109.4	60,837.0	63,554.9	9.4%	4.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	24,170.9	24,826.5	25,321.3	4.8%	2.0%
Activos Intangibles (Neto)	29,413.7	31,256.8	33,725.7	14.7%	7.9%
Activo Total	66,349.2	77,530.4	79,972.3	20.5%	3.1%
Pasivo Circulante	8,049.2	11,294.7	10,883.3	35.2%	-3.6%
Deuda de Corto Plazo	2,376.4	2,882.9	1,664.4	-30.0%	-42.3%
Proveedores	2,709.4	3,120.0	2,996.5	10.6%	-4.0%
Pasivo a Largo Plazo	17,116.2	19,902.1	19,733.8	15.3%	-0.8%
Deuda de Largo Plazo	11,701.1	14,283.4	14,112.3	20.6%	-1.2%
Pasivo Total	25,165.4	31,196.8	30,617.1	21.7%	-1.9%
Capital Contable	41,183.8	46,333.6	49,355.3	19.8%	6.5%
Participación Minoritaria	71.3	73.0	59.2	-16.9%	-18.9%
Capital Contable Mayoritario	38,352.5	43,480.2	46,043.9	20.1%	5.9%
Pasivo y Capital	66,349.2	77,530.4	79,972.3	20.5%	3.1%
Deuda Neta	11,511.9	7,278.4	6,737.3	-41.5%	-7.4%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,968.7	4,048.4	3,281.4		
Flujos generado en la Operación	(1,192.5)	(299.1)	(633.7)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,318.6)	(1,001.4)	(1,578.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,933.0)	(195.0)	(1,992.3)		
Incremento (disminución) efectivo	(2,475.5)	2,553.0	(922.8)		

Fuente: Banorte-Ixe, Sibolsa, BMV

ALFA A (Compra, PO 2015 \$42.00)
Bien operativamente, a pesar del entorno

Marissa Garza Ostos
 23 de febrero de 2015

Buen desempeño operativo. En el 4T14, Alfa mostró un sólido desempeño operativo. Los ingresos consolidados aumentaron 27.1% A/A al ubicarse en P\$63,880 millones, mientras que el EBITDA creció 21.2% para alcanzar los P\$6,916 millones. El débil desempeño en Alpek, afectado por la caída en el precio del petróleo, reflejado en una pérdida por la caída en los precios de las materias primas y un cargo por devaluación de inventarios, se vio compensado con los buenos resultados en el resto de las subsidiarias. Destaca Sigma con la consolidación de las operaciones de Campofrío y sólidos resultados en las operaciones internacionales. Nematik sigue sorprendiendo con importantes mejoras en rentabilidad. Mientras que la expansión en servicios de tecnología de información en Alestra y el aumento en la producción en Newpek, a pesar de la baja en el precio del petróleo, apoyaron favorablemente los resultados consolidados.

Fuertes pérdidas cambiarias y Pacific Rubiales afectan resultado neto. A pesar del sólido desempeño operativo, la compañía reportó pérdida neta por P\$6,594 millones comparando negativamente con la utilidad por P\$1,031 millones en el 4T13. Lo anterior es resultado de dos efectos, pérdidas cambiarias resultado del efecto devaluatorio del peso en la deuda de Alfa, y una pérdida por US\$595 millones en la valuación a mercado de la inversión de la compañía en acciones de Pacific Rubiales cuya participación asciende al 18.9%.

Reiteramos COMPRA y PO2015 de P\$42.00. Tras conocer los resultados del 4T14, el desempeño operativo nos hace confirmar que el mercado ha sobre-reaccionado negativamente a una empresa que mantiene operaciones sólidas con perspectivas positivas en la mayoría de sus operaciones. La diversificación de negocios ayuda a mitigar el impacto de los bajos precios del petróleo. Con base en nuestro precio objetivo y estimados, las acciones de Alfa estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA 2015e de 10.1x, ligeramente arriba del 9.8x al que cotiza hoy la emisora.

ALFA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estím.
Ventas	50,277	63,880	27.1%	60,909	4.9%
Utilidad de Operación	3,224	4,041	25.3%	3,782	6.8%
Ebitda	5,708	6,916	21.2%	6,777	2.1%
Utilidad Neta	1,031	-6,594	N.A.	-1,223	439.1%
Márgenes					
Margen Operativo	6.4%	6.3%	-0.1pp	6.2%	0.1pp
Margen Ebitda	11.4%	10.8%	-0.5pp	11.1%	-0.3pp
UPA	\$0.201	-\$1.284	N.A.	-\$0.238	439.1%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	50,277.5	61,130.8	63,880.1	27.1%	4.5%
Costo de Ventas	41,655.3	49,686.0	52,802.2	26.8%	6.3%
Utilidad Bruta	8,622.2	11,444.7	11,077.9	28.5%	-3.2%
Gastos Generales	5,397.8	6,837.3	7,036.9	30.4%	2.9%
Utilidad de Operación	3,224.4	4,607.4	4,041.0	25.3%	-12.3%
Margen Operativo	6.4%	7.5%	6.3%	(0.1pp)	(1.2pp)
Depreciación Operativa	2,484.0	2,551.9	2,875.0	15.7%	12.7%
EBITDA	5,708.4	7,159.3	6,916.0	21.2%	-3.4%
Margen EBITDA	11.4%	11.7%	10.8%	(0.5pp)	(0.9pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,170.7)	(3,011.5)	(13,994.8)	>500%	364.7%
Intereses Pagados	532.5	534.3	9,417.4	>500%	>500%
Intereses Ganados	47.5	44.5	N.A.	N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	(575.9)	(780.7)	(857.5)	48.9%	9.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(109.8)	(1,741.1)	(3,719.8)	>500%	113.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(27.1)	(51.0)	(234.9)	>500%	360.3%
Utilidad antes de Impuestos	2,026.6	1,544.9	(10,188.7)	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	868.6	557.9	(3,526.0)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	1,158.0	987.0	(6,662.7)	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	126.8	265.5	(69.1)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	1,031.2	721.5	(6,593.6)	N.A.	N.A.
Margen Neto	2.1%	1.2%	-10.3%	(12.4pp)	(11.5pp)
UPA	0.201	0.141	(1.284)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	59,650.6	86,975.1	85,218.8	42.9%	-2.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11,902.1	14,367.2	16,669.3	40.1%	16.0%
Activos No Circulantes	105,739.7	133,430.8	147,321.7	39.3%	10.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	73,974.3	84,854.6	93,907.7	26.9%	10.7%
Activos Intangibles (Neto)	23,906.2	39,186.0	40,451.2	69.2%	3.2%
Activo Total	165,390.2	220,406.0	232,540.5	40.6%	5.5%
Pasivo Circulante	42,700.2	55,564.3	62,115.4	45.5%	11.8%
Deuda de Corto Plazo	10,521.8	7,878.2	9,592.9	-8.8%	21.8%
Proveedores	20,933.9	31,888.5	35,167.1	68.0%	10.3%
Pasivo a Largo Plazo	57,521.1	91,679.7	101,504.1	76.5%	10.7%
Deuda de Largo Plazo	46,932.0	75,649.5	82,327.2	75.4%	8.8%
Pasivo Total	100,221.2	147,244.0	163,619.5	63.3%	11.1%
Capital Contable	65,169.0	73,162.0	68,921.0	5.8%	-5.8%
Participación Minoritaria	8,728.3	14,910.7	13,765.3	57.7%	-7.7%
Capital Contable Mayoritario	56,440.7	58,251.3	55,155.7	-2.3%	-5.3%
Pasivo y Capital	165,390.2	220,406.0	232,540.5	40.6%	5.5%
Deuda Neta	45,551.7	54,874.6	75,250.8	65.2%	37.1%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	23,775.3	19,529.7	26,139.7
Flujos generado en la Operación	(4,017.3)	(5,244.3)	(2,187.2)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(18,902.5)	(19,287.0)	(28,470.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,663.7)	7,496.3	8,591.8
Incremento (disminución) efectivo	(1,808.3)	2,494.7	4,074.3

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ALPEK A (Mantener, PO 2015 \$21.00)
Bien ingresos, pero EBITDA cae más de lo previsto

Marissa Garza Ostos
 23 de febrero de 2015

Resultados mixtos. La compañía logró un aumento interanual del 8.8% en ingresos, para ubicarse en P\$22,801 millones (US\$1,646m). En general, los volúmenes totales aumentaron 7% en forma anual, aunque los precios promedio disminuyeron 5% A/A, afectados por los menores precios de las materias primas relacionadas al petróleo. A pesar de lo anterior, se registró una caída de 44.0% en el EBITDA a P\$963 millones (US\$71m). En el trimestre se registró un cargo no monetario por devaluación de inventarios por US\$52 millones y una pérdida estimada por US\$16 millones por caída en los precios de materias primas en la cadena de Poliéster. De esta forma, el margen EBITDA disminuyó a niveles de apenas 4.2%. Excluyendo los cargos mencionados el EBITDA hubiese aumentado cerca de 5.3% A/A a US\$139 millones. Es positivo observar ciertas mejoras secuenciales en la cadena de Plásticos y Químicos, por los sólidos márgenes de polipropileno, lo que permitió compensar parcialmente la debilidad en los márgenes de la cadena de Poliéster.

Reiteramos MANTENER y PO de P\$21.00. El entorno es adverso, por lo que es de vital importancia el desempeño exitoso en proyectos de integración y eficiencia en los que se encuentra enfocados Alpek. Esto permitirá a la compañía el compensar un difícil entorno complicado aún más por el bajo precio del petróleo. Mientras no logren estabilizarse los precios del crudo, podríamos seguir observando volatilidad en los resultados de Alpek. Sin embargo, una vez estabilizados y de continuar los proyectos estratégicos en los que se encuentra enfocada la compañía, podríamos comenzar a ver mejoras importes en los resultados. Mientras no veamos una clara señal de estabilidad y recuperación en los resultados nos mantenemos cautelosos y conservamos nuestra recomendación de MANTENER. Con base en nuestro precio objetivo y estimados, las acciones de Alpek cotizarían a un FV/EBITDA 2015e de 8.1x, por debajo del 8.8x al que cotiza actualmente la emisora.

ALPEK – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	20,954	22,801	8.8%	19,356	17.8%
Utilidad de Operación	869	336	-61.4%	634	-47.1%
Ebitda	1,721	963	-44.0%	1,261	-23.6%
Utilidad Neta	-123	-427	247.7%	-246	73.6%
Márgenes					
Margen Operativo	4.1%	1.5%	-2.7pp	3.3%	-1.8pp
Margen Ebitda	8.2%	4.2%	-4.0pp	6.5%	-2.3pp
UPA	-\$0.058	-\$0.202	247.7%	-\$0.116	73.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	20,953.6	21,410.4	22,800.7	8.8%	6.5%
Costo de Ventas	19,323.7	19,519.2	21,610.6	11.8%	10.7%
Utilidad Bruta	1,629.9	1,891.2	1,190.1	-27.0%	-37.1%
Gastos Generales	760.6	625.6	854.6	12.4%	36.6%
Utilidad de Operación	869.3	1,265.7	335.5	-61.4%	-73.5%
Margen Operativo	4.1%	5.9%	1.5%	(2.7pp)	(4.4pp)
Depreciación Operativa	851.7	454.8	627.5	-26.3%	38.0%
EBITDA	1,721.0	1,720.4	963.0	-44.0%	-44.0%
Margen EBITDA	8.2%	8.0%	4.2%	(4.0pp)	(3.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(287.0)	(465.5)	(606.2)	111.2%	30.2%
Intereses Pagados	199.9	193.7	209.8	5.0%	8.3%
Intereses Ganados	35.3	29.4	36.7	4.2%	24.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(2.5)	(20.4)	(43.4)	>500%	113.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(119.8)	(280.8)	(389.7)	225.2%	38.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(3.5)	(5.8)	(28.7)	>500%	394.9%
Utilidad antes de Impuestos	578.8	794.4	(299.3)	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	591.7	259.2	68.2	-88.5%	-73.7%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(12.9)	535.2	(367.5)	>500%	N.A.
Participación Minoritaria	109.9	141.1	59.5	-45.9%	-57.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	(122.8)	394.0	(427.0)	247.7%	N.A.
Margen Neto	-0.6%	1.8%	-1.9%	(1.3pp)	(3.7pp)
UPA	(0.058)	0.186	(0.202)	247.7%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	29,671.8	31,798.5	30,941.1	4.3%	-2.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,737.1	5,886.7	5,743.8	21.3%	-2.4%
Activos No Circulantes	28,456.0	30,226.4	34,430.1	21.0%	13.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	24,705.9	25,178.4	27,392.3	10.9%	8.8%
Activos Intangibles (Neto)	2,906.5	4,039.5	6,082.9	109.3%	50.6%
Activo Total	58,127.8	62,025.0	65,371.2	12.5%	5.4%
Pasivo Circulante	12,305.1	14,445.2	14,325.2	16.4%	-0.8%
Deuda de Corto Plazo	753.1	1,495.8	326.9	-56.6%	-78.1%
Proveedores	8,847.8	9,886.0	9,881.6	11.7%	0.0%
Pasivo a Largo Plazo	18,735.1	18,545.3	21,201.4	13.2%	14.3%
Deuda de Largo Plazo	13,756.3	13,676.6	15,665.7	13.9%	14.5%
Pasivo Total	31,040.2	32,990.5	35,526.6	14.5%	7.7%
Capital Contable	27,087.7	29,034.5	29,844.6	10.2%	2.8%
Participación Minoritaria	3,069.8	3,521.5	3,895.2	26.9%	10.6%
Capital Contable Mayoritario	24,017.9	25,513.0	25,949.4	8.0%	1.7%
Pasivo y Capital	58,127.8	62,025.0	65,371.2	12.5%	5.4%
Deuda Neta	9,772.3	9,285.8	10,248.8	4.9%	10.4%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	7,167.4	4,567.9	5,408.3		
Flujos generado en la Operación	(1,625.6)	(691.6)	1,184.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,382.9)	(2,177.8)	(4,416.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(5,045.3)	(583.4)	(1,503.5)		
Incremento (disminución) efectivo	(1,886.4)	1,115.1	673.0		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ALSEA * (COMPRA, PO 2015 \$55.00)
Reporte positivo. ¡Crecimientos que se disfrutan!

Marisol Huerta Mondragón
 26 de Febrero de 2015

Fuertes crecimientos, por adquisiciones.

Alsea presentó resultados mejor a nuestros estimados y a los del mercado a nivel operativo. Los ingresos consolidados crecieron 79.2% A/A (vs +67.3%e), el EBITDA avanzó 70.2% (vs. 51.2%e y 54.5% consenso). Los ingresos de Alsea estuvieron impulsados por la incorporación de Vips, y de Grupo Zena en España, así como por el crecimiento de 2.4% A/A en Ventas Mismas Tiendas- VMT. Adicionalmente, los resultados estuvieron favorecidos por una semana extra en ventas en el año. El margen bruto mejoró 160pb, por eficiencias en la mezcla de negocios. No obstante, los mayores gastos relacionados con la integración de Vips, y Grupo Zena, así como el inicio de operaciones de The Cheesecake Factory en México, y cierres de unidades derivaron en menores márgenes a nivel operativo (-40pb) y EBITDA (-70pb). La utilidad neta mayoritaria avanzó sólo 8.2% ante mayor costo financiero y una mayor tasa impositiva.

Subimos PO2015 a P\$55.00 y recomendación de COMPRA. Subimos PO2015 a P\$55.00 y recomendación de COMPRA. Estamos incorporando en nuestro modelo los resultados mejor a nuestras expectativas, aunado a un mejor desempeño en sus unidades principalmente en A ese precio el múltiplo estimado se ubica en 15.5x con un premio de 40% respecto al promedio conocido del sector 11.0x en México, y potencial de apreciación de 25% respecto al cierre de la jornada anterior en P\$43.98, con una recomendación de COMPRA. El premio en el múltiplo que le hemos dado respecto al sector se justifica con base al crecimiento de 38.0% en EBITDA que estimamos reportará la empresa este año tras la incorporación de Vips, así como de la incorporación de Grupo Zena esta unidad está mostrando un desempeño mejor a nuestras estimaciones. No obstante hay que señalar que nuestro múltiplo, se encuentra con un descuento de 16.7% respecto al promedio que ha reportado la emisora en el último año de 18.6x.

Alsea – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T014	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	4,411	7,904	79.2%	7,388	7.0%
Utilidad de Operación	367	622	69.6%	569	9.4%
Ebitda	614	1,045	70.2%	928	12.6%
Utilidad Neta	275	297	8.2%	397	-25.1%
Márgenes					
Margen Operativo	8.3%	7.9%	-0.4pp	7.7%	
Margen Ebitda	13.9%	13.2%	-0.7pp	12.6%	
UPA	\$0.399	\$0.355	-11.1%	\$0.210	

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	4,411.0	5,701.3	7,903.5	79.2%	38.6%
Costo de Ventas	1,442.7	1,828.5	2,459.4	70.5%	34.5%
Utilidad Bruta	2,968.3	3,872.9	5,444.2	83.4%	40.6%
Gastos Generales	2,632.1	3,498.1	4,634.0	76.1%	32.5%
Utilidad de Operación	367.1	349.8	622.5	69.6%	78.0%
Margen Operativo	8.3%	6.1%	7.9%	(0.4pp)	1.7pp
Depreciación Operativa	247.3	356.0	422.8	71.0%	18.8%
EBITDA	614.3	705.7	1,045.3	70.2%	48.1%
Margen EBITDA	13.9%	12.4%	13.2%	(0.7pp)	0.8pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(71.0)	(91.4)	(145.7)	105.3%	59.4%
Intereses Pagados	72.1	89.8	143.0	98.3%	59.2%
Intereses Ganados				N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	1.2	(1.6)	(2.7)	N.A.	73.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	40.4	2.9	20.7	-48.7%	>500%
Utilidad antes de Impuestos	336.5	261.2	497.5	47.8%	90.4%
Provisión para Impuestos	75.4	76.5	205.2	172.2%	168.4%
Operaciones Discontinuadas	(1.6)		(7.1)		
Utilidad Neta Consolidada	259.5	184.8	285.2	9.9%	54.3%
Participación Minoritaria	(15.1)	(9.8)	(12.1)	-20.0%	23.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	274.6	194.5	297.2	8.2%	52.8%
Margen Neto	6.2%	3.4%	3.8%	(2.5pp)	0.3pp
UPA	0.399	0.232	0.355	-11.1%	53.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,607.6	2,928.2	3,785.1	45.2%	29.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	663.3	499.9	1,112.9	67.8%	122.6%
Activos No Circulantes	9,808.5	19,280.7	25,263.3	157.6%	31.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,764.4	8,742.7	9,804.3	105.8%	12.1%
Activos Intangibles (Neto)	3,386.0	8,689.2	13,322.8	293.5%	53.3%
Activo Total	12,416.1	22,208.9	29,048.4	134.0%	30.8%
Pasivo Circulante	3,096.5	3,985.4	6,222.4	100.9%	56.1%
Deuda de Corto Plazo	388.5	901.7	1,377.2	254.5%	52.7%
Proveedores	1,408.6	1,391.0	2,694.0	91.3%	93.7%
Pasivo a Largo Plazo	4,808.7	6,824.4	13,091.1	172.2%	91.8%
Deuda de Largo Plazo	5,043.6	7,222.3	11,239.2	122.8%	55.6%
Pasivo Total	7,905.2	10,809.9	19,313.5	144.3%	78.7%
Capital Contable	4,510.9	11,399.0	9,734.9	115.8%	-14.6%
Participación Minoritaria	(15.1)	(9.8)	(12.1)	-20.0%	23.6%
Capital Contable Mayoritario	4,271.4	11,158.6	8,800.1	106.0%	-21.1%
Pasivo y Capital	12,416.1	22,208.9	29,048.4	134.0%	30.8%
Deuda Neta	4,380.3	6,722.3	10,126.3	131.2%	50.6%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	525.6	1,144.9	997.7		
Flujos generado en la Operación	209.2	(341.8)	448.3		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(326.0)	(1,262.5)	(2,643.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(265.6)	(170.9)	1,827.7		
Incremento (disminución) efectivo	143.3	(630.4)	630.1		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AMX L (Mantener, PO 2015 \$17.50) Reduce subsidios para atenuar la regulación

Manuel Jiménez Zaldivar
10 de Febrero 2015

Amx modifica su estrategia comercial reduciendo subsidios. En este periodo, las cifras no son del todo comparables por la consolidación de Telekom Austria (desde el 3T14). En el trimestre, AMX registró un incremento de 12.3% a/a en ingresos para alcanzar un monto de P\$229,304m, sin embargo, con cifras proforma el crecimiento anual sería del 2.7%. América Móvil terminó el trimestre con 368m de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) siendo un incremento de 8.4% vs 4T13 lo que equivale a 2.6m de adiciones netas similar a nuestro estimado. En el trimestre se mantuvo la erosión en los ingresos de servicios de voz como resultado del empaquetamiento de servicios y menores tarifas de interconexión. Tal como estimábamos se reportó un Ebitda de P\$67,668m (-0.7% proforma) pero la presión en el margen de Ebitda fue un poco mayor a nuestro estimado por mayores costos en Colombia, Perú y Austria. Las operaciones en Europa fueron afectadas por una provisión contable no recurrente que disminuyó el Ebitda. Es importante mencionar que a pesar de las presiones regulatorias, las operaciones en México registraron crecimientos en ingresos y Ebitda (+1.8% y +4.4%, respectivamente) logrando compensar el efecto de las medidas asimétricas mediante una reducción de costos y menores subsidios en la venta de equipo.

Mayores costos financieros por la fluctuación cambiaria. Amx reportó una caída de 77.8% proforma en la utilidad neta la cual fue afectada por pérdidas cambiarias de P\$22,818m como resultado de la fortaleza del dólar. La razón de deuda neta a Ebitda se presionó a 2.3x de 1.7x.

Inversiones de capital y usos de efectivo. Durante el 2014, Amx destinó P\$149,700m a inversiones de capital y distribuyó entre sus accionistas P\$52,100m. . Adicionalmente, la empresa adquirió participaciones minoritarias e inyectó capital nuevo en Telekom Austria por un monto de P\$10,200m.

AMX – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	204,120	229,304	12.3%	224,269	2.2%
Utilidad de Operación	37,248	33,631	-9.7%	34,628	-2.9%
Ebitda	63,615	67,668	6.4%	67,654	0.0%
Utilidad Neta	17,177	3,083	-82.1%	10,999	-72.0%
Márgenes					
Margen Operativo	18.2%	14.7%	-3.6pp	15.4%	-0.8pp
Margen Ebitda	31.2%	29.5%	-1.7pp	30.2%	-0.7pp
UPA	\$0.244	\$0.045	-81.4%	\$0.161	-71.9%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% TT
Ventas Netas	204,120.3	220,884.0	229,304.2	12.3%	3.8%
Costo de Ventas	121,788.9	129,125.9	141,722.6	16.4%	9.8%
Utilidad Bruta	82,331.4	91,758.1	87,581.6	6.4%	-4.6%
Gastos Generales	45,083.3	54,119.9	53,950.7	19.7%	-0.3%
Utilidad de Operación	37,248.2	37,638.3	33,630.9	-9.7%	-10.6%
Margen Operativo	18.2%	17.0%	14.7%	(3.6pp)	(2.4pp)
Depreciación Operativa	26,366.8	31,551.0	34,036.7	29.1%	7.9%
EBITDA	63,615.0	69,189.2	67,667.6	6.4%	-2.2%
Margen EBITDA	31.2%	31.3%	29.5%	(1.7pp)	(1.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(18,699.5)	(10,299.9)	(27,788.8)	48.6%	169.8%
Intereses Pagados	8,676.0	10,953.5	10,365.9	19.5%	-5.4%
Intereses Ganados	2,090.0	3,857.7	2,816.2	34.7%	-27.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(1,904.4)	5,765.7	2,579.3	N.A.	-55.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(10,209.0)	(8,969.9)	(22,818.4)	123.5%	154.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	15.9	(2,033.3)	(795.6)	N.A.	-60.9%
Utilidad antes de Impuestos	18,564.6	25,305.0	5,046.5	-72.8%	-80.1%
Provisión para Impuestos	1,392.6	14,101.2	1,658.7	19.1%	-88.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	17,172.0	11,203.8	3,387.8	-80.3%	-69.8%
Participación Minoritaria	(4.8)	1,084.1	304.9	N.A.	-71.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	17,176.8	10,119.7	3,082.9	-82.1%	-69.5%
Margen Neto	8.4%	4.6%	1.3%	(7.1pp)	(3.2pp)
UPA	0.244	0.147	0.045	-81.4%	-69.3%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	236,698.1	296,113.8	287,244.9	21.4%	-3.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	48,163.6	95,716.8	72,638.2	50.8%	-24.1%
Activos No Circulantes	788,894.4	884,568.6	969,062.1	22.8%	9.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	501,107.0	565,354.1	605,407.6	20.8%	7.1%
Activos Intangibles (Neto)	130,706.4	185,551.0	220,431.6	68.6%	18.8%
Activo Total	1,025,592.4	1,180,682.5	1,256,307.0	22.5%	6.4%
Pasivo Circulante	273,955.0	331,956.7	359,901.4	31.4%	8.4%
Deuda de Corto Plazo	25,841.5	51,096.8	57,323.9	121.8%	12.2%
Proveedores	80,154.4	76,055.9	96,495.1	20.4%	26.9%
Pasivo a Largo Plazo	541,336.4	641,019.5	671,761.6	24.1%	4.8%
Deuda de Largo Plazo	464,478.4	535,722.3	549,750.1	18.4%	2.6%
Pasivo Total	815,291.4	972,976.2	1,031,663.0	26.5%	6.0%
Capital Contable	210,301.1	207,706.2	224,644.0	6.8%	8.2%
Participación Minoritaria	(4.8)	1,084.1	304.9	N.A.	-71.9%
Capital Contable Mayoritario	202,400.6	189,435.1	184,694.6	-8.7%	-2.5%
Pasivo y Capital	1,025,592.4	1,180,682.5	1,256,307.0	22.5%	6.4%
Deuda Neta	442,156.3	491,102.3	534,435.8	20.9%	8.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	59,881.4	69,329.9	88,559.0		
Flujos generado en la Operación	2,103.6	(4,895.7)	(6,738.4)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(28,723.4)	(39,690.6)	(64,936.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(54,723.1)	(20,753.3)	(40,763.5)		
Incremento (disminución) efectivo	(21,461.4)	3,990.2	(23,879.8)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

ASUR B (Mantener, PO 2015 \$215.00)
Buen aumento de rentabilidad en el 4T14

José Itzamna Espitia Hernández
 23 de febrero de 2015

Asur reportó sus resultados al 4T14 con cifras que estuvieron en línea con nuestros estimados. El grupo tuvo variaciones en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de +14.0%, +21.4%, +19.5% y -20.4%, ubicándose en P\$1,685m, P\$796m, P\$910m y P\$513m, respectivamente.

En el 3T14, Asur presentó un fuerte crecimiento en tráfico total de pasajeros de 14.0% (vs. 4T13); los pasajeros nacionales aumentaron 14.2% y los internacionales 13.9%. La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 13.5%, ubicándose en P\$1,340m. Lo anterior se debió a un mayor turismo reflejado en el principal aeropuerto del grupo, Cancún (+14.1%). Dicho crecimiento es también resultado de las acciones realizadas por diversas aerolíneas para abrir rutas, aumentar frecuencias y expandir su flota.

El margen operativo aumentó 2.9pp, colocándose en 47.2%; y el margen Ebitda subió 2.9pp, ubicándose en 54.0%. Lo anterior se dio por un aumento mayor en los ingresos (+14.0%), comparado con el alza en el total de costos y gastos de operación de 8.1%. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 4T14 vs. 4T13, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción los resultados indican una gran mejoría en rentabilidad (59.4% el margen operativo y 67.9% el de Ebitda) vs. 4T13 (55.5% y 64.5%, respectivamente).

La utilidad neta del periodo tuvo un decremento de 20.4%, debido a una pérdida en el resultado integral de financiamiento por pérdidas cambiarias y un mayor monto de impuestos que más que compensaron los mejores resultados operativos. Asur mencionó que en el 4T14 el tráfico total de pasajeros transportados en el aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico ("SJU") creció 2.4%. Se registró una pérdida en la participación del Joint Venture en el SJU de P\$17m (vs. P\$49m en el 4T13).

ASUR – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	1,478	1,685	14.0%	1,904	-11.5%
Utilidad de Operación	656	796	21.4%	764	4.1%
Ebitda	762	910	19.5%	879	3.5%
Utilidad Neta	645	513	-20.4%	518	-1.0%
Márgenes					
Margen Operativo	44.3%	47.2%	2.9pp	40.2%	7.1pp
Margen Ebitda	51.5%	54.0%	2.5pp	46.2%	7.8pp
UPA	\$2.150	\$1.711	-20.4%	\$1.727	-1.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,478.3	1,469.9	1,685.5	14.0%	14.7%
Costo de Ventas	25.0	26.1	26.3	5.1%	0.9%
Utilidad Bruta	1,453.3	1,443.9	1,659.1	14.2%	14.9%
Gastos Generales	797.7	678.0	863.2	8.2%	27.3%
Utilidad de Operación	655.6	765.9	796.0	21.4%	3.9%
Margen Operativo	44.3%	52.1%	47.2%	2.9pp	(4.9pp)
Depreciación Operativa	106.2	114.0	114.5	7.8%	0.4%
EBITDA	761.8	879.9	910.5	19.5%	3.5%
Margen EBITDA	51.5%	59.9%	54.0%	2.5pp	(5.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	35.2	(21.7)	(106.8)	N.A.	391.2%
Intereses Pagados	19.9	20.6	20.4	2.5%	-0.8%
Intereses Ganados	41.6	33.4	40.6	-2.5%	21.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	13.5	(34.5)	(127.0)	N.A.	267.9%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(48.5)	21.3	(17.3)	-64.4%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	642.3	765.5	671.9	4.6%	-12.2%
Provisión para Impuestos	(2.6)	184.1	158.7	N.A.	-13.8%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	644.9	581.4	513.2	-20.4%	-11.7%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	644.9	581.4	513.2	-20.4%	-11.7%
Margen Neto	43.6%	39.6%	30.5%	(13.2pp)	(9.1pp)
UPA	2.150	1.938	1.711	-20.4%	-11.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,554.1	4,031.9	3,903.9	52.8%	-3.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,259.6	3,099.3	2,855.4	126.7%	-7.9%
Activos No Circulantes	18,862.4	19,013.7	20,020.6	6.1%	5.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	322.1	323.1	322.6	0.2%	-0.2%
Activos Intangibles (Neto)	15,790.8	15,779.7	16,509.4	4.6%	4.6%
Activo Total	21,416.5	23,045.6	23,924.5	11.7%	3.8%
Pasivo Circulante	668.0	431.2	401.6	-39.9%	-6.8%
Deuda de Corto Plazo	41.8	9.7	29.9	-28.4%	207.3%
Proveedores	10.0	20.7	13.1	30.6%	-36.8%
Pasivo a Largo Plazo	4,464.3	4,520.9	4,771.8	6.9%	5.6%
Deuda de Largo Plazo	2,799.1	2,876.3	3,157.4	12.8%	9.8%
Pasivo Total	5,132.3	4,952.0	5,173.4	0.8%	4.5%
Capital Contable	16,284.2	18,093.6	18,751.1	15.1%	3.6%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	16,284.2	18,093.6	18,751.1	15.1%	3.6%
Pasivo y Capital	21,416.5	23,045.6	23,924.5	11.7%	3.8%
Deuda Neta	1,581.3	(213.3)	331.9	-79.0%	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,172.0	2,615.7	3,566.1		
Flujos generado en la Operación	(792.5)	(519.6)	(918.7)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(3,308.0)	(239.7)	(1,034.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(77.3)	(16.7)	(16.7)		
Incremento (disminución) efectivo	(1,005.9)	1,839.8	1,595.8		

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

AXTEL CPO (Mantener, PO 2015 \$4.60) Mejora sustancial en los márgenes

Manuel Jiménez Zaldivar
20 de Febrero 2015

Debilidad en ingresos pero sólida expansión en márgenes. A nivel de ingresos Axtel reportó una caída anual del 20.3%, un monto de P\$2,382m siendo 14.3% por debajo de nuestro estimado. Por el contrario, Axtel reportó una expansión en el margen de Ebitda de 790pb a 33% derivado de menores costos de interconexión y una menor contribución de los servicios integrales que tienen un menor margen. En los costos financieros impactó un mayor nivel de deuda y la fortaleza del dólar provocando fuertes pérdidas cambiarias. Esto generó una pérdida neta de P\$1,028m superior a la pérdida del 4T13.

Finaliza el año con un crecimiento marginal en UGI. Axtel finalizó el trimestre con una base de 1.5m de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI), es decir, un crecimiento marginal del 0.5% A/A. Durante el trimestre la empresa perdió 15.7mil unidades, esto como resultado de 13.6 mil desconexiones en las líneas de voz y 8.8 mil desconexiones en los accesos de internet lo cual fue parcialmente compensado con 6.6 mil adiciones en el servicio de TV de Paga.

Ingresos por debajo de lo esperado. La debilidad en los ingresos de Axtel proviene principalmente de una reducción en los precios de los servicios de voz en combinación con una menor base de UGI, una reducción en la terminación de tráfico internacional y de larga distancia así como un menor volumen de ventas en los servicios empresariales y de gobierno.

Mejora la rentabilidad por menores costos de interconexión y menor contribución de servicios integrales. Axtel reportó un margen bruto de 78.8% vs 64.9% en el 3T14 mientras que los gastos de venta y administración retrocedieron 8%. A nivel del margen de Ebitda la empresa obtuvo una mejora de 790pb para ubicarse en 33.0% esto debido a menores costos de interconexión con el operador preponderante así como una menor contribución de los servicios integrales cuya rentabilidad es baja.

AXTEL – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estím.
Ventas	2,988	2,383	-20.3%	2,779	-14.3%
Utilidad de Operación	-100	-154	54.0%	-125	22.5%
Ebitda	749	786	5.0%	761	3.3%
Utilidad Neta	-270	-1,028	281.2%	-913	12.6%
Márgenes					
Margen Operativo	-3.3%	-6.4%	-3.1pp	-4.5%	-1.9pp
Margen Ebitda	25.1%	33.0%	7.9pp	27.4%	5.6pp
UPA	-\$0.215	-\$0.794	268.9%	-\$0.707	12.2%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,987.7	2,570.3	2,382.5	-20.3%	-7.3%
Costo de Ventas	1,048.7	681.1	504.9	-51.9%	-25.9%
Utilidad Bruta	1,939.0	1,889.3	1,877.7	-3.2%	-0.6%
Gastos Generales	2,004.7	1,952.3	2,008.9	0.2%	2.9%
Utilidad de Operación	(99.6)	(99.7)	(153.5)	54.0%	54.0%
Margen Operativo	-3.3%	-3.9%	-6.4%	(3.1pp)	(2.6pp)
Depreciación Operativa	814.5	832.5	917.7	12.7%	10.2%
EBITDA	748.8	769.4	786.5	5.0%	2.2%
Margen EBITDA	25.1%	29.9%	33.0%	7.9pp	3.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(190.0)	(486.4)	(1,122.2)	490.7%	130.7%
Intereses Pagados	213.4	208.9	279.6	31.0%	33.9%
Intereses Ganados	4.0	3.9	5.0	25.5%	28.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	60.5	(7.7)	(13.3)	N.A.	71.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(41.0)	(273.8)	(834.3)	>500%	204.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	2.1		(0.2)	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(287.6)	(586.1)	(1,275.8)	343.7%	117.7%
Provisión para Impuestos	(17.8)	(142.0)	(247.8)	>500%	74.5%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(269.7)	(444.1)	(1,028.0)	281.2%	131.5%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(269.7)	(444.1)	(1,028.0)	281.2%	131.5%
Margen Neto	-9.0%	-17.3%	-43.1%	(34.1pp)	(25.9pp)
UPA	(0.215)	(0.344)	(0.794)	268.9%	130.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	4,879.5	6,599.0	5,804.4	19.0%	-12.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,292.3	2,524.0	2,697.8	108.8%	6.9%
Activos No Circulantes	15,003.2	15,057.7	15,180.7	1.2%	0.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	13,187.2	13,079.5	12,961.5	-1.7%	-0.9%
Activos Intangibles (Neto)	223.8	186.2	174.0	-22.3%	-6.6%
Activo Total	19,882.7	21,656.7	20,985.1	5.5%	-3.1%
Pasivo Circulante	4,299.4	4,753.4	4,311.9	0.3%	-9.3%
Deuda de Corto Plazo	308.9	376.8	350.6	13.5%	-7.0%
Proveedores	2,741.3	3,139.5	2,347.3	-14.4%	-25.2%
Pasivo a Largo Plazo	8,055.6	10,177.3	10,967.5	36.1%	7.8%
Deuda de Largo Plazo	7,555.4	9,818.4	10,645.4	40.9%	8.4%
Pasivo Total	12,355.0	14,930.7	15,279.4	23.7%	2.3%
Capital Contable	7,527.7	6,726.0	5,705.7	-24.2%	-15.2%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	7,527.7	6,726.0	5,705.7	-24.2%	-15.2%
Pasivo y Capital	19,882.7	21,656.7	20,985.1	5.5%	-3.1%
Deuda Neta	7,864.3	7,671.2	8,298.2	5.5%	8.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	759.0	779.5	814.3		
Flujos generado en la Operación	490.7	183.6	456.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(878.7)	(737.6)	(778.6)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	289.1	1,536.7	(198.3)		
Incremento (disminución) efectivo	660.2	1,762.2	293.9		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AZTECA CPO (Mantener, PO 2015 \$8.00) Costoso arranque en Colombia

Manuel Jiménez Zaldivar
24 de Febrero 2015

Comunicaciones Colombia afecta los márgenes consolidados. Aunque la diversificación de la compañía hacia el sector de telecomunicaciones es positiva, el inicio de las operaciones de Comunicaciones Colombia tendrá un impacto negativo sobre la rentabilidad de la empresa. Adicionalmente, la empresa reportó una caída en las ventas domésticas de publicidad siendo contrario a lo que esperábamos. Consideramos que los resultados son una sorpresa negativa.

Sorprende con caída en las ventas domésticas de publicidad. Azteca reportó ingresos consolidados por un monto de P\$3,801m representando una caída marginal del 0.1% vs 4T13. Desglosando los ingresos consolidados, la compañía reportó: 1) una disminución de 2.5% en las ventas domésticas de publicidad; 2) en Azteca America se registró un incremento anual de 10.4%, principalmente por el efecto de conversión de moneda extranjera; 3) las ventas de contenido aumentaron el 6.3% vs 4T13 y 4) Colombia Comunicaciones registró ingresos por P\$66m contribuyendo con el 1.7% de las ventas consolidadas.

Mayores costos por equipo de Fútbol Atlas y Colombia Comunicaciones. El costo de ventas incluye los costos de programación, producción, transmisión y por servicios de telecomunicaciones. Estos costos aumentaron 21.9% A/A a un monto de P\$2,055m debido principalmente al arranque de las operaciones de Colombia Comunicaciones así como a la consolidación del equipo de fútbol Atlés. De acuerdo con la empresa, una parte importante del incremento en los costos está asociado a las operaciones en Colombia por la renta de torres de transmisión y renta de espacios para nodos así como la operación de la red. Esta red de fibra óptica abarca 788 municipios (80% del territorio colombiano) con una extensión de 2,500kms.

AZTECA – Resultados 4T14 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	3,806	3,801	-0.1%	4,079	-6.8%
Utilidad de Operación	1,274	995	-21.9%	1,466	-32.1%
Ebitda	1,703	1,299	-23.7%	1,772	-26.7%
Utilidad Neta	762	170	-77.6%	566	-69.9%
Márgenes					
Margen Operativo	33.5%	26.2%	-7.3pp	35.9%	-9.7pp
Margen Ebitda	44.7%	34.2%	-10.6pp	43.4%	-9.2pp
UPA	\$0.255	\$0.057	-77.6%	\$0.189	-69.9%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,805.8	3,277.5	3,800.5	-0.1%	16.0%
Costo de Ventas	1,809.4	1,976.4	2,194.9	21.3%	11.1%
Utilidad Bruta	1,996.4	1,301.1	1,605.6	-19.6%	23.4%
Gastos Generales	447.2	442.0	476.4	6.5%	7.8%
Utilidad de Operación	1,274.0	755.2	995.0	-21.9%	31.7%
Margen Operativo	33.5%	23.0%	26.2%	(7.3pp)	3.1pp
Depreciación Operativa	153.6	173.3	170.2	10.8%	-1.8%
EBITDA	1,702.8	1,032.4	1,299.4	-23.7%	25.9%
Margen EBITDA	44.7%	31.5%	34.2%	(10.6pp)	2.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(471.3)	(611.8)	(758.6)	61.0%	24.0%
Intereses Pagados	330.3	253.3	278.8	-15.6%	10.1%
Intereses Ganados	54.4	20.8	25.5	-53.1%	22.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(186.0)	(28.6)	(19.5)	-89.5%	-31.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(9.3)	(350.7)	(485.9)	>500%	38.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	11.7	7.9	6.1	-47.9%	-22.8%
Utilidad antes de Impuestos	814.4	151.3	242.5	-70.2%	60.2%
Provisión para Impuestos	51.2	144.9	69.4	35.7%	-52.1%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	763.2	6.4	173.0	-77.3%	>500%
Participación Minoritaria	1.7	(4.1)	2.7	60.0%	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	761.5	10.6	170.3	-77.6%	>500%
Margen Neto	20.0%	0.3%	4.5%	(15.5pp)	4.2pp
UPA	0.255	0.004	0.057	-77.6%	>500%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	15,165.7	14,801.2	15,473.0	2.0%	4.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,496.4	5,633.9	6,527.2	18.8%	15.9%
Activos No Circulantes	18,907.2	21,683.3	21,878.5	15.7%	0.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,522.8	3,544.4	3,627.4	3.0%	2.3%
Activos Intangibles (Neto)	7,759.7	7,763.3	9,322.7	20.1%	20.1%
Activo Total	34,072.8	36,484.5	37,351.6	9.6%	2.4%
Pasivo Circulante	7,502.1	9,642.5	9,399.8	25.3%	-2.5%
Deuda de Corto Plazo		1,007.5	1,105.6	N.A.	9.7%
Proveedores	107.1	142.7	243.9	127.7%	70.9%
Pasivo a Largo Plazo	14,447.9	14,607.4	15,865.3	9.8%	8.6%
Deuda de Largo Plazo	11,394.2	11,756.5	12,934.0	13.5%	10.0%
Pasivo Total	21,950.0	24,249.8	25,265.1	15.1%	4.2%
Capital Contable	12,122.8	12,234.6	12,086.5	-0.3%	-1.2%
Participación Minoritaria	1.7	(4.1)	2.7	60.0%	N.A.
Capital Contable Mayoritario	12,058.7	12,182.5	12,031.7	-0.2%	-1.2%
Pasivo y Capital	34,072.8	36,484.5	37,351.6	9.6%	2.4%
Deuda Neta	5,897.8	7,130.1	7,512.4	27.4%	5.4%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,641.3	1,068.7	108.8		
Flujos generado en la Operación	(764.2)	(1,688.3)	998.8		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,320.3)	(341.7)	(955.6)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(5,825.3)	691.7	(163.2)		
Incremento (disminución) efectivo	(6,268.6)	(269.6)	(11.2)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

BIMBO A (Mantener PO 2015 P\$48.00)
Reporte débil. Afecta cargo no monetario en EE.UU.

Marisol Huerta Mondragón
 26 de Febrero de 2015

Afectan cargos extraordinarios. Bimbo presentó cifras débiles durante el 4T14 por debajo de las expectativas del mercado. Los ingresos consolidados crecieron 10.8% A/A impulsados por la adquisición de Canada Bread que contribuyó para que los resultados de EE.UU crecieran 21.3% A/A y de Europa (+31.5%). En México los ingresos retrocedieron 2.0%, afectados por la debilidad en el consumo y mayores impuestos. A nivel operativo, se registró un cargo no monetario por P\$1,990m en EE.UU. al reflejar menores tasas de interés en sus planes de pensión, lo que derivó en una caída de 40.4% en la utilidad de operación. Al excluir el cargo no monetario el EBITDA avanzó 6.6%, y una caída en margen de 40pb. Finalmente una tasa impositiva mayor en 5pp, sumado al efecto asociado al cargo no monetario dieron como resultado una pérdida neta mayoritaria de P\$231m. Consideramos que los resultados, tendrán un impacto negativo en el precio de la acción.

Bajamos nuestro PO2015 a P\$48.00, al incorporar un resultado menor a nuestras expectativas. A ese precio el múltiplo FV/EBITDA 2015E se ubica en 14.3x en línea con el promedio de la emisora en el último año, pero con un premio de 7% respecto al promedio del sector de alimentos en México de 13.6x, y que se justifica con base al crecimiento que esperamos tendrá el EBITDA en 2015, derivado principalmente de las adquisiciones en EE.UU. Bajo el último precio de la emisora de P\$42.74, el rendimiento esperado es de 12.3% vs 10% del IPC, con lo que nuestra recomendación se ubica en MANTENER. Incorporamos un menor crecimiento en el PIB de México para 2015, (5.0% a 3.6% anual), y modificamos nuestras expectativa de crecimiento en volumen 4.0% a 3.0%. Seguimos optimistas respecto al desempeño de Bimbo en EE.UU por Canadá Bread, pero preferimos mantenernos con cautela respecto al desempeño operativo y la mejora en rentabilidad de dicho mercado pueda generar en 2015.

BIMBO – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	46,138	51,122	10.8%	52,734	-3.1%
Utilidad de Operación	2,610	1,556	-40.4%	3,139	-50.4%
Ebitda	4,980	5,300	6.4%	5,769	-8.1%
Utilidad Neta	1,309	-231	N.A.	1,455	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	5.7%	1.9%	-3.8pp	6.0%	-4.1pp
Margen Ebitda	10.8%	10.4%	-0.4pp	10.9%	-0.6pp
UPA	\$0.278	-\$0.049	N.A.	\$0.301	NA

Estado de Resultados (Millones)

Año Trimestre	2013 4	2014 3	2014 4	Variación % A/A	Variación % T/T
Ventas Netas	46,138.4	50,153.6	51,122.0	10.8%	1.9%
Costo de Ventas	21,728.2	23,417.5	24,460.2	12.6%	4.5%
Utilidad Bruta	24,410.1	26,736.2	26,661.9	9.2%	-0.3%
Gastos Generales	20,793.4	22,142.1	21,811.3	4.9%	-1.5%
Utilidad de Operación	2,609.6	4,018.1	956.1	-63.4%	-76.2%
Margen Operativo	5.7%	8.0%	3.0%	(2.6pp)	(5.0pp)
Depreciación Operativa	1,442.4	1,554.5	1,629.1	12.9%	4.8%
EBITDA	4,973.5	5,608.9	5,300.4	6.6%	-5.5%
Margen EBITDA	10.8%	11.2%	10.4%	(0.4pp)	(0.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(753.1)	(945.9)	(1,103.9)	46.6%	16.7%
Intereses Pagados	825.9	1,054.6	1,124.7	36.2%	6.7%
Intereses Ganados	58.4	51.4	80.6	38.0%	56.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	9.0	52.1	10.1	12.8%	-80.5%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	5.3	5.1	(70.0)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	29.1	(9.6)	(25.2)	N.A.	162.1%
Utilidad antes de Impuestos	1,885.6	3,062.6	427.0	-77.4%	-86.1%
Provisión para Impuestos	484.3	1,121.9	513.3	6.0%	-54.2%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	1,401.3	1,940.7	(86.3)	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	92.3	24.0	144.3	56.2%	>500%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,309.0	1,916.7	(230.6)	N.A.	N.A.
Margen Neto	2.8%	3.8%	-0.5%	(3.3pp)	(4.3pp)
UPA	0.278	0.408	(0.049)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2013	2014	2014		
Activo Circulante	25,022.0	29,175.8	27,777.9	11.0%	-4.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,440.3	3,601.4	2,571.2	5.4%	-28.6%
Activos No Circulantes	109,138.9	134,852.3	149,341.8	36.8%	10.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	42,405.3	47,686.1	52,472.1	23.7%	10.0%
Activos Intangibles (Neto)	56,798.4	76,270.0	82,513.4	45.3%	8.2%
Activo Total	134,160.9	164,028.1	177,119.7	32.0%	8.0%
Pasivo Circulante	32,744.2	32,021.9	32,284.6	-1.4%	0.8%
Deuda de Corto Plazo	7,904.0	1,484.9	1,789.3	-77.4%	20.5%
Proveedores	10,165.7	10,305.2	12,654.6	24.5%	22.8%
Pasivo a Largo Plazo	53,666.0	81,387.2	92,022.3	71.5%	13.1%
Deuda de Largo Plazo	40,235.9	59,957.4	62,203.8	54.6%	3.7%
Pasivo Total	86,410.3	113,409.2	124,306.9	43.9%	9.6%
Capital Contable	47,750.6	50,619.0	52,812.8	10.6%	4.3%
Participación Minoritaria	92.3	24.0	144.3	56.2%	>500%
Capital Contable Mayoritario	45,193.1	48,988.7	50,710.9	12.2%	3.5%
Pasivo y Capital	134,160.9	164,028.1	177,119.7	32.0%	8.0%
Deuda Neta	37,795.6	56,356.0	59,632.6	57.8%	5.8%

Estado de Flujo de Efectivo

	2013	2014	2014
Flujo del resultado antes de Impuestos	4,832.8	5,634.2	4,762.1
Flujos generado en la Operación	(3,544.4)	(2,621.6)	(20.4)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,011.1)	(2,657.6)	(2,986.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,736.6)	(2,804.9)	(2,731.6)
Incremento (disminución) efectivo	(2,459.3)	(2,449.9)	(976.8)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

CEMEX CPO (Compra, PO 2015 \$19.00)
Resultados mixtos con mayor rentabilidad

José Itzamna Espitia Hernández
 5 de febrero de 2015

Cemex reportó sus resultados al 4T14 con un decremento (en dólares) en Ventas de 0.9%, en Utilidad Operativa de 35.1% y un aumento en Ebitda de 9.2%, ubicándose en US\$3,838m, US\$137m y US\$701m. Se registró una Pérdida Neta Mayoritaria de US\$178m (vs. pérdida de US\$255m en el 4T13). Las Ventas y la Utilidad Operativa fueron por debajo de nuestros estimados, pero el Ebitda se ubicó por arriba. Alzas de volúmenes en la mayoría de las regiones se vieron más que compensadas por la afectación en los precios de los productos en dólares ante las fluctuaciones en las tasas de cambio respecto al dólar. El volumen de cemento total creció 5%, concreto 2% y una variación marginal en agregados. La estrategia de precios que Cemex ha buscado ha tenido éxito en la mayoría de sus regiones, ya que en México se logra una mejora en promedio de 5% respecto al 4T13, en EE.UU. de 9%, en Mediterráneo de 9%, en Sudamérica de 3% y en Asia de 1%.

El Ebitda presentó un aumento de 9% vs. 4T13, colocándose en US\$701m. Con lo anterior el margen Ebitda fue de 18.3%, subiendo 1.7pp vs. 4T13. EE.UU. (región clave en el proceso de mejora continua operativa) continua teniendo un fuerte crecimiento (Ventas +13% y Ebitda +78%) mejorando su rentabilidad (se ubicó en 14.9%), también México mostró resultados positivos (+5% y +3%), Asia (+16% y +37%) y Norte de Europa (-9% y +9%). En contraparte, Mediterráneo tuvo caídas (-2% Ventas, -9% Ebitda) y Sudamérica se vio afectado por fluctuaciones en la tasa de cambio y una menor contribución de los proyectos de soluciones de vivienda en Colombia (-11% y -9%).

Cemex registró una Pérdida Neta Mayoritaria en el 4T14 de US\$178m, en comparación con la pérdida reportada en el 4T13 de US\$255m.

Disminuye la Deuda Neta 3.2% vs. 3T14 y mejoró el indicador de apalancamiento.

CEMEX – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	50,574	53,920	6.6%	56,522	-4.6%
Utilidad de Operación	2,762	1,930	-30.1%	4,353	-55.7%
Ebitda	8,388	9,853	17.5%	9,366	5.2%
Utilidad Neta	-3,336	-2,498	N.A.	-1,798	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	5.5%	3.6%	-1.9pp	7.7%	-4.1pp
Margen Ebitda	16.6%	18.3%	1.7pp	16.6%	1.7pp
UPA	-\$0.292	-\$0.201	N.A.	-\$0.029	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	50,573.5	54,753.7	53,920.2	6.6%	-1.5%
Costo de Ventas	34,302.8	36,213.4	35,481.9	3.4%	-2.0%
Utilidad Bruta	16,270.8	18,540.3	18,438.3	13.3%	-0.5%
Gastos Generales	13,508.3	13,173.6	16,508.6	22.2%	25.3%
Utilidad de Operación	2,762.5	5,366.7	1,929.7	-30.1%	-64.0%
Margen Operativo	5.5%	9.8%	3.6%	(1.9pp)	(6.2pp)
Depreciación Operativa	3,702.3	3,650.3	3,626.1	-2.1%	-0.7%
EBITDA	8,387.5	10,154.4	9,853.1	17.5%	-3.0%
Margen EBITDA	16.6%	18.5%	18.3%	1.7pp	(0.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(4,938.6)	(4,386.8)	(5,432.4)	10.0%	23.8%
Intereses Pagados	4,145.8	3,937.3	3,882.0	-6.4%	-1.4%
Intereses Ganados	63.2	34.2	48.8	-22.8%	42.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(843.0)	(1,766.3)	(3,729.7)	342.4%	111.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(13.0)	1,282.7	2,130.5	N.A.	66.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	128.2	114.7	106.5	-16.9%	-7.2%
Utilidad antes de Impuestos	(2,047.9)	1,094.6	(3,396.2)	65.8%	N.A.
Provisión para Impuestos	1,013.4	1,936.1	(940.2)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuadas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	(3,061.3)	(841.5)	(2,455.9)	-19.8%	191.9%
Participación Minoritaria	274.4	557.5	41.8	-84.8%	-92.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	(3,335.7)	(1,399.0)	(2,497.7)	-25.1%	78.5%
Margen Neto	-6.6%	-2.6%	-4.6%	2.0pp	(2.1pp)
UPA	(0.292)	(0.112)	(0.201)	-31.3%	78.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	69,048.4	71,755.6	70,957.6	2.8%	-1.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	15,176.5	13,480.5	12,589.4	-17.0%	-6.6%
Activos No Circulantes	427,081.4	424,724.1	444,003.3	4.0%	4.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	205,717.0	199,566.5	202,928.3	-1.4%	1.7%
Activos Intangibles (Neto)	174,940.2	178,041.5	193,483.9	10.6%	8.7%
Activo Total	496,129.7	496,479.8	514,960.9	3.8%	3.7%
Pasivo Circulante	59,562.2	66,499.9	80,224.6	34.7%	20.6%
Deuda de Corto Plazo	4,879.2	13,417.0	17,750.7	263.8%	32.3%
Proveedores	22,201.6	21,546.7	24,271.5	9.3%	12.6%
Pasivo a Largo Plazo	288,249.7	277,597.0	286,565.0	-0.6%	3.2%
Deuda de Largo Plazo	216,878.8	207,892.7	215,516.3	-0.6%	3.7%
Pasivo Total	347,811.9	344,096.9	366,789.6	5.5%	6.6%
Capital Contable	148,317.8	152,382.9	148,171.3	-0.1%	-2.8%
Participación Minoritaria	14,938.9	16,015.7	17,068.0	14.3%	6.6%
Capital Contable Mayoritario	133,378.9	136,367.2	131,103.4	-1.7%	-3.9%
Pasivo y Capital	496,129.7	496,479.8	514,960.9	3.8%	3.7%
Deuda Neta	206,581.5	207,829.2	220,677.7	6.8%	6.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	31,127.2	15,685.1	34,970.5
Flujos generado en la Operación	(10,746.6)	(9,586.9)	(6,134.3)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(5,963.2)	(1,190.2)	(7,790.4)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(11,718.6)	(10,521.5)	(23,632.9)
Incremento (disminución) efectivo	2,698.8	(5,613.4)	(2,587.1)

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

CREAL * (Compra, PO 2015 \$42.00)
Cumple con expectativas

Marissa Garza Ostos
 18 de febrero de 2015

Creal cumple con expectativas y muestra sólidos crecimientos. Los resultados del 4T14 fueron positivos, y se situaron en línea con nuestros estimados. La compañía obtuvo una utilidad neta por P\$345 millones (vs. nuestro estimado de P\$338m) representando un incremento del 17.6% A/A. Destaca el ritmo de crecimiento en la cartera de créditos, la cual aumentó 32.4% vs. 4T13 al ubicarse en P\$13,804.9 millones. Esto se vio impulsado por el buen desempeño en prácticamente todos los segmentos de negocio de la compañía, con excepción de la cartera de consumo.

Margen Financiero impulsado por la consolidación de Kondinero. Aunado al sólido aumento en la cartera de créditos, la consolidación de Kondinero desde noviembre de 2014 impulsó el aumento del 32.4% en el Margen Financiero a P\$777 millones, ligeramente mejor a nuestro estimado de P\$740 millones. Es importante recordar que la consolidación de Kondinero ayuda a mejorar la rentabilidad en el segmento de créditos de nómina al reflejarse todos los ingresos por intereses y solo el gasto de distribución.

Guía 2015 positiva. Aumentamos nuestra recomendación a COMPRA. Creal estableció una guía 2015 con crecimientos en utilidad neta de 15-18%, en línea con nuestros estimados. Lo anterior sustenta nuestras favorables perspectivas de crecimiento para la compañía. En 2015 anticipamos una utilidad neta por P\$1,439 millones, representando un aumento del 17.5% A/A. Subimos nuestra recomendación a COMPRA ante el potencial atractivo que brinda nuestro PO 2015 de P\$42.00 del 21% sobre precios actuales, no sin antes recordar el riesgo que implica la baja bursatilidad de la emisora. Con base en nuestro precio objetivo, las acciones de Creal estarían cotizando a un múltiplo P/U 2015E de 11.4x y un P/VL 2015E de 2.5x, en línea con la valuación actual.

CREAL – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	783	995	27.0%	964	3.2%
Margen Financiero	587	777	32.4%	740	4.9%
Utilidad de Operación	343	417	21.3%	405	2.9%
Utilidad Neta	294	345	17.6%	338	2.2%
Márgenes					
ROE	23.1%	23.1%	0.0pp	22.5%	0.6pp
MIN	17.1%	17.4%	0.3pp	17.5%	-0.1pp
CV/CT	1.5%	1.9%	0.4pp	2.4%	-0.5pp
Provisiones/CV	128.2%	161.2%	33.0pp	128.6%	32.6pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	15,100.0	17,647.2	19,915.5	31.9%	12.9%
Disponibilidades e Instr Finan	1,003.2	1,115.9	2,255.2	124.8%	102.1%
Cartera de Crédito Neta	10,423.5	13,409.2	13,804.9	32.4%	3.0%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-203.2	-414.4	-420.1	106.7%	1.4%
Cartera de Crédito Vigente	10,265.0	13,161.1	13,544.3	31.9%	2.9%
Cartera Vencida	158.5	248.1	260.6	64.5%	5.0%
Otras Cuentas por Cobrar	2,390.4	1,907.1	1,156.2	-51.6%	-39.4%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	22.9	34.3	85.5	273.1%	149.2%
Inversiones Permanentes	786.0	792.7	859.0	0.1	8.4%
Impuestos y PTU Diferidos				N.A.	N.A.
Otros Activos	677.2	802.4	2,174.8	221.2%	171.0%
Pasivo Total	10,747.1	12,605.2	14,558.3	35.5%	15.5%
Pasivos Bursátiles	5,871.3	7,699.3	9,132.9	55.6%	18.6%
Préstamos Bancarios	4,080.9	3,853.9	4,261.0	4.4%	10.6%
Otras cuentas por Pagar	341.6	355.6	398.2	16.6%	12.0%
Capital Contable	4,352.9	5,042.0	5,357.2	23.1%	6.3%
Participación Minoritaria		11.0	14.5	N.A.	31.7%
Capital Contable Mayoritario	4,352.9	5,031.1	5,342.7	22.7%	6.2%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	783.5	759.6	995.3	27.0%	31.0%
Gastos Financieros	(196.9)	(218.7)	(218.7)	11.1%	0.0%
Margen Financiero	586.5	540.9	776.6	32.4%	43.6%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	(106.0)	(53.0)	(91.0)	-14.2%	71.6%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	480.6	487.9	685.6	42.7%	40.5%
Comisiones Netas	18.1	26.8	29.7	63.6%	10.8%
Resultado por Intermediación				N.A.	N.A.
Gastos Operativos	(120.9)	(130.2)	(241.5)	99.8%	85.4%
Utilidad de Operación	343.4	336.3	416.7	21.3%	23.9%
Impuestos	87.6	73.3	91.5	4.5%	24.8%
Subsidiarias	37.8	24.2	26.1	-30.9%	7.7%
Participación Minoritaria			(5.9)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	293.6	287.2	345.3	17.6%	20.2%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

CULTIBA B (Mantener, PO 2015 \$20.50)
Reporte negativo 4T14. Aún sin repuntar.

Marisol Huerta Mondragón
 16-Febrero de 2015

Afecta cargo no recurrente a resultados del 4T14. CULTIBA reportó cifras mixtas con crecimiento en ingresos (+2.4%) y en EBITDA (+37.2%), con un retroceso mayor a nuestras expectativas a nivel neto. Los ingresos durante el 4T14 crecieron 2.4% al sumar P\$8,126m. Las ventas registraron una recuperación gradual del volumen de bebidas, segmento que aporta el 90% de los ingresos, así como del mercado de azúcar que creció a ritmo de doble dígito. En bebidas el volumen de refrescos creció 0.2% durante el trimestre, frente a una baja de 0.5% en garrafón. A nivel consolidado el volumen reportó una caída de 0.1%. Las ventas de bebidas crecieron 1.2%, apoyadas por un aumento de 1.3% en precios. A nivel operativo, el EBITDA consolidado creció 37.2% con un margen de 7.8% un avance de 199pb. Lo anterior se atribuye a los beneficios del programa de ahorros aunado a las campañas de mercadotecnia realizadas en las marcas Pepsi, Epura, Jarritos y Jumex Fresh. A nivel neto, reportó una pérdida neta consolidada de P\$1,728m relacionado con el registro no monetario por P\$1,600m y que deriva de ajustar los activos intangibles del negocio de azúcar. Sin ese impacto la pérdida fue de P\$70m.

Estamos ajustando nuestro PO 2015 de P\$23.00 a P\$ 20.50. Ajustándonos a una guía menor a nuestros estimamos por parte de la empresa Nuestro nuevo precio representa un rendimiento de 17.5% respecto al cierre de hoy de P\$17.44. A ese precio, el múltiplo FV/EBITDA 2015E se ubicaría en 10.0x similar al múltiplo 12m pero con un descuento de 14.3% respecto al promedio estimado para el sector en 2015 de 11.6x. Consideramos que el crecimiento en EBITDA estimado para 2015 y mejora en margen EBITDA (+50PB) podrían permitir una revaluación en el múltiplo de la empresa a lo largo del año. No obstante, nos mantenemos con cautela hasta observar una mejor claridad en la recuperación estimada en volumen para este año que sostengan la rentabilidad de la empresa.

CULTIBA – Resultados 3T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	7,932	8,126	2.4%	8,321	-2.3%
Utilidad de Operación	-255	32	N.A.	176	-81.8%
Ebitda	463	638	37.7%	667	-4.4%
Utilidad Neta	-251	-1,728	587.1%	-425	N.A..
Márgenes					
Margen Operativo	-3.2%	0.4%	3.6pp	2.1%	-1.7pp
Margen Ebitda	5.8%	7.9%	2.0pp	8.0%	-0.2pp
UPA	-\$0.350	-\$2.408	na	-\$0.067	-234.1pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	7,932.1	10,010.0	8,125.6	2.4%	-18.8%
Costo de Ventas	4,417.7	6,320.5	4,942.6	11.9%	-21.8%
Utilidad Bruta	3,514.4	3,689.5	3,183.0	-9.4%	-13.7%
Gastos Generales	3,769.0	3,513.8	3,151.0	-16.4%	-10.3%
Utilidad de Operación	(254.6)	175.7	32.0	N.A.	-81.8%
Margen Operativo	-3.2%	1.8%	0.4%	3.6pp	(1.4pp)
Depreciación Operativa	567.3	553.0	575.4	1.4%	4.1%
EBITDA	463.3	728.7	637.9	37.7%	-12.5%
Margen EBITDA	0.1	0.1	0.1	1.8pp	0.6pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(71.5)	(131.3)	(266.9)	273.3%	103.2%
Intereses Pagados	54.7	50.2	46.6	-14.8%	-7.1%
Intereses Ganados	4.6	8.0	4.4	-4.9%	-44.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(2.4)	1.9	(0.5)	-78.9%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(19.0)	(91.0)	(224.2)	>500%	146.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(4.1)	(97.1)	(15.6)	284.6%	-83.9%
Utilidad antes de Impuestos	(188.1)	(26.5)	(1,828.2)	>500%	>500%
Provisión para Impuestos	168.3	35.7	(158.4)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(356.4)	(62.2)	(1,669.8)	368.5%	>500%
Participación Minoritaria	(104.9)	24.0	58.1	N.A.	141.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	(251.5)	(86.2)	(1,727.9)	>500%	>500%
Margen Neto	-3.2%	-0.9%	-21.3%	(18.1pp)	(20.4pp)
UPA	(0.350)	(0.120)	(2.408)	>500%	>500%

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2013	2014	2014	Variación	Variación
				% A/A	% T/T
Activo Circulante	8,104.8	7,487.1	6,731.4	-16.9%	-10.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,083.3	589.4	403.5	-62.8%	-31.5%
Activos No Circulantes	23,779.9	23,099.1	22,016.2	-7.4%	-4.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	14,766.2	14,167.1	14,159.3	-4.1%	-0.1%
Activos Intangibles (Neto)	7,523.6	7,475.7	6,227.7	-17.2%	-16.7%
Activo Total	31,884.7	30,586.2	28,747.6	-9.8%	-6.0%
Pasivo Circulante	7,356.9	7,466.9	7,408.1	0.7%	-0.8%
Deuda de Corto Plazo	3,976.3	2,308.6	2,123.0	-46.6%	-8.0%
Proveedores	2,364.9	2,517.3	2,815.9	19.1%	11.9%
Pasivo a Largo Plazo	5,658.3	4,757.8	4,707.3	-16.8%	-1.1%
Deuda de Largo plazo	3,408.6	2,757.4	2,623.9	-23.0%	-4.8%
Pasivo Total	13,015.2	12,224.7	12,115.4	-6.9%	-0.9%
Capital Contable	18,869.5	18,361.6	16,632.2	-11.9%	-9.4%
Participación Minoritaria	(104.9)	24.0	58.1	N.A.	141.6%
Capital Contable Mayoritario	11,726.1	11,350.6	9,592.4	-18.2%	-15.5%
Pasivo y Capital	31,884.7	30,586.2	28,747.6	-9.8%	-6.0%
Deuda Neta	6,301.7	4,476.6	4,343.4	-31.1%	-3.0%

Estado de Flujo de Efectivo

	2013	2014	2014
Flujo del resultado antes de Impuestos	573.4	751.6	585.0
Flujos generado en la Operación	(2,275.6)	(171.9)	806.7
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(427.7)	(362.9)	(937.7)
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,369.5	(545.9)	(640.0)
Incremento (disminución) efectivo	(760.3)	(329.1)	(185.9)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

FEMSA UBD (Mantener, PO 2015 \$155.00) Reporte débil... ¡Pero con gasolina!

Marisol Huerta Mondragón
26 de Febrero de 2015

Impulsa Heineken resultado neto. FEMSA reportó resultados del 4T14 débiles y por debajo de nuestras expectativas y las del mercado, derivado del impacto negativo de ajustar un tipo de cambio SICAD II en los resultados de KOF en Venezuela. No obstante, la utilidad neta superó las expectativas al crecer 45.4% por una mayor contribución de Heineken (+83.2%) y una menor tasa impositiva (23.2% vs 26.5%). Los ingresos cayeron 0.5%, (vs 8.5% consenso y 9.5%e). El EBITDA retrocedió 1.3% (vs 11.1% consenso y 9.8%e) una caída de 20pb en margen, por mayores costos y gastos en Oxxo.

Oxxo acelerará negocio de gasolina. Femsas informó que aprovechando los cambios en la Reforma Energética estará adquiriendo las franquicias de Pemex en las que ya participaba (+227 gasolineras) y que planea una mayor expansión. Si bien creemos que es un negocio de poco margen. La compañía mencionó que tiene una tasa de retorno atractiva.

Fijamos nuestro PO2015 en P\$155.00. Por el ajuste a la baja que realizamos por un menor crecimiento en EBITDA para KOF (de 9.0% a 6.0%) incorporando un tipo de cambio para Venezuela de P\$50 bolívares por dólar, en línea con lo señalado por la empresa. Este efecto negativo, está siendo compensado por la revaluación que realizamos para Heineken contemplando un nuevo estimado de precios objetivo para la acción, así como un nivel más alto en la paridad cambiaria de peso frente al dólar. Aclaramos que no estamos incorporando para Oxxo el negocio de gasolineras, que comprende 227 estaciones. De acuerdo con los datos proporcionados por Femsas en 2014 las 227 estaciones de Oxxo gas generaron P\$16,178m en ingresos por la venta de gasolina, por lo que este negocio estaría sumando cerca de 12.9% de los ingresos a Oxxo y 5.8% a nivel consolidado. Si bien creemos que es un negocio de poco margen, creemos que la tasa de retorno podría ser atractiva.

FEMSA – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	70,490	70,156	-0.5%	77,171	-9.1%
Utilidad de Operación	9,705	9,782	0.8%	10,601	-7.7%
Ebitda	12,467	12,300	-1.3%	13,694	-10.2%
Utilidad Neta	4,988	7,254	45.4%	5,456	33.0%
Márgenes					
Margen Operativo	13.8%	13.9%	0.2pp	13.7%	0.2pp
Margen Ebitda	17.7%	17.5%	-0.2pp	17.7%	-0.2pp
UPA	\$0.279	\$0.405	45.4%	\$0.30	33.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2013	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	70,489.7	72,390.8	70,156.2	-0.5%	-3.1%
Costo de Ventas	40,142.6	41,737.3	39,739.7	-1.0%	-4.8%
Utilidad Bruta	30,347.1	30,653.6	30,416.4	0.2%	-0.8%
Gastos Generales	20,641.7	22,331.0	20,634.4	0.0%	-7.6%
Utilidad de Operación	9,705.4	8,322.5	9,782.0	0.8%	17.5%
Margen Operativo	13.8%	11.5%	13.9%	0.2pp	2.4pp
Depreciación Operativa	2,761.6	3,089.4	2,518.0	-8.8%	-18.5%
EBITDA	12,467.1	11,411.9	12,300.0	-1.3%	7.8%
Margen EBITDA	17.7%	15.8%	17.5%	(0.2pp)	1.8pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,017.9)	(2,197.2)	(2,101.1)	4.1%	-4.4%
Intereses Pagados	1,792.9	1,787.3	1,624.7	-9.4%	-9.1%
Intereses Ganados	407.8	228.3	170.9	-58.1%	-25.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(197.4)	(282.4)	(94.3)	-52.3%	-66.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(435.3)	(355.7)	(552.9)	27.0%	55.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	1,313.6	1,602.3	2,407.3	83.3%	50.2%
Utilidad antes de Impuestos	8,716.6	7,990.3	10,386.2	19.2%	30.0%
Provisión para Impuestos	1,962.4	1,273.6	1,850.3	-5.7%	45.3%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	6,754.2	6,716.8	8,536.0	26.4%	27.1%
Participación Minoritaria	1,765.7	1,911.2	1,282.2	-27.4%	-32.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	4,988.5	4,805.6	7,253.8	45.4%	50.9%
Margen Neto	7.1%	6.6%	10.3%	3.3pp	3.7pp
UPA	0.279	0.269	0.405	45.4%	50.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	73,568.6	84,006.8	79,111.9	7.5%	-5.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	27,385.3	41,750.7	35,640.5	30.1%	-14.6%
Activos No Circulantes	285,623.9	285,478.4	297,061.1	4.0%	4.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	73,955.0	75,427.3	75,629.3	2.3%	0.3%
Activos Intangibles (Neto)	103,293.4	102,650.2	101,527.1	-1.7%	-1.1%
Activo Total	359,192.5	369,485.2	376,172.9	4.7%	1.8%
Pasivo Circulante	48,868.9	53,809.3	49,319.3	0.9%	-8.3%
Deuda de Corto Plazo	3,826.8	1,880.2	1,553.6	-59.4%	-17.4%
Proveedores	26,632.0	26,715.7	26,467.1	-0.6%	-0.9%
Pasivo a Largo Plazo	87,773.4	88,340.9	96,731.9	10.2%	9.5%
Deuda de Largo Plazo	72,921.9	76,812.9	82,938.2	13.7%	8.0%
Pasivo Total	136,642.3	142,150.1	146,051.2	6.9%	2.7%
Capital Contable	222,550.1	227,335.0	230,121.7	3.4%	1.2%
Participación Minoritaria	1,765.7	1,911.2	1,282.2	-27.4%	-32.9%
Capital Contable Mayoritario	159,392.1	164,984.5	170,472.6	7.0%	3.3%
Pasivo y Capital	359,192.5	369,485.2	376,172.9	4.7%	1.8%
Deuda Neta	49,363.3	36,942.4	41,108.1	-16.7%	11.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	13,649.7	11,856.5	9,290.5		
Flujos generado en la Operación	(6,848.0)	(1,094.6)	(5,727.6)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(27,229.7)	(3,976.8)	(5,649.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(599.9)	(1,152.9)	(3,250.9)		
Incremento (disminución) efectivo	(21,028.0)	5,632.2	(5,337.7)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

FIHO 12 (Compra, PO 2015 \$27.00)
Continúa el crecimiento. Buenos datos operativos

FIHO reportó en el 4T14 cifras en Ingresos Totales, Contribución Hotelera, NOI y Ebitda de P\$447m, P\$154m, P\$148m y P\$115m, respectivamente. La utilidad operativa se ubicó en P\$66m. Hay que mencionar que en términos de rentabilidad hubo incrementos de 1.0pp y 1.2pp en los márgenes de contribución hotelera y Ebitda, ubicándose en 34.4% y 25.7%, respectivamente. Por otro lado, la utilidad neta del trimestre se ubicó en P\$54m y el flujo operativo ajustado (“AFFO”) del 4T14 fue de P\$114m. La posición de efectivo de la compañía fue de P\$2,092m.

Continúa con sólida estrategia de crecimiento en el 3T14. FIHO concretó las adquisiciones de 4 hoteles en operación (569 cuartos) y 5 hoteles en distintas etapas de desarrollo (763 cuartos). En total, se agregaron 9 hoteles con 1,332 cuartos. De esta forma, FIHO cerró el 4T14 con 70 hoteles y 9,539 cuartos (incrementando su portafolio en 16% contra el trimestre anterior), incluyendo 56 hoteles en operación (7,656 cuartos), 13 en desarrollo (1,741 cuartos) y uno en reposicionamiento (142 cuartos).

Aumenta la ocupación y la tarifa efectiva. Para los 43 hoteles estabilizados en operación al 4T14 la tarifa promedio se ubicó en P\$905 (+4.0% vs. 4T13), la ocupación en 66.9% (+3.0%) y la tarifa efectiva en P\$605 (+8.8%). Por otro lado, con base en el portafolio inicial 2014 (40 hoteles), la tarifa promedio se ubicó en P\$897 (+3.2%), la ocupación en 67.4% (+2.7%) y la tarifa efectiva en P\$605 (+7.5%).

Realizará distribución de efectivo de P\$0.225 por CBFi (yield de 1.1%) el 12 de marzo de 2015. El yield acumulado U12m es de alrededor de 3.8%.

FIHO no cuenta con deuda y el índice de cobertura del servicio de la deuda es de 2.9x (el mínimo requerido es de 1.0x).

FIHO – Resultados 4T14
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %
Ventas	319	447	40.2%
NOI	103	148	43.5%
Ebitda	71	115	62.6%
Utilidad Neta	74	54	-27.7%
Márgenes			
Margen NOI	32.3%	33.1%	0.8pp
Margen Ebitda	22.2%	25.7%	3.5pp
Distribución de efectivo	\$0.213	\$0.225	5.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	318.6	395.9	446.6	40.2%	12.8%
Costo de Ventas	201.8	260.7	292.9	45.1%	12.3%
Utilidad Bruta	116.8	135.2	153.7	31.6%	13.7%
Gastos Generales	82.5	94.2	121.1	46.8%	28.6%
NOI	102.9	129.9	147.6	43.5%	13.6%
Margen NOI	32.3%	32.8%	33.1%	0.8pp	0.2pp
Utilidad de Operación	36.9	56.6	66.2	79.7%	16.9%
Margen Operativo	11.6%	14.3%	14.8%	3.3pp	0.5pp
Depreciación Operativa	33.8	40.2	48.7	43.9%	21.0%
EBITDA	70.7	96.8	114.9	62.6%	18.6%
Margen EBITDA	22.2%	24.5%	25.7%	3.5pp	1.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	40.6	22.4	22.8	-43.9%	1.9%
Intereses Pagados	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Intereses Ganados	40.9	22.4	19.2	-53.1%	-14.3%
Utilidad antes de Impuestos	74.9	63.4	55.4	-26.0%	-12.7%
Impuesto causado	0.7	1.6	1.8	147.2%	14.0%
Utilidad Neta Consolidada	74.1	61.8	53.6	-27.7%	-13.3%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	74.1	61.8	53.6	-27.7%	-13.3%
Margen Neto	23.3%	15.6%	12.0%	(11.3pp)	(3.6pp)
FFO	108.0	102.0	102.3	-5.3%	0.2%
AFFO	105.0	98.4	113.8	8.4%	15.7%
Distribución de efectivo	0.213	0.203	0.225	5.4%	11.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,103.3	3,418.5	2,500.6	-51.0%	-26.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,787.8	3,122.3	2,091.7	-56.3%	-33.0%
Activos No Circulantes	4,988.6	6,615.3	7,504.3	50.4%	13.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,734.6	6,028.2	6,725.1	42.0%	11.6%
Propiedades en desarrollo	250.9	580.8	773.6	208.4%	33.2%
Activo Total	10,091.9	10,033.9	10,004.9	-0.9%	-0.3%
Pasivo Circulante	160.6	220.4	237.9	48.1%	7.9%
Deuda de Corto Plazo	0.0	120.3	141.3	N.A.	17.4%
Proveedores	94.6	117.4	137.3	45.2%	16.9%
Pasivo a Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Deuda de Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Pasivo Total	160.6	220.4	237.9	48.1%	7.9%
Capital Contable	9,931.3	9,813.5	9,767.0	-1.7%	-0.5%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	9,931.3	9,813.5	9,767.0	-1.7%	-0.5%
Pasivo y Capital	10,091.9	10,033.9	10,004.9	-0.9%	-0.3%
Deuda Neta	(4,787.8)	(3,002.0)	(1,950.4)	-59.3%	-35.0%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	68.2	79.6	82.7
Flujos generado en la Operación	461.0	27.5	(93.4)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(142.3)	(450.7)	(918.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(101.0)	(114.3)	(101.3)
Incremento (disminución) efectivo	286.0	(457.9)	(1,030.6)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GAP B (Mantener, PO 2015 \$110.00)
Vuela rentabilidad por menores costos

José Itzamna Espitia Hernández
 27 de febrero de 2015

Gap reportó sus resultados al 4T14 con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta de -0.5%, +7.6%, +9.6% y -30.0%, ubicándose en P\$1,334m, P\$668m, P\$926m y P\$627m, respectivamente. En general, los resultados operativos del grupo estuvieron por arriba de nuestros estimados.

En el 3T14, Gap tuvo ligera variación en el tráfico total de pasajeros de +0.1% (vs. 4T13). Dicho tráfico se vio afectado por el huracán Odile que causó el cierre del aeropuerto de Los Cabos del 15 de septiembre al 2 de octubre de 2014. Los ingresos derivados de la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un alza de 2.3%, con un crecimiento en los ingresos aeronáuticos de 2.2% y en los no aeronáuticos de 2.6%. Los ingresos por adiciones a bienes concesionados cayeron 42.9%.

El margen de operación mostró un alza de 3.8pp, colocándose en 50.1%. De manera similar, el margen Ebitda tuvo un fuerte incremento de 6.4pp, ubicándose en 69.4%. Dichos márgenes se vieron beneficiados principalmente por una menor baja en los ingresos totales de 0.5% comparado con la mayor caída en el total de costos y gastos de operación de 7.6%. Comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados confirman un gran aumento en rentabilidad: 52.0% el margen operativo y 72.0% el de Ebitda en el 4T14 vs. 49.4% y 67.3% en el 4T13.

La utilidad neta del periodo tuvo un decremento de 30.0%, debido a que el aumento en los resultados operativos se vio más que compensado por un costo integral de financiamiento de P\$10m (vs. utilidad de P\$9m en 4T13) y principalmente por un monto en los impuestos de P\$31m.

GAP – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	1,341	1,334	-0.5%	1,379	-3.3%
Utilidad de Operación	621	668	7.6%	639	4.5%
Ebitda	845	926	9.6%	863	7.3%
Utilidad Neta	896	627	-30.0%	539	16.4%
Márgenes					
Margen Operativo	46.3%	50.1%	3.8pp	46.3%	3.7pp
Margen Ebitda	63.0%	69.4%	6.4pp	62.5%	6.9pp
UPA	\$1.597	\$1.118	-30.0%	\$0.785	42.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,340.8	1,369.3	1,333.7	-0.5%	-2.6%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	1,340.8	1,369.3	1,333.7	-0.5%	-2.6%
Gastos Generales	720.2	716.5	665.8	-7.6%	-7.1%
Utilidad de Operación	620.6	652.8	667.9	7.6%	2.3%
Margen Operativo	46.3%	47.7%	50.1%	3.8pp	2.4pp
Depreciación Operativa	224.5	222.6	258.1	15.0%	16.0%
EBITDA	845.1	875.4	926.0	9.6%	5.8%
Margen EBITDA	63.0%	63.9%	69.4%	6.4pp	5.5pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	8.9	(7.0)	(9.6)	N.A.	37.3%
Intereses Pagados	27.7	17.3	19.4	-30.0%	11.9%
Intereses Ganados	34.8	9.9	8.7	-75.0%	-12.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	1.8	0.5	1.2	-36.0%	142.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	629.5	645.8	658.3	4.6%	1.9%
Provisión para Impuestos	(266.4)	111.6	30.9	N.A.	-72.3%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	895.9	534.2	627.4	-30.0%	17.4%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	895.9	534.2	627.4	-30.0%	17.4%
Margen Neto	66.8%	39.0%	47.0%	(19.8pp)	8.0pp
UPA	1.597	0.952	1.118	-30.0%	17.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,872.1	1,635.7	2,062.6	-28.2%	26.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,578.6	1,188.6	1,595.5	-38.1%	34.2%
Activos No Circulantes	22,362.5	22,138.9	22,223.6	-0.6%	0.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	873.5	793.6	812.7	-7.0%	2.4%
Activos Intangibles (Neto)	16,693.6	16,561.1	16,481.9	-1.3%	-0.5%
Activo Total	25,234.6	23,774.6	24,286.2	-3.8%	2.2%
Pasivo Circulante	1,212.2	1,249.3	1,582.2	30.5%	26.7%
Deuda de Corto Plazo	637.6	479.6	978.5	53.5%	104.0%
Proveedores	348.2	261.6	353.8	1.6%	35.2%
Pasivo a Largo Plazo	1,809.7	1,866.8	1,418.1	-21.6%	-24.0%
Deuda de Largo Plazo	1,216.9	1,261.3	740.9	-39.1%	-41.3%
Pasivo Total	3,021.9	3,116.1	3,000.3	-0.7%	-3.7%
Capital Contable	22,212.7	20,658.5	21,285.9	-4.2%	3.0%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	22,212.7	20,658.5	21,285.9	-4.2%	3.0%
Pasivo y Capital	25,234.6	23,774.6	24,286.2	-3.8%	2.2%
Deuda Neta	(724.1)	552.3	124.0	N.A.	-77.6%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,343.7	2,832.4	3,772.8
Flujos generado en la Operación	(379.0)	19.1	(312.6)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(681.0)	(474.1)	(633.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,779.3)	(3,357.0)	(3,399.9)
Incremento (disminución) efectivo	504.5	(979.6)	(572.7)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GENERERA * (Mantener, PO 2015 \$33.50)
Utilidad neta ligeramente abajo de lo esperado

Marissa Garza Ostos
 24 de febrero de 2015

GENERERA cierra 2014 con sanos crecimientos. Durante el 4T14, Genera continuó mostrando un sólido crecimiento en la cartera de créditos de 15.7% para ubicarse en P\$23,951 millones, aunque este incremento estuvo ligeramente por debajo de la guía planteada originalmente por la compañía. Lo anterior impulsó el aumento del 16.9% en el Margen Financiero a P\$3,661 millones, en línea con expectativas.

Utilidad neta ligeramente por debajo de lo esperado. A nivel neto las utilidades por P\$675 millones disminuyeron 3.1% A/A afectadas por mayores gastos operativos e impuestos, situándose ligeramente por debajo de nuestros estimados. Nos llama la atención el ligero deterioro observado en el índice de eficiencia que se ubicó en 70.1% por arriba del 65% que se ha planteado como objetivo la compañía.

Atractivo dividendo. Genera pretende proponer a la asamblea de accionistas la distribución de un dividendo en efectivo a razón de P\$0.76 por acción, equivalente a un rendimiento del 2.5% sobre precios actuales y pagadero a partir del 15 de mayo próximo. Este dividendo representaría un monto total equivalente al 40% de la utilidad generada por la compañía en 2014, alineado a su política de distribución de dividendos.

Ajustamos marginalmente nuestro PO2015 a P\$33.50 y bajamos recomendación a MANTENER. Estamos ajustando nuestro modelo de proyecciones al disminuir nuestras expectativas en utilidades para 2015 en concordancia con la guía de la compañía. Ahora nuestros estimados asumen una utilidad neta por P\$3,226 millones, que representaría un modesto incremento anual de 2.0% respecto de la utilidad del 2014 y del 22.4% al excluir el beneficio fiscal extraordinario obtenido en 2014. Con esto, estamos disminuyendo nuestro precio objetivo 2015 desde P\$35.00 a P\$33.50 el cual brinda un potencial de apreciación del 12.2% por lo cual bajamos nuestra recomendación a MANTENER.

GENERERA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	3,345	3,866	15.6%	3,831	0.9%
Margen Financiero	3,133	3,661	16.9%	3,618	1.2%
Utilidad de Operación	852	931	9.2%	1,091	-14.7%
Utilidad Neta	696	675	-3.1%	720	-6.3%
Márgenes					
ROE	25.8%	26.4%	0.6pp	31.6%	-5.2pp
MIN	47.6%	47.5%	-0.1pp	45.6%	1.9pp
CV/CT	3.1%	3.3%	0.2pp	2.6%	0.7pp
Provisiones/CV	190.4%	164.9%	-25.5pp	188.0%	-23.1pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	25,363.0	30,994.4	30,542.7	20.4%	-1.5%
Disponibilidades	2,168.8	5,029.6	3,143.3	44.9%	-37.5%
Cartera de Crédito Neta	19,477.6	22,229.4	22,656.4	16.3%	1.9%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,228.1	-1,155.0	-1,294.4	5.4%	12.1%
Cartera de Crédito Vigente	20,060.7	22,712.1	23,165.7	15.5%	2.0%
Cartera Vencida	645.1	672.4	785.2	21.7%	16.8%
Otras Cuentas por Cobrar	468.5	471.8	586.9	25.3%	24.4%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	976.4	924.0	921.0	-5.7%	-0.3%
Inversiones Permanentes	0.2	0.2	107.1	>500%	>500%
Impuestos y PTU Diferidos	175.5	508.8	1,055.7	>500%	107.5%
Otros Activos	1,732.0	1,797.9	1,852.1	6.9%	3.0%
Pasivo Total	16,419.0	19,685.0	18,484.6	12.6%	-6.1%
Captación Tradicional	9,240.6	11,429.1	10,247.7	10.9%	-10.3%
Préstamos Interbancarios	5,980.9	6,342.6	5,835.5	-2.4%	-8.0%
Otras cuentas por Pagar	1,139.6	1,858.0	2,348.1	106.0%	26.4%
Capital Contable	8,944.0	11,309.4	12,058.1	34.8%	6.6%
Participación Minoritaria	171.5	196.3	241.3	40.7%	22.9%
Capital Contable Mayoritario	8,772.4	11,113.1	11,816.8	34.7%	6.3%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	3,345.2	3,724.4	3,866.1	15.6%	3.8%
Gastos Financieros	212.7	202.4	205.6	-3.3%	1.6%
Margen Financiero	3,132.6	3,521.9	3,660.5	16.9%	3.9%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	486.9	467.9	536.8	10.2%	14.7%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	2,645.6	3,054.0	3,123.7	18.1%	2.3%
Comisiones Netas	50.4	59.9	84.8	68.3%	41.7%
Resultado pr Intermediación	0.1			N.A.	N.A.
Gastos Operativos	1,858.1	1,944.3	2,193.6	18.1%	12.8%
Utilidad de Operación	852.1	1,157.1	930.7	9.2%	-19.6%
Impuestos	156.0	(53.1)	255.9	64.1%	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	696.2	1,210.2	674.8	-3.1%	-44.2%
Participación Minoritaria	(30.5)	8.7	14.3	N.A.	63.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	726.6	1,201.5	660.5	-9.1%	-45.0%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GFINTER O (Compra, PO 2015 \$121.00)
Cumple con expectativas

Marissa Garza Ostos
 28 de enero de 2015

Cumple con expectativas. Los resultados del 4T14 se encuentran alineados a nuestros estimados. La cartera de créditos mostró un sólido desempeño al haberse incrementado en 29.9% en forma anual, situándose en P\$81,757 millones, por arriba de la guía anticipada por la compañía en 2014 que anticipaba crecimientos del 17-21%. Los incrementos estuvieron impulsados por los buenos desempeños en las carteras de los tres negocios del grupo.

Crecimiento en cartera y menor costo de fondeo impulsan Margen Financiero. El Margen Financiero aumenta 28.2% A/A, en línea nuestras expectativas al ubicarse en P\$723 millones. Esto es resultado del crecimiento en cartera y un menor costo de fondeo que se vio reflejado en una disminución del 17.3% en los gastos por intereses.

Utilidad neta en línea con lo esperado. A pesar de que el positivo desempeño en el Margen Financiero se vio opacado por la disminución en el rubro de otros ingresos y gastos, la menor provisión de impuestos respecto del año anterior (una tasa efectiva del 26.6% en el 4T14 vs. 37.5% en el 4T13) ayudó a que la utilidad solo disminuyera 8.1% al ubicarse en P\$408 millones, en línea con nuestro estimado. De forma anual, la utilidad obtenida en 2014 por el grupo ascendió a P\$1,936 millones, reflejando un incremento del 18.2%, en línea con la guía de la compañía.

Guía 2015. GFInter anticipa un crecimiento en la cartera entre 20-25%, un índice de morosidad inferior al 1.0%, un índice de eficiencia menor al 45%, un crecimiento en la utilidad neta entre 17-21% y un ROE entre 17-18%. Estos crecimientos son positivos y se encuentran en línea con nuestras expectativas.

Subimos nuestra recomendación a COMPRA. Mantenemos un PO2015 de P\$121.00, y dado el rendimiento potencial que las acciones de GFInter ofrecen sobre niveles actuales del 20.5%, subimos nuestra recomendación a COMPRA.

GFINTER – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,166	2,103	-2.9%	2,316	-9.2%
Margen Financiero	564	723	28.1%	750	-3.6%
Utilidad de Operación	710	556	-21.6%	546	1.9%
Utilidad Neta	443	408	-7.9%	405	0.7%
Márgenes					
ROE	15.6%	15.9%	0.3pp	15.1%	0.8pp
MIN	0.3%	1.6%	1.3pp	1.5%	0.1pp
CV/CT	0.2%	0.1%	-0.1pp	0.2%	-0.1pp
Provisiones/CV	1391.1%	1194.4%	-196.8pp	1228.8%	-34.4pp

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	173,779.9	145,077.0	156,054.3	-10.2%	7.6%
Disponibilidades e Instr Finan	101,757.3	67,749.9	67,531.7	-33.6%	-0.3%
Cartera de Crédito Neta	61,056.5	65,614.5	80,378.6	31.6%	22.5%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,897.3	-1,510.5	-1,379.8	-27.3%	-8.7%
Cartera de Crédito Vigente	62,817.4	67,002.0	81,642.9	30.0%	21.9%
Cartera Vencida	136.4	122.9	115.5	-15.3%	(739.8pp)
Otras Cuentas por Cobrar	8,808.2	9,416.5	6,147.3	-30.2%	-34.7%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	671.9	312.3	621.7	-7.5%	99.1%
Inversiones Permanentes	48.8	49.2	49.8	0.0	63.0pp
Impuestos y PTU Diferidos	143.8	401.1	339.0	135.7%	-15.5%
Otros Activos	501.9	622.8	586.1	16.8%	-5.9%
Pasivo Total	163,269.0	132,838.1	143,847.0	-11.9%	8.3%
Captación Tradicional	45,763.4	63,116.8	70,160.2	53.3%	11.2%
Préstamos Interbancarios	19,199.7	13,006.0	15,519.1	-19.2%	19.3%
Otras cuentas por Pagar	98,305.9	56,715.3	58,167.8	-40.8%	2.6%
Capital Contable	10,510.9	12,238.9	12,207.2	16.1%	-0.3%
Participación Minoritaria	0.1	0.1	0.1	-2.9%	-8.5%
Capital Contable Mayoritario	10,510.7	12,238.7	12,207.1	16.1%	-0.3%

Estado de Resultados (Millones)					
Ingresos Financieros	2,166.3	1,977.9	2,103.3	-2.9%	6.3%
Gastos Financieros	1,601.9	1,385.8	1,380.2	-13.8%	-0.4%
Margen Financiero	564.4	592.1	723.1	28.1%	22.1%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	446.0	128.8	141.0	-68.4%	9.5%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	118.4	463.3	582.1	391.8%	25.6%
Comisiones Netas	505.8	435.7	637.0	25.9%	46.2%
Resultado por Intermediación	168.8	203.3	58.7	-65.2%	-71.1%
Gastos Operativos	729.4	715.2	681.0	-6.6%	-4.8%
Utilidad de Operación	709.8	588.4	556.5	-21.6%	-5.4%
Impuestos	266.0	79.0	148.7	-44.1%	88.3%
Utilidad Neta Consolidada	442.9	509.9	407.7	-7.9%	-20.0%
Participación Minoritaria	(0.0)	(0.1)	0.1	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	442.9	509.8	407.8	-7.9%	-20.0%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GMEXICO B (Mantener, PO 2015 \$48.30)
Busca detonar el valor en ITM

Marissa Garza Ostos
 5 de febrero de 2015

Los resultados del 4T14 de GMexico fueron débiles, pero ligeramente mejor a nuestros estimados. Los ingresos disminuyeron 0.6% al ubicarse en US\$2,325 millones, mientras que el EBITDA bajó 10.4% para alcanzar US\$936 millones, ligeramente mejor a nuestras expectativas. Lo anterior se explica principalmente por los débiles resultados en la división minera AMC, que se vieron mitigados con los resultados positivos en la división transporte ITM y en Infraestructura.

GMexico decide escindir su negocio ferroviario. La compañía anunció que su subsidiaria ITM (Infraestructura y Transportes México), se escindirá transfiriendo parte de su activo, pasivo y capital social, incluyendo las acciones de Grupo Ferroviario Mexicano (Ferromex) e Infraestructura y Transporte Ferroviario (Ferrosur) a una nueva sociedad. ITM en su carácter de sociedad escidente mantendrá ciertas inversiones en acciones. Adicionalmente, la compañía informó que está analizando la posibilidad de llevar a cabo una oferta pública de suscripción y venta de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores por aproximadamente el 15% de esta nueva compañía que seguirá consolidándose en las operaciones de GMexico. Se espera que esta colocación se esté realizando en la primera mitad de este año.

Estimados 2015. Asumiendo una posición conservadora, hemos incorporado a nuestros estimados en 2015 un precio promedio para el cobre de US\$2.80 por libra. Con base en lo anterior, de acuerdo a nuestro modelo de proyecciones en 2015 estimamos ingresos por US\$9,804 millones y un EBITDA por US\$4,238 millones, que representan crecimientos del 5.1% y 8.5%, respectivamente, sobre los resultados del 2014.

Ajustamos el PO 2015 a P\$48.30. Consideramos positivo la colocación en bolsa del negocio ferroviario que ayudará a disminuir el descuento sobre la suma de partes para GMexico. Reiteramos MANTENER.

GMEXICO – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	2,339	2,325	-0.6%	2,322	0.1%
Utilidad de Operación	765	792	3.5%	658	20.3%
Ebitda	1,044	936	-10.4%	877	6.7%
Utilidad Neta	525	413	-21.2%	376	9.9%
Márgenes					
Margen Operativo	32.7%	34.1%	1.3pp	28.3%	5.7pp
Margen Ebitda	44.6%	40.3%	-4.4pp	37.8%	2.5pp
UPA	\$0.067	\$0.053	-21.2%	\$0.048	9.9%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,338.9	2,458.6	2,324.6	-0.6%	-5.5%
Costo de Ventas	1,323.0	1,375.9	1,222.2	-7.6%	-11.2%
Utilidad Bruta	1,015.8	1,082.8	1,102.4	8.5%	1.8%
Gastos Generales	250.6	310.7	310.7	24.0%	0.0%
Utilidad de Operación	765.3	772.1	791.7	3.5%	2.5%
Margen Operativo	32.7%	31.4%	34.1%	1.3pp	2.7pp
Depreciación Operativa	185.1	210.5	200.1	8.2%	-4.9%
EBITDA	1,044.1	1,021.5	935.9	-10.4%	-8.4%
Margen EBITDA	44.6%	41.5%	40.3%	(4.4pp)	(1.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	89.0	(30.2)	(123.0)	N.A.	307.1%
Intereses Pagados	46.5	51.1	47.5	2.1%	-7.1%
Intereses Ganados	8.9	10.6	6.5	-27.5%	-39.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	126.6	10.2	(82.0)	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.8	7.5	7.4	-4.9%	-1.1%
Utilidad antes de Impuestos	862.0	749.3	676.0	-21.6%	-9.8%
Provisión para Impuestos	241.5	251.3	190.8	-21.0%	-24.0%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	620.5	498.1	485.2	-21.8%	-2.6%
Participación Minoritaria	95.8	93.6	71.9	-24.9%	-23.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	524.7	404.5	413.3	-21.2%	2.2%
Margen Neto	22.4%	16.5%	17.8%	(4.7pp)	1.3pp
UPA	0.067	0.052	0.053	-21.2%	2.2%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,993.6	5,659.3	5,065.6	-15.5%	-10.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,435.9	2,087.2	1,412.6	-42.0%	-32.3%
Activos No Circulantes	14,214.4	15,212.9	15,538.9	9.3%	2.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	11,557.8	12,763.6	13,002.9	12.5%	1.9%
Activos Intangibles (Neto)	705.8	900.6	943.0	33.6%	4.7%
Activo Total	20,208.0	20,872.2	20,604.5	2.0%	-1.3%
Pasivo Circulante	1,608.8	1,846.4	1,776.3	10.4%	-3.8%
Deuda de Corto Plazo	366.1	422.4	381.3	4.1%	-9.7%
Proveedores	525.8	493.7	463.5	-11.8%	-6.1%
Pasivo a Largo Plazo	6,919.8	6,631.8	6,924.0	0.1%	4.4%
Deuda de Largo Plazo	5,414.6	5,453.9	5,531.4	2.2%	1.4%
Pasivo Total	8,528.6	8,478.2	8,700.3	2.0%	2.6%
Capital Contable	11,679.4	12,394.0	11,904.3	1.9%	-4.0%
Participación Minoritaria	2,039.0	2,030.0	1,827.3	-10.4%	-10.0%
Capital Contable Mayoritario	9,640.4	10,363.9	10,077.0	4.5%	-2.8%
Pasivo y Capital	20,208.0	20,872.2	20,604.5	2.0%	-1.3%
Deuda Neta	3,344.7	3,789.2	4,500.1	34.5%	18.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	4,037.8	3,368.3	4,342.6
Flujos generado en la Operación	(1,067.6)	(1,128.7)	(1,837.5)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,641.4)	(1,642.6)	(2,136.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,026.2)	(956.7)	(1,402.4)
Incremento (disminución) efectivo	(697.5)	(359.6)	(1,033.3)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

HERDEZ * (Mantener, PO 2015 \$42.00)
Reporte positivo, crece rentabilidad

Marisol Huerta Mondragón
 27 de Febrero de 2015

Avance fuerte en rentabilidad. Durante el 4T14 Herdez, presentó un crecimiento en ingresos +8.3% A/A (vs +13.8%e) y un avance mejor a nuestros estimados en Ebitda +35.0% A/A (vs 22.7%e) y en utilidad neta de 208.3% (vs +150.4%e). El mercado interno sin Nutrisa, fue positivo donde las categorías como mayonesa, mole, pasta, puré de tomate y atún, mostraron una recuperación respecto al desempeño que habían presentado en los trimestres anteriores. Las exportaciones disminuyeron 8.1% y junto con Nutrisa, que cayó 11.6% A/A en ingresos, fueron las divisiones por debajo de lo esperado. A nivel operativo el margen bruto presento un avance de 700pb, como resultado de menores costos de materia prima y eficiencias por coberturas. El EBITDA creció 35.0% con expansión en margen de 380pb. El avance a nivel operativo y un mejor resultado en asociadas impulsaron la utilidad neta.

Subimos nuestro PO2015 a P\$42.00. Lo anterior una vez que incorporamos los resultados mejor a lo estimado a nivel operativo y ajustamos nuestros estimados en línea con la guía de la empresa. Reiteramos MANTENER A ese precio el múltiplo FV/EBITDA de 13.7x estaría en línea con el promedio del sector. El múltiplo estimado representa un premio de 7% respecto al múltiplo FV/EBITDA 12m de 12.8x y que se justifica con base a nuestra nuestras expectativas de crecimiento que tenemos en EBITDA para 2015 de 15% y una expansión en margen de 30pb. Lo anterior considerando que las coberturas en aceite de soya y trigo contendrán las presiones de los insumos denominados en dólares. Asimismo estamos estimando una paulatina recuperación en el consumo en México.

HERDEZ – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estím.
Ventas	3,780	4,096	8.3%	4,303	-4.8%
Utilidad de Operación	460	721	56.7%	517	39.5%
Ebitda	582	786	35.0%	714	10.1%
Utilidad Neta	73	225	208.3%	183	23.1%
Márgenes					
Margen Operativo	12.2%	17.6%	5.4pp	12.0%	5.6pp
Margen Ebitda	15.4%	19.2%	3.8pp	16.6%	2.6pp
UPA	\$0.169	\$0.529	212.7%	\$0.450	-15.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014e	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,780.3	3,653.4	4,095.7	8.3%	12.1%
Costo de Ventas	2,504.2	2,267.1	2,423.1	-3.2%	6.9%
Utilidad Bruta	1,276.1	1,386.4	1,672.6	31.1%	20.6%
Gastos Generales	839.3	853.4	939.6	12.0%	10.1%
Utilidad de Operación	460.4	517.3	720.7	56.6%	39.3%
Margen Operativo	12.2%	14.2%	17.6%	5.4pp	3.4pp
Depreciación Operativa	121.5	84.6	65.0	-46.5%	-23.2%
EBITDA	581.9	601.9	785.7	35.0%	30.5%
Margen EBITDA	15.4%	16.5%	19.2%	3.8pp	2.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(94.4)	(70.5)	(4.2)	-95.5%	-94.0%
Intereses Pagados	99.8	97.8	98.1	-1.7%	0.3%
Intereses Ganados	13.6	1.5	3.0	-78.2%	93.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(8.3)	25.7	90.9	N.A.	253.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(36.5)	89.3	124.1	N.A.	38.9%
Utilidad antes de Impuestos	329.4	536.1	840.6	155.2%	56.8%
Provisión para Impuestos	153.9	163.7	355.2	130.8%	117.0%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	175.6	372.4	485.4	176.5%	30.3%
Participación Minoritaria	102.4	177.4	260.0	153.8%	46.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	73.1	195.1	225.4	208.3%	15.5%
Margen Neto	1.9%	5.3%	5.5%	3.6pp	0.2pp
UPA	0.169	0.454	0.529	212.7%	16.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,318.0	5,710.8	6,768.8	27.3%	18.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	886.7	1,313.9	2,450.9	176.4%	86.5%
Activos No Circulantes	15,621.0	15,848.0	16,142.0	3.3%	1.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,212.8	4,114.0	4,245.7	0.8%	3.2%
Activos Intangibles (Neto)	6,608.4	6,613.4	6,636.2	0.4%	0.3%
Activo Total	20,939.0	21,558.8	22,910.9	9.4%	6.3%
Pasivo Circulante	1,691.7	2,329.7	2,943.8	74.0%	26.4%
Deuda de Corto Plazo	350.0	800.0	800.0	128.6%	
Proveedores	1,196.3	1,019.8	991.6	-17.1%	-2.8%
Pasivo a Largo Plazo	7,117.4	6,293.3	6,791.2	-4.6%	7.9%
Deuda de Largo Plazo	6,318.6	5,991.9	6,760.4	7.0%	12.8%
Pasivo Total	8,809.0	8,622.9	9,735.0	10.5%	12.9%
Capital Contable	12,130.0	12,935.8	13,175.9	8.6%	1.9%
Participación Minoritaria	102.4	177.4	260.0	153.8%	46.6%
Capital Contable Mayoritario	5,664.7	6,135.1	6,309.0	11.4%	2.8%
Pasivo y Capital	20,939.0	21,558.8	22,910.9	9.4%	6.3%
Deuda Neta	5,431.9	4,678.0	3,867.7	-28.8%	-17.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	498.1	660.7	738.5		
Flujos generado en la Operación	(154.1)	(205.7)	80.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	25.5	(148.6)	(248.1)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(839.1)	(213.6)	548.0		
Incremento (disminución) efectivo	(469.6)	92.9	1,118.9		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

HOTEL * (Compra, PO 2015 \$10.30)
Fuertes crecimientos en el cierre de 2014

José Itzamna Espitia Hernández
 24 de febrero de 2015

En el 4T14, los ingresos totales de HOTEL presentaron un crecimiento a/a de 15.6%, la utilidad de operación de 101.3% y el Ebitda de 41.5%, para ubicarse en P\$188m, P\$32m y P\$59m, respectivamente. Por otro lado, se registró una pérdida neta de P\$46m (vs. utilidad de P\$8m en el 4T13), debido principalmente a una pérdida cambiaria.

HOTEL cerró el 4T14 con un total de 11 hoteles en operación, de los cuales 7 son propios y 4 son hoteles en administración. El número de habitaciones totales en operación al 4T14 fue de 3,507, un incremento de 6.4% vs. 4T13. Contabilizando los hoteles en desarrollo y habitaciones en construcción, los hoteles en operación ascenderán a 14 y las habitaciones en operación a 3,944 (+12.5% vs. 4T14).

Los mayores ingresos en el trimestre se vieron impulsados principalmente por las métricas favorables de los hoteles propios (que son 7): número de habitaciones de 1,813 al 4T14 (+11.8% vs. 4T13), ocupación de 58.9% (+2.5%), ADR de P\$1,188 (+8.1%) y RevPAR de P\$780 (+19.9%). Para el total de hoteles en operación (11) los aumentos son los siguientes: número de habitaciones de 3,206 (+6.5%), ocupación de 62.6% (+5.2%), ADR de P\$1,176 (+6.8%) y RevPAR de P\$736 (+16.6%).

El margen de operación en el 4T14 tuvo un aumento de 7.3 pp. (vs. 4T13), ubicándose en 17.1% y el margen Ebitda tuvo un alza de 5.7pp., colocándose en 31.3%. De dicho incremento, 4.3 pp. provienen de una mejor rentabilidad y el resto se debe a una disminución en gastos no recurrentes dado que en el 4T13 se realizaron gastos relacionados con la adquisición del hotel Krystal Grand Punta Cancún.

HOTEL cerró con una posición de efectivo de P\$534m y una Deuda Neta de P\$527m, por lo que su indicador Deuda Neta/Ebitda es de 2.5x.

ICA – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %
Ventas	163	188	15.6%
Utilidad de Operación	16	32	101.3%
Ebitda	42	59	41.5%
Utilidad Neta	8	-46	N.A.
Márgenes			
Margen Operativo	9.8%	17.1%	7.3pp
Margen Ebitda	25.5%	31.3%	5.7pp
UPA	\$0.042	-\$0.166	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año Trimestre	2013 4	2014 3	2014 4	Variación % A/A	Variación % T/T
Ventas Netas	162.7	175.1	188.1	15.6%	7.4%
Costo de Ventas	50.6	53.0	60.1	18.8%	13.5%
Utilidad Bruta	112.1	122.2	128.0	14.2%	4.8%
Gastos Generales	96.2	89.2	95.9	-0.3%	7.5%
Utilidad de Operación	16.0	33.0	32.2	101.3%	-2.5%
Margen Operativo	9.8%	18.8%	17.1%	7.3pp	(1.7pp)
Depreciación Operativa	19.2	16.3	25.0	29.9%	53.6%
EBITDA	41.6	52.2	58.8	41.5%	12.8%
Margen EBITDA	25.5%	29.8%	31.3%	5.7pp	1.5pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(3.0)	(40.6)	(77.2)	>500%	90.3%
Intereses Pagados	7.9	7.4	7.8	-0.8%	5.2%
Intereses Ganados	0.4	0.1	4.4	>500%	>500%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.8)	(0.3)	(0.5)	-42.0%	46.4%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	5.4	(32.9)	(73.3)	N.A.	122.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.1	(0.3)	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	13.0	(7.4)	(45.3)	N.A.	>500%
Provisión para Impuestos	1.4	(0.7)	0.5	-65.7%	N.A.
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	11.5	(6.7)	(45.8)	N.A.	>500%
Participación Minoritaria	3.6	(4.3)	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	7.9	(2.4)	(45.8)	N.A.	>500%
Margen Neto	4.9%	-1.3%	-24.3%	(29.2pp)	(23.0pp)
UPA	0.042	(0.024)	(0.166)	N.A.	>500%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	211.8	933.1	761.8	259.7%	-18.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	35.0	734.9	535.6	>500%	-27.1%
Activos No Circulantes	2,158.3	2,265.0	2,603.8	20.6%	15.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,051.6	2,089.2	2,373.9	15.7%	13.6%
Activos Intangibles (Neto)	45.9	45.9	45.9	0.0%	0.0%
Activo Total	2,370.2	3,198.1	3,365.6	42.0%	5.2%
Pasivo Circulante	243.2	213.4	357.3	46.9%	67.4%
Deuda de Corto Plazo	78.3	111.2	251.7	221.3%	126.2%
Proveedores	32.5	23.8	24.7	-24.2%	3.6%
Pasivo a Largo Plazo	649.0	796.7	880.7	35.7%	10.5%
Deuda de Largo Plazo	591.6	794.3	849.2	43.5%	6.9%
Pasivo Total	892.2	1,010.1	1,237.9	38.8%	22.6%
Capital Contable	1,478.0	2,188.0	2,127.7	44.0%	-2.8%
Participación Minoritaria	25.9	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	1,452.1	2,188.0	2,127.7	46.5%	-2.8%
Pasivo y Capital	2,370.2	3,198.1	3,365.6	42.0%	5.2%
Deuda Neta	635.0	170.7	565.3	-11.0%	231.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	99.6	143.1	203.9
Flujos generado en la Operación	(82.3)	(44.3)	(111.9)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(742.9)	(205.0)	(551.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	712.6	806.1	960.3
Incremento (disminución) efectivo	(13.0)	699.9	500.6

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ICA * (Mantener, PO 2015 \$17.00)
Reporte neutral. Aumenta la deuda

José Itzamna Espitia Hernández
 27 de febrero de 2015

Ica reportó las siguientes alzas en sus resultados al 4T14: **41.8% en Ingresos**, **25.4% en Utilidad Operativa** y **19.4% en Ebitda Ajustado**, ubicándose en P\$10,962m, P\$1,021m y P\$1,510m, respectivamente. Presentó una Pérdida Neta Mayoritaria de P\$2,082m (vs. utilidad de P\$520m en el 4T13) afectada por la pérdida cambiaria.

Los Ingresos totales de Ica tuvieron un crecimiento de **41.8% vs. 4T13**, debido a los aumentos presentados en todos los segmentos de negocio: +49% en Construcción, +10% en Concesiones y +3% en Aeropuertos.

La Utilidad de Operación tuvo un aumento de **25%** respecto al 4T13, colocándose en P\$1,021m, con lo que el **margen de operación fue de 9.3%** (-1.2pp vs. 4T13). El **Ebitda Ajustado presentó un incremento de 19%** vs. el 4T13, ubicándose en P\$1,510m, y el **margen Ebitda Ajustado tuvo una baja de 2.6pp**, con lo cual se colocó en **13.8%**. El total de costos y gastos como porcentaje de ingresos se incrementó a 91%, comparado con el 89% en el 4T13 y en el 4T13 se registró un ingreso derivado de la venta de un activo relacionado al Corredor Sur en el segmento de Concesiones.

Se registró una fuerte **Pérdida Neta Mayoritaria de P\$2,082m**, debido principalmente a un mayor costo integral de financiamiento de P\$4,102m por una fuerte pérdida cambiaria por P\$2,845m ante la depreciación del tipo de cambio peso/dólar.

El **Backlog de la compañía alcanzó P\$35,535m**, que equivale a 18 meses de ventas al ritmo de ejecución del 2014 y representa un alza de 14.2% vs. 3T14. **Sigue aumentando la deuda total y se ubica en P\$53,779m (+12.7% vs. 3T14)**. El efectivo total al 4T14 fue de P\$7,084m, con lo que la deuda neta se ubicó en P\$46,695m (+15.4% vs. 3T14). Ica espera monetizar activos por un monto mínimo de P\$5,000m en el año. La mayor parte de los recursos se destinará a la reducción de deuda.

ICA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	7,729	10,962	41.8%	8,508	28.8%
Utilidad de Operación	814	1,021	25.4%	1,024	-0.3%
Ebitda	1,265	1,510	19.4%	1,408	7.2%
Utilidad Neta	520	-2,082	N.A.	-20	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	10.5%	9.3%	-1.2pp	12.0%	-2.7pp
Margen Ebitda	16.4%	13.8%	-2.6pp	16.5%	-2.8pp
UPA	\$0.852	-\$3.384	N.A.	-\$0.032	N.A.

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	7,728.7	8,751.5	10,962.4	41.8%	25.3%
Costo de Ventas	5,840.4	6,683.7	8,845.3	51.4%	32.3%
Utilidad Bruta	1,888.2	2,067.8	2,117.1	12.1%	2.4%
Gastos Generales	1,074.1	955.9	1,096.1	2.1%	14.7%
Utilidad de Operación	814.1	1,111.9	1,021.0	25.4%	-8.2%
Margen Operativo	10.5%	12.7%	9.3%	(1.2pp)	(3.4pp)
Depreciación Operativa	308.5	48.0	326.2	5.7%	>500%
EBITDA Ajustado	1,264.7	1,500.9	1,510.2	19.4%	0.6%
Margen EBITDA Ajustado	16.4%	17.2%	13.8%	(2.6pp)	(3.4pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(534.3)	(2,021.4)	(4,101.8)	>500%	102.9%
Intereses Pagados	762.0	1,236.7	854.5	12.1%	-30.9%
Intereses Ganados	1.8	342.0	(318.3)	N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	417.4	(640.8)	(83.6)	N.A.	-86.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(191.5)	(485.9)	(2,845.4)	>500%	485.6%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	272.3	135.1	217.5	-20.1%	61.1%
Utilidad antes de Impuestos	552.2	(774.4)	(2,863.3)	N.A.	269.7%
Provisión para Impuestos	(333.0)	(152.9)	(759.4)	128.0%	396.8%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	1,038.4	(518.6)	(1,825.9)	N.A.	252.1%
Participación Minoritaria	518.6	250.3	255.7	-50.7%	2.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	519.8	(768.9)	(2,081.6)	N.A.	170.7%
Margen Neto	6.7%	-8.8%	-19.0%	(25.7pp)	(10.2pp)
UPA	0.852	(1.250)	(3.384)	N.A.	170.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	42,766.8	48,033.6	47,107.7	10.2%	-1.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,379.8	7,234.5	7,029.3	30.7%	-2.8%
Activos No Circulantes	58,740.4	64,428.4	70,745.2	20.4%	9.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	5,355.6	5,864.4	6,322.3	18.1%	7.8%
Activos Intangibles (Neto)	21,971.7	24,642.4	24,871.8	13.2%	0.9%
Activo Total	101,507.1	112,462.0	117,852.9	16.1%	4.8%
Pasivo Circulante	38,620.3	36,787.9	37,799.9	-2.1%	2.8%
Deuda de Corto Plazo	10,889.4	6,561.6	7,603.8	-30.2%	15.9%
Proveedores	6,439.8	6,769.9	7,442.3	15.6%	9.9%
Pasivo a Largo Plazo	38,755.0	52,704.1	58,238.1	50.3%	10.5%
Deuda de Largo Plazo	29,954.9	43,678.3	49,036.7	63.7%	12.3%
Pasivo Total	77,375.4	89,491.9	96,038.0	24.1%	7.3%
Capital Contable	24,131.8	22,970.1	21,814.9	-9.6%	-5.0%
Participación Minoritaria	5,555.4	5,277.5	5,607.5	0.9%	6.2%
Capital Contable Mayoritario	18,576.4	17,692.4	16,207.4	-12.8%	-8.4%
Pasivo y Capital	101,507.1	112,462.0	117,852.9	16.1%	4.8%
Deuda Neta	33,191.9	40,475.1	46,749.5	40.8%	15.5%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	5,437.8	5,386.5	7,143.4
Flujos generado en la Operación	(5,269.3)	(4,020.8)	(5,237.5)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	2,146.4	(3,806.3)	(6,331.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,152.3)	3,190.6	4,933.2
Incremento (disminución) efectivo	162.6	750.0	508.1

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

KOF L (Mantener, PO 2015 \$145.00)
Reporte negativo, disminuimos a Venezuela

Marisol Huerta Mondragón
 25 de Febrero de 2015

Ajuste cambiario en Venezuela impacta resultados. Coca Cola FEMSA reportó resultados del 4T14 negativos por debajo de nuestras expectativas y las del mercado, al dar a conocer un ajuste en el tipo utilizado en Venezuela. Durante el 4T14 los ingresos sumaron P\$39,567 una baja de 8.5% A/A (vs 7.2% consenso y 9.3% estimados). Los ingresos fueron afectados por el efecto de un tipo de cambio de 50 bolívares por dólar en la operación de Venezuela, desde 12 bolívares. El volumen consolidado aumentó 1.8% (sin consolidaciones retrocedió 0.4%). Por su parte el flujo operativo EBITDA registró una contracción de 5.3% A/A (vs 8.8% consenso y 9.0% de nuestros estimados), el margen EBITDA presentó un avance de 70pb a 20.5%, lo anterior derivado del desempeño en margen bruto que se expandió 70pb. La utilidad neta fue estable por menores impuestos.

Bajamos PO2015 a P\$145.00 Revisamos nuestras proyecciones en tipo de cambio para Venezuela a \$50bolivares por dólar. A pesar de que creemos que la inestabilidad en Latinoamérica ya se encuentra en el precio de la acción, no descaramos que permanezca la incertidumbre a lo largo del año A ese precio nuestro múltiplo FV/EBITDA 2015E de 12.3x, 6% por arriba del múltiplo que cotiza actualmente (11.7x), y que se justifica con base a la expansión que esperamos para el EBITDA en 2015. El múltiplo se encuentra 10% por arriba del promedio que ha presentado en el último año pero en línea con el promedio conocido del sector (12.3x). A ese precio el rendimiento esperado para KOF es de 12.9%, similar al rendimiento que esperamos para el mercado, por lo que de acuerdo con nuestra política de recomendación (+5.0% vc IPC) nuestra recomendación es MANTENER.

KOF – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	43,240	39,567	-8.5%	47,249	-16.3%
Utilidad de Operación	6,609	6,374	-3.6%	6,585	-3.2%
Ebitda	8,554	8,099	-5.3%	9,325	-13.2%
Utilidad Neta	3,075	3,075	0.3%	2,610	17.8%
Márgenes					
Margen Operativo	15.3%	16.1%	0.8pp	13.9%	2.2pp
Margen Ebitda	19.8%	20.5%	0.7pp	19.7%	0.7pp
Margen Neto	7.1%	7.8%	0.7pp	5.5%	2.2pp
UPA	\$1.479	\$1.483	0.3%	\$1.250	18.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	43,240.3	41,781.3	39,567.2	-8.5%	-5.3%
Costo de Ventas	23,322.3	22,196.0	21,059.0	-9.7%	-5.1%
Utilidad Bruta	19,918.1	19,585.2	18,508.2	-7.1%	-5.5%
Gastos Generales	13,308.7	13,759.8	12,134.1	-8.8%	-11.8%
Utilidad de Operación	6,609.4	5,825.4	6,374.2	-3.6%	9.4%
Margen Operativo	15.3%	13.9%	16.1%	0.8pp	2.2pp
Depreciación Operativa	1,944.5	2,182.9	1,724.5	-11.3%	-21.0%
EBITDA	8,553.9	8,008.3	8,098.7	-5.3%	1.1%
Margen EBITDA	19.8%	19.2%	20.5%	0.7pp	1.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,902.2)	(2,046.1)	(2,068.6)	8.8%	1.1%
Intereses Pagados	1,496.6	1,453.9	1,326.6	-11.4%	-8.8%
Intereses Ganados	206.6	85.2	29.6	-85.7%	-65.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(192.2)	(302.2)	(125.5)	-34.7%	-58.5%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(420.0)	(375.2)	(646.1)	53.8%	72.2%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	4,663.3	4,093.9	4,483.2	-3.9%	9.5%
Provisión para Impuestos	1,527.8	581.1	1,238.9	-18.9%	113.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	3,135.4	3,512.8	3,244.4	3.5%	-7.6%
Participación Minoritaria	69.1	169.7	169.6	145.4%	-0.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	3,075	3,066	3,074.8	0.0%	0.3%
Margen Neto	7.1%	8.0%	7.8%	0.7pp	(0.2pp)
UPA	1.479	1.613	1.483	0.3%	-8.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	43,230.6	46,983.4	38,128.4	-11.8%	-18.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	15,306.0	21,596.9	12,957.9	-15.3%	-40.0%
Activos No Circulantes	173,434.3	172,917.0	174,237.5	0.5%	0.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	51,784.9	51,293.8	50,526.7	-2.4%	-1.5%
Activos Intangibles (Neto)	98,974.2	98,219.4	97,023.6	-2.0%	-1.2%
Activo Total	216,664.9	219,900.4	212,365.9	-2.0%	-3.4%
Pasivo Circulante	32,398.2	35,856.6	28,402.8	-12.3%	-20.8%
Deuda de Corto Plazo	3,586.2	1,635.8	1,206.0	-66.4%	-26.3%
Proveedores	16,220.3	16,082.7	14,151.2	-12.8%	-12.0%
Pasivo a Largo Plazo	67,114.1	68,616.8	73,845.5	10.0%	7.6%
Deuda de Largo Plazo	56,875.5	59,914.3	64,821.2	14.0%	8.2%
Pasivo Total	99,512.2	104,473.3	102,248.3	2.7%	-2.1%
Capital Contable	117,152.7	115,427.0	110,117.6	-6.0%	-4.6%
Participación Minoritaria	69.1	169.7	169.6	145.4%	-0.1%
Capital Contable Mayoritario	113,111.2	111,171.4	105,716.7	-6.5%	-4.9%
Pasivo y Capital	216,664.9	219,900.4	212,365.9	-2.0%	-3.4%
Deuda Neta	45,155.7	39,953.3	47,503.8	5.2%	18.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	9,101.7	8,344.9	5,420.1		
Flujos generado en la Operación	(2,894.7)	(1,432.4)	(4,477.3)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(26,248.7)	(2,917.6)	(4,182.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	13,490.7	(996.1)	(4,513.4)		
Incremento (disminución) efectivo	(6,551.0)	2,998.8	(7,753.1)		

Fuente: Banorte-ixe, BMV

LAB B (Mantener, PO 2015 P\$16.35)
Revisamos estimados tras salida de Casa Saba

Marisol Huerta Mondragón
 26 de Febrero de 2014

¡Cifras muy negativas! LAB reportó cifras correspondientes al 4T14 negativas debajo de nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo y a nivel neto. La salida del mercado de uno de sus distribuidores principales (Casa Saba), aunado a la mayor concentración de las ventas en el 4T14 (35%) y la debilidad en el consumo interno derivaron en una caída en los ingresos nacionales de 47.5% y de 22.7% en los consolidados. Como resultado de la caída en ventas Lab reportó un retroceso de 47.5% en Ebitda, una contracción en margen de 11.8pp a 24.7% desde 36.5% y la utilidad neta cayó 39.4%. El ciclo de conversión de efectivo presentó una disminución de 4 días a 134 días.

Guía 2015 y nuevo PO 2015 en P\$16.35. La empresa dio una guía para 2015, estimando un crecimiento de 5.2% en los ingresos consolidados, considerando un retroceso de 9.1% en las ventas de México y un avance de 21% en las ventas internacionales. La empresa estima un margen de 23%-25%. Nuestro escenario es más conservador. El nuevo precio equivale a un rendimiento potencial con respecto al cierre de hoy (P\$13.06) de 25.2%. Si bien el rendimiento se ubica por arriba de nuestro rendimiento estimado para el IPC, consideramos que la incertidumbre respecto a la recuperación en las ventas de la empresa se mantendrá en el corto plazo, hasta que los números de la compañía validen la perspectiva planteada por la compañía. Bajo esta premisa, nuestra recomendación es **MANTENER**. Respecto a nuestros estimados, si bien, estamos tomando en cuenta la guía de la emisora, preferimos ser ligeramente más cautelosos respecto a los márgenes que contempla la compañía en un rango de 23.0%-25% y ubicarnos con un margen de 22.5%, nuestro estimado representa un crecimiento en EBITDA 2015e de 7.4%. Considerando un tiempo mayor para que la empresa logre recuperar el volumen que perdió con la salida de Casa Saba, aunado a que estimamos un escenario de mayor competencia en el sector y un débil crecimiento en el consumo.

LAB – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	3,678	2,843	-22.7%	3,891	-26.9%
Utilidad de Operación	1,322	674	-49.0%	1,323	-48.4%
Ebitda	1,341	703	-47.5%	1,362	-49.1%
Utilidad Neta	842	511	-39.4%	612	-16.6%
Márgenes					
Margen Operativo	36.0%	23.7%	-12.2pp	34.0%	-10.5pp
Margen Ebitda	36.5%	24.7%	-11.7pp	35.0%	-10.2pp
UPA	\$0.803	\$0.487	-39.4%	\$0.580	-16.8%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,677.5	3,359.5	2,843.3	-22.7%	-15.4%
Costo de Ventas	1,093.4	1,045.1	864.5	-20.9%	-17.3%
Utilidad Bruta	2,584.2	2,314.5	1,978.8	-23.4%	-14.5%
Gastos Generales	1,262.3	1,506.4	1,300.5	3.0%	-13.7%
Utilidad de Operación	1,322.2	823.8	674.4	-49.0%	-18.1%
Margen Operativo	36.0%	24.5%	23.7%	(12.2pp)	(0.8pp)
Depreciación Operativa	18.5	26.2	28.8	56.2%	9.9%
EBITDA	1,340.7	850.0	703.3	-47.5%	-17.3%
Margen EBITDA	36.5%	25.3%	24.7%	(11.7pp)	(0.6pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(125.7)	(119.6)	6.5	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	75.6	90.0	89.5	18.3%	-0.6%
Intereses Ganados	6.7	1.9	2.8	-58.3%	48.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(2.7)	(0.8)	(0.2)	-92.5%	-75.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(54.1)	(30.7)	93.4	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1.2)	(1.4)	(9.2)	>500%	>500%
Utilidad antes de Impuestos	1,195.3	702.8	671.7	-43.8%	-4.4%
Provisión para Impuestos	336.9	215.6	170.4	-49.4%	-20.9%
Operaciones Discontinuadas			12.9		
Utilidad Neta Consolidada	858.4	487.2	514.2	-40.1%	5.5%
Participación Minoritaria	16.4	14.6	3.6	-78.1%	-75.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	841.9	472.6	510.6	-39.4%	8.1%
Margen Neto	22.9%	14.1%	18.0%	(4.9pp)	3.9pp
UPA	0.803	0.451	0.487	-39.4%	8.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	9,987.3	10,220.6	9,347.7	-6.4%	-8.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,767.1	1,345.6	1,182.3	-33.1%	-12.1%
Activos No Circulantes	7,365.6	8,374.3	15,683.4	112.9%	87.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	408.4	441.9	457.7	12.1%	3.6%
Activos Intangibles (Neto)	6,243.8	6,573.1	6,665.8	6.8%	1.4%
Activo Total	17,352.9	18,594.9	25,031.1	44.2%	34.6%
Pasivo Circulante	3,154.1	2,664.2	7,595.9	140.8%	185.1%
Deuda de Corto Plazo	805.0	337.5	400.6	-50.2%	18.7%
Proveedores	1,644.1	1,490.3	1,554.7	-5.4%	4.3%
Pasivo a Largo Plazo	5,363.3	6,451.9	7,329.3	36.7%	13.6%
Deuda de Largo Plazo	5,455.9	6,075.3	6,905.9	26.6%	13.7%
Pasivo Total	8,517.4	9,116.1	14,925.2	75.2%	63.7%
Capital Contable	8,835.4	9,478.8	10,105.9	14.4%	6.6%
Participación Minoritaria	16.4	14.6	3.6	-78.1%	-75.4%
Capital Contable Mayoritario	8,713.3	9,290.1	9,895.6	13.6%	6.5%
Pasivo y Capital	17,352.9	18,594.9	25,031.1	44.2%	34.6%
Deuda Neta	3,688.7	4,729.7	5,723.6	55.2%	21.0%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,285.5	818.2	791.3		
Flujos generado en la Operación	(856.6)	(394.7)	(404.6)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,477.8)	(88.8)	(1,303.3)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,098.3	(459.7)	752.9		
Incremento (disminución) efectivo	49.4	(125.0)	(163.7)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

LALA B (Mantener, PO 2015 \$33.50)
Reporte positivo, en línea con nuestros estimados

Marisol Huerta Mondragon
 27 de Febrero de 2014

Tiene reporte positivo. Lala presentó cifras del 4T14 positivas en línea con nuestros estimados y los del mercado. Durante el trimestre los ingresos crecieron 4.4% vs 2.6%e, al ubicarse en P\$11,584m. El crecimiento se atribuyó a alza en precios, en línea con la inflación y en menor medida al crecimiento en volumen. El margen bruto reportó una expansión de 20pb por un mejor desempeño logrado en la mezcla de productos de mayor precio, que compensó el alza en insumos denominados en dólares. Los gastos de operación presentaron una disminución como porcentaje de las ventas, reflejando los beneficios de las inversiones realizadas en productividad y distribución. Derivado de la mejora en costos y gastos de la empresa, el EBITDA se incrementó 5.9% A/A una expansión en margen de 20pb. La utilidad neta se mantuvo sin cambio.

Reiteramos PO2015 de P\$33.50. Este precio fue calculado a través del modelo de Flujos Descontados a Valor Presente DCF (PO 2015e de \$33.39 pesos); y 2) Múltiplos promedio del sector 11.9x (PO \$33.5 pesos). De esta forma, el Precio Objetivo 2015e se ubica en \$33.50 pesos, que representa un rendimiento potencial de 11.7% respecto al precio actual (\$29.98), lo que con base a nuestras políticas da una recomendación de MANTENER. Lala es una historia con vías de crecimiento interesantes en los segmentos de productos lácteos (leches adicionadas con vitaminas, segmentadas por su funcionalidad) y sus derivados como queso, crema, postres, yoghurt, etc. Nuestra expectativa de crecimiento para 2015 luce conservadora, dado el entorno económico, con un avance en ingresos y EBITDA de 5.1% y 11.2% respectivamente, y una posible expansión de 70pb en márgenes. El crecimiento en EBITDA y en rentabilidad deriva de las inversiones realizadas en los últimos 12 meses. Finalmente, no descartamos adquisiciones en negocios relacionados (embutidos) que pueda ampliar su portafolio de negocio.

LALA – Resultados 4T14

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	11,092	11,584	4.4%	11,374	1.8%
Utilidad de Operación	1,129	1,202	6.4%	1,069	12.4%
Ebitda	1,381	1,462	5.8%	1,405	4.1%
Utilidad Neta	712	711	-0.1%	780	-8.8%
Márgenes					
Margen Operativo	10.2%	10.4%	0.2pp	9.4%	1.0pp
Margen Ebitda	12.5%	12.6%	0.2pp	12.4%	0.3pp
UPA	\$0.288	\$0.287	-0.1%	\$0.315	-2.8pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2013	2014e	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	11,091.5	11,328.7	11,584.1	4.4%	2.3%
Costo de Ventas	6,995.3	7,314.9	7,286.5	4.2%	-0.4%
Utilidad Bruta	4,096.2	4,013.8	4,297.6	4.9%	7.1%
Gastos Generales	2,985.4	2,984.1	3,096.2	3.7%	3.8%
Utilidad de Operación	1,129.1	1,114.4	1,201.7	6.4%	7.8%
Margen Operativo	0.1	0.1	0.1	0.2pp	0.5pp
Depreciación Operativa	238.4	251.4	260.5	9.3%	3.6%
EBITDA	1,381.5	1,365.8	1,462.2	5.8%	7.1%
Margen EBITDA	0.1	0.1	0.1	0.2pp	0.6pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	75.7	22.8	(135.1)	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	29.9	2.6	2.5	-91.6%	-2.1%
Intereses Ganados	77.0	62.9	64.9	-15.8%	3.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	20.9	(22.4)	(122.6)	N.A.	448.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	7.8	(15.2)	(74.8)	N.A.	392.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.4	(1.5)	6.0	>500%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,205.2	1,135.7	1,072.6	-11.0%	-5.6%
Provisión para Impuestos	481.4	380.8	350.0	-27.3%	-8.1%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	723.8	754.9	722.6	-0.2%	-4.3%
Participación Minoritaria	11.7	6.7	11.2	-3.9%	68.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	712.1	748.2	711.4	-0.1%	-4.9%
Margen Neto	6.4%	6.6%	6.1%	(0.3pp)	(0.5pp)
UPA	0.288	0.302	0.287	-0.1%	-4.9%

0

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	15,075.7	16,916.0	15,233.5	1.0%	-9.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	8,442.1	8,846.4	7,196.5	-14.8%	-18.7%
Activos No Circulantes	11,257.1	12,956.1	14,692.3	30.5%	13.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	9,933.8	11,208.1	12,361.2	24.4%	10.3%
Activos Intangibles (Neto)	831.8	939.2	1,598.2	92.1%	70.2%
Activo Total	26,332.8	29,872.1	29,925.8	13.6%	0.2%
Pasivo Circulante	4,197.0	5,153.9	4,477.2	6.7%	-13.1%
Deuda de Corto Plazo	646.4	30.6	31.0	-95.2%	1.4%
Proveedores	2,261.4	2,443.5	2,324.1	2.8%	-4.9%
Pasivo a Largo Plazo	1,931.5	2,130.6	2,147.5	11.2%	0.8%
Pasivos por Impuestos Diferidos	529.3	761.0	750.4	41.8%	-1.4%
Pasivo Total	6,128.5	7,284.5	6,624.6	8.1%	-9.1%
Capital Contable	20,204.4	22,587.6	23,301.2	15.3%	3.2%
Participación Minoritaria	11.7	6.7	11.2	-3.9%	68.1%
Capital Contable Mayoritario	19,930.1	22,290.6	23,025.1	15.5%	3.3%
Pasivo y Capital	26,332.8	29,872.1	29,925.8	13.6%	0.2%
Deuda Neta	(7,714.9)	(8,758.1)	(7,115.7)	-7.8%	-18.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,396.4	1,361.0	1,396.2		
Flujos generado en la Operación	(1,789.8)	(727.3)	(1,381.2)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(505.4)	(698.4)	(2,329.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	8,388.9	5.3	(30.1)		
Incremento (disminución) efectivo	7,490.2	(59.5)	(2,344.2)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MAXCOM CPO (Mantener, PO 2015 \$2.35) Largo proceso de reestructura operativa

Manuel Jiménez Zaldivar
24 de Febrero 2015

Ajustes contables en el 4T13 distorsionan la base de comparación. En el 4T14, Maxcom reportó ingresos por un monto de P\$660m +8.6% A/A; al excluir el ajuste contable el crecimiento sería del 2.3%. A nivel del Ebitda, Maxcom reportó un monto de P\$145m y un margen de Ebitda de 22.1%. La rentabilidad muestra una ligera mejora secuencial por menores costos de interconexión con el operador preponderante y gastos técnicos. La fortaleza del dólar provocó una pérdida cambiaria de P\$156m por lo que a nivel neto la empresa reportó una pérdida de P\$149m vs una pérdida de P\$994m del 4T13. La debilidad del peso frente al dólar provocó un aumento anual del 17% en el monto de la deuda con costo mientras que los recursos en caja retrocedieron 26%. La razón de Deuda Neta a Ebitda se deterioró de 0.1x en el 4T13 a 1.4x en el trimestre actual.

Cancelación de líneas residenciales afecta crecimiento de UGI. Maxcom finalizó el 4T14 con una base de 622,840 Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) lo que implica que en el trimestre hubo 5,705 cancelaciones netas representando un crecimiento anual de sólo 0.8%. Continuamos observando presión en el ARPU (ingreso promedio por UGI) del segmento residencial (-8.1% A/A) mientras que en el segmento comercial preferimos una métrica de ingreso por cliente en donde observamos un alza anual del 17.2% derivado de una fácil base de comparación.

Largo proceso de reconfiguración del negocio. La administración ha invertido una parte importante de los recursos de la suscripción de capital en la reconfiguración de las redes y de los procesos administrativos. Al parecer, la compañía estaba en peor estado de lo que pensábamos hace un año. Por lo que hemos platicado con la empresa, este proceso todavía podría extenderse en la primera mitad del año. Una parte importante de la transformación de la compañía es la puesta en marcha del sistema ERP.

MAXCOM – Resultados 4T14 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	608	660	8.6%	666	-1.0%
Utilidad de Operación	-1,230	-8	-99.3%	28	N.A.
Ebitda	28	145	422.1%	145	0.6%
Utilidad Neta	-995	-200	-79.9%	-87	129.4%
Márgenes					
Margen Operativo	-202.5%	-1.2%	201.3pp	4.1%	-5.4pp
Margen Ebitda	4.6%	22.1%	17.5pp	21.7%	0.4pp
UPA	-\$0.951	-\$0.189	-80.1%	-\$0.083	-56.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	607.6	707.2	659.6	8.6%	-6.7%
Costo de Ventas	350.4	373.6	314.1	-10.4%	-15.9%
Utilidad Bruta	257.2	333.6	345.5	34.3%	3.5%
Gastos Generales	375.9	269.2	324.9	-13.6%	20.7%
Utilidad de Operación	(1,230.4)	42.4	(8.2)	-99.3%	N.A.
Margen Operativo	-202.5%	6.0%	-1.2%	201.3pp	(7.2pp)
Depreciación Operativa	146.6	88.7	124.8	-14.9%	40.7%
EBITDA	27.9	153.1	145.4	422.1%	-5.0%
Margen EBITDA	4.6%	21.7%	22.1%	17.5pp	0.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	250.9	(98.6)	(191.9)	N.A.	94.7%
Intereses Pagados	(6.9)	44.8	40.4	N.A.	-9.8%
Intereses Ganados	12.7	3.1	1.7	-86.3%	-43.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros		(7.2)		N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	231.3	(49.7)	(153.3)	N.A.	208.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(979.5)	(56.2)	(200.1)	-79.6%	256.0%
Provisión para Impuestos	15.3			N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(994.8)	(56.2)	(200.1)	-79.9%	256.0%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(994.8)	(56.2)	(200.1)	-79.9%	256.0%
Margen Neto	-163.7%	-7.9%	-30.3%	133.4pp	(22.4pp)
UPA	(0.951)	(0.053)	(0.189)	-80.1%	256.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,743.7	2,477.8	2,384.7	-13.1%	-3.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,953.7	1,632.0	1,443.1	-26.1%	-11.6%
Activos No Circulantes	3,003.3	3,124.7	3,575.6	19.1%	14.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,872.1	2,985.8	3,331.3	16.0%	11.6%
Activos Intangibles (Neto)	111.7	119.3	123.8	10.9%	3.8%
Activo Total	5,747.0	5,602.6	5,960.3	3.7%	6.4%
Pasivo Circulante	439.4	381.1	607.6	38.3%	59.4%
Deuda de Corto Plazo	4.2			N.A.	N.A.
Proveedores	356.4	289.2	577.9	62.1%	99.9%
Pasivo a Largo Plazo	2,151.9	2,112.6	2,362.6	9.8%	11.8%
Deuda de Largo Plazo	1,913.3	2,013.3	2,227.0	16.4%	10.6%
Pasivo Total	2,591.4	2,493.7	2,970.2	14.6%	19.1%
Capital Contable	3,155.6	3,108.9	2,990.1	-5.2%	-3.8%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	3,155.6	3,108.9	2,990.1	-5.2%	-3.8%
Pasivo y Capital	5,747.0	5,602.6	5,960.3	3.7%	6.4%
Deuda Neta	(36.2)	381.2	783.9	N.A.	105.6%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	(123.7)	172.4	198.0		
Flujos generado en la Operación	(0.5)	(136.2)	161.2		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(15.1)	(200.4)	(484.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	2,007.7	1.0	(63.4)		
Incremento (disminución) efectivo	1,868.4	(163.2)	(188.9)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEGA CPO (Compra, PO 2015 \$70.00)
Acertada estrategia de comercialización

Manuel Jiménez Zaldivar
 17 de Febrero 2015

Resultados positivos con un fuerte crecimiento en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI). Megacable reportó un incremento de 14.1% en los ingresos consolidados para alcanzar un monto de P\$3,136m. Este crecimiento en los ingresos se logró mediante la implementación de estrategias comerciales que dieron como resultado un aumento de 21.4% en la base de UGI, representando 272.5 mil adiciones netas. Adicionalmente, en el trimestre la empresa inició la consolidación de PCTV, empresa de contenido para TV por Cable recientemente adquirida. Las estrategias comerciales, la incorporación de PCTV y un crecimiento en la plantilla laboral provocaron una erosión en la rentabilidad por lo que el Ebitda (P\$1,255 +5.1% A/A) resultó marginalmente por debajo de lo estimado.

Aumento en suscriptores da un impulso a los ingresos. La expansión y la digitalización de la red de Megacable han permitido ampliar la oferta de servicios de valor agregado en las diferentes ciudades donde opera. Aunado a esto, la estrategia de comercialización ha sido efectiva logrando generar un mayor crecimiento en los suscriptores de los diferentes servicios. En el trimestre, la empresa registró caídas desde 2.4% hasta 4.2% en el ingreso por suscriptor (ARPU) de video, internet y telefonía siendo un efecto del empaquetamiento de servicios. PCTV representó el 3.5% de los ingresos consolidados.

Utilidad neta afectada por pérdida cambiaria y una mayor tasa de impuestos. Megacable reportó una utilidad neta de P\$540m (-8.8% vs nuestro estimado) debido al registro de una pérdida cambiaria de P\$69m y un incremento de 13.7% en la provisión para impuestos (tasa de 27.5% vs 20.5% en 4T13). La empresa continua mostrando una sólida estructura financiera, la razón de deuda neta a Ebitda se ubicó en -0.2x mientras que la razón de deuda a capital contable es de 0.17x.

MEGA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	2,748	3,136	14.1%	3,082	1.7%
Utilidad de Operación	819	771	-5.9%	853	-9.6%
Ebitda	1,194	1,255	5.1%	1,295	-3.1%
Utilidad Neta	579	540	-6.7%	593	-8.8%
Márgenes					
Margen Operativo	29.8%	24.6%	-5.2pp	27.7%	-3.1pp
Margen Ebitda	43.5%	40.0%	-3.4pp	42.0%	-2.0pp
UPA	\$0.674	\$0.629	-6.7%	\$0.690	-8.8%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,747.9	2,880.5	3,136.3	14.1%	8.9%
Costo de Ventas	807.5	847.2	928.1	14.9%	9.5%
Utilidad Bruta	1,940.3	2,033.2	2,208.2	13.8%	8.6%
Gastos Generales	1,148.0	1,254.6	1,409.2	22.8%	12.3%
Utilidad de Operación	818.8	786.5	770.7	-5.9%	-2.0%
Margen Operativo	29.8%	27.3%	24.6%	(5.2pp)	(2.7pp)
Depreciación Operativa	401.8	424.6	455.8	13.4%	7.4%
EBITDA	1,194.2	1,203.2	1,254.9	5.1%	4.3%
Margen EBITDA	43.5%	41.8%	40.0%	(3.4pp)	(1.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	27.8	1.9	(57.2)	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	6.5			N.A.	N.A.
Intereses Ganados		9.1	12.6	N.A.	38.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	34.3	(7.2)	(69.8)	N.A.	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(3.6)	(0.8)		N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	843.0	787.6	713.5	-15.4%	-9.4%
Provisión para Impuestos	172.6	186.7	196.2	13.7%	5.1%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	670.4	600.9	517.3	-22.8%	-13.9%
Participación Minoritaria	91.5	23.1	(23.1)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	578.9	577.8	540.4	-6.7%	-6.5%
Margen Neto	21.1%	20.1%	17.2%	(3.8pp)	(2.8pp)
UPA	0.674	0.672	0.629	-6.7%	-6.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	4,624.7	6,151.2	6,241.1	35.0%	1.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,620.9	3,942.4	3,998.0	52.5%	1.4%
Activos No Circulantes	17,190.9	18,515.3	19,004.2	10.5%	2.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,393.7	13,706.0	14,321.4	15.6%	4.5%
Activos Intangibles (Neto)	4,573.0	4,481.2	4,456.3	-2.6%	-0.6%
Activo Total	21,815.6	24,666.5	25,245.4	15.7%	2.3%
Pasivo Circulante	2,286.8	2,160.6	2,284.8	-0.1%	5.7%
Deuda de Corto Plazo	117.8	146.9	756.1	>500%	414.6%
Proveedores	1,889.4	1,903.5	1,379.1	-27.0%	-27.6%
Pasivo a Largo Plazo	3,844.1	5,162.7	5,115.9	33.1%	-0.9%
Deuda de Largo Plazo	2,175.5	2,240.1	2,229.2	2.5%	-0.5%
Pasivo Total	6,130.9	7,323.3	7,400.6	20.7%	1.1%
Capital Contable	15,684.8	17,343.2	17,844.8	13.8%	2.9%
Participación Minoritaria	91.5	23.1	(23.1)	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	15,142.5	16,647.4	17,174.6	13.4%	3.2%
Pasivo y Capital	21,815.6	24,666.5	25,245.4	15.7%	2.3%
Deuda Neta	(327.6)	(1,555.4)	(1,012.7)	209.1%	-34.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,115.2	1,215.0	1,248.2		
Flujos generado en la Operación	(545.1)	(803.5)	(109.4)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(503.7)	(588.1)	(1,010.1)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,218.8)	(4.9)	(61.3)		
Incremento (disminución) efectivo	(1,152.4)	(181.4)	67.5		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEXCHEM * (Compra, PO 2015 \$53.00)
Resultados ligeramente abajo de lo esperado

Marissa Garza Ostos
 25 de febrero de 2015

Resultados Débiles. Mexchem registró ventas por US\$1,371 millones mostrando un incremento anual del 7.0%, en línea con nuestras expectativas. Esto se explica principalmente por la consolidación de Dura-Line en Soluciones Integrales, y la recuperación en la cadena de Flúor, gracias a los mayores precios de la fluorita y del ácido fluorhídrico con la entrada en vigor de nuevos contratos, y un beneficio por el alza en los precios y volúmenes de los gases refrigerantes. Lo anterior se vio mitigado con las menores ventas en Cloro-Vinilo, ante la volatilidad en los precios de las materias primas y la extensión en el paro por mantenimiento en la planta de PMV (alianza con Pemex) lo que limitó la producción y venta de VCM, etileno y sosa cáustica. A pesar del crecimiento en ventas, el EBITDA cayó 14.0% A/A al ubicarse en US\$157 millones, ligeramente por debajo de lo esperado, afectado por el débil desempeño en Cloro-Vinilo, y menores márgenes en Europa en Soluciones Integrales. Esto no pudo ser compensado con los buenos resultados en Flúor apoyados no sólo por un beneficio extraordinario relacionado con un arreglo legal, sino también por mejores volúmenes y precios.

Estimados 2015. Tras conocer los resultados del trimestre, estamos asumiendo una visión más conservador en nuestros estimados, ante las dificultades que la compañía aún puede enfrentar por un entorno complicado. No obstante es positivo observar que la estrategia sigue enfocada en el fortalecimiento de la integración vertical y una reconfiguración hacia productos con mayores márgenes. Nuestro modelo asume crecimientos consolidados anuales en 2015 de 8.8% en ingresos y 13.2% en EBITDA, para ubicarse en US\$6,072 millones y US\$926 millones, respectivamente.

Bajamos nuestro precio objetivo para 2015 a P\$53.00. Este precio representa un rendimiento potencial del 18.2% sobre precios actuales, por lo cual nuestra recomendación es de COMPRA.

MEXCHEM – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estím.
Ventas	1,281	1,371	7.0%	1,403	-2.3%
Utilidad de Operación	73	44	-39.8%	66	-33.6%
Ebitda	182	157	-14.0%	168	-6.6%
Utilidad Neta	-9	-37	316.0%	6	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	5.7%	3.2%	-2.5pp	4.7%	-1.5pp
Margen Ebitda	14.2%	11.4%	-2.8pp	12.0%	-0.5pp
UPA	-\$0.004	-\$0.018	316.0%	\$0.003	-718.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,281.1	1,429.2	1,371.0	7.0%	-4.1%
Costo de Ventas	946.3	1,077.0	1,078.6	14.0%	0.1%
Utilidad Bruta	334.8	352.2	292.3	-12.7%	-17.0%
Gastos Generales	262.1	252.2	248.5	-5.2%	-1.5%
Utilidad de Operación	72.8	100.0	43.8	-39.8%	-56.2%
Margen Operativo	5.7%	7.0%	3.2%	(2.5pp)	(3.8pp)
Depreciación Operativa	109.6	107.1	113.0	3.1%	5.6%
EBITDA	182.4	207.0	156.8	-14.0%	-24.2%
Margen EBITDA	14.2%	14.5%	11.4%	(2.8pp)	(3.0pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(77.3)	(51.0)	(104.6)	35.4%	105.2%
Intereses Pagados	45.9	49.2	60.1	31.1%	22.1%
Intereses Ganados	11.6	7.3	7.7	-33.8%	5.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(4.1)	(3.4)	2.3	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(38.9)	(5.6)	(54.5)	40.1%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(2.1)	1.0	(0.5)	-78.0%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(6.7)	50.0	(61.3)	>500%	N.A.
Provisión para Impuestos	18.1	2.7	(14.6)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas	15.8	0.4	9.6	-39.6%	>500%
Utilidad Neta Consolidada	(8.9)	47.6	(37.1)	316.0%	N.A.
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(8.9)	47.6	(37.1)	316.0%	N.A.
Margen Neto	-0.7%	3.3%	-2.7%	(2.0pp)	(6.0pp)
UPA	(0.004)	0.023	(0.018)	316.0%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,053.0	3,138.2	2,583.5	-15.4%	-17.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,232.6	896.7	619.5	-49.7%	-30.9%
Activos No Circulantes	5,128.8	5,820.2	6,142.8	19.8%	5.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,152.7	3,435.3	3,730.0	18.3%	8.6%
Activos Intangibles (Neto)	1,744.7	2,174.9	2,100.2	20.4%	-3.4%
Activo Total	8,181.8	8,958.3	8,726.2	6.7%	-2.6%
Pasivo Circulante	1,514.9	1,812.7	1,816.4	19.9%	0.2%
Deuda de Corto Plazo	62.1	59.2	61.7	-0.6%	4.4%
Proveedores	953.1	1,226.9	1,130.3	18.6%	-7.9%
Pasivo a Largo Plazo	3,075.8	3,336.4	3,420.1	11.2%	2.5%
Deuda de Largo Plazo	2,103.1	2,455.4	2,366.5	12.5%	-3.6%
Pasivo Total	4,590.7	5,149.0	5,236.5	14.1%	1.7%
Capital Contable	3,591.1	3,809.3	3,489.7	-2.8%	-8.4%
Participación Minoritaria	292.5	411.5	443.7	51.7%	7.8%
Capital Contable Mayoritario	3,298.6	3,397.8	3,046.0	-7.7%	-10.4%
Pasivo y Capital	8,181.8	8,958.3	8,726.2	6.7%	-2.6%
Deuda Neta	932.6	1,617.9	1,808.7	93.9%	11.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	864.7	620.9	676.5		
Flujos generado en la Operación	(53.8)	(149.4)	137.4		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(396.6)	(930.6)	(1,336.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(576.9)	123.2	(90.2)		
Incremento (disminución) efectivo	(162.6)	(335.9)	(613.0)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

PINFRA * (Compra, PO 2015 \$216.00)
Reporte en línea aunque con menor rentabilidad

José Itzamna Espitia Hernández
 24 de febrero de 2015

Pinfra reportó los siguientes crecimientos en sus resultados del 4T14: Ingresos +22.5% a P\$2,060m; Utilidad Operativa +6.0% a P\$1,062m; Ebitda +5.8% a P\$1,140m y Utilidad Neta Mayoritaria +0.5% a P\$840m. En general, los resultados operativos del 4T14 de la compañía estuvieron en línea con lo esperado, pero hay que señalar que con una más baja rentabilidad.

Pinfra presentó un avance en sus ingresos consolidados de 22.5% derivado del alza de 1.9% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (contribución de 70.3% en el total de ingresos U12m), un aumento de 20.2% en los ingresos de Plantas (peso de 7.1%) y un fuerte crecimiento de 99.7% en el segmento de Construcción (peso de 22.6%).

La Utilidad de Operación se incrementó en 6.0% vs. el 4T13, colocándose en P\$1,062m, con una disminución en el margen de operación de 8.1pp, ubicándose en 51.6%. Por otro lado, **el Ebitda generado por la compañía tuvo un crecimiento de 5.8% A/A**, ubicándose en P\$1,140m, con una baja en el margen de 8.8pp, con lo cual finalizó en 55.3%. Lo anterior se debió al crecimiento en los ingresos (+22.5%), que fue menor al incremento en el costo de ventas de la compañía de 38.5%. Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Concesiones +1.1%, Plantas -5.8% y Construcción +66.0%.

La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$841m, siendo 0.5% mayor en comparación con el 4T13. Lo anterior se debió a los crecimientos en los resultados operativos y un menor costo integral de financiamiento (-68.7% vs. 4T13) por la reestructura de la deuda de la México-Toluca, que fueron compensados por un monto en los impuestos a la utilidad de P\$147m, comparados con el beneficio de P\$94m que se registró en el 4T13 por la activación de pérdidas fiscales favorables.

PINFRA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	1,681	2,060	22.5%	1,936	6.4%
Utilidad de Operación	1,002	1,062	6.0%	1,105	-3.9%
Ebitda	1,077	1,140	5.8%	1,175	-3.0%
Utilidad Neta	837	841	0.5%	743	13.1%
Márgenes					
Margen Operativo	59.6%	51.6%	-8.1pp	57.1%	-5.5pp
Margen Ebitda	64.1%	55.3%	-8.8pp	60.7%	-5.3pp
UPA	\$2.203	\$2.211	0.4%	\$1.956	13.1%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,681.1	1,771.6	2,059.8	22.5%	16.3%
Costo de Ventas	742.0	844.5	1,027.7	38.5%	21.7%
Utilidad Bruta	939.1	927.1	1,032.1	9.9%	11.3%
Gastos Generales	(63.1)	(38.7)	(29.9)	-52.7%	-22.8%
Utilidad de Operación	1,002.2	965.8	1,062.0	6.0%	10.0%
Margen Operativo	59.6%	54.5%	51.6%	(8.1pp)	(3.0pp)
Depreciación Operativa	75.3	55.8	77.9	3.5%	39.7%
EBITDA	1,077.5	1,021.5	1,139.9	5.8%	11.6%
Margen EBITDA	64.1%	57.7%	55.3%	(8.8pp)	(2.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	302.2	765.8	94.6	-68.7%	-87.6%
Intereses Pagados	163.9	143.3	125.4	-23.5%	-12.5%
Intereses Ganados	39.2	100.5	67.0	70.9%	-33.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(15.0)	(680.0)	(34.3)	128.9%	-95.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(162.5)	(43.0)	(2.0)	-98.8%	-95.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	42.3	16.6	20.2	-52.1%	21.7%
Utilidad antes de Impuestos	742.3	216.6	987.6	33.0%	355.9%
Provisión para Impuestos	(96.4)	(49.7)	146.5	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas	(1.2)	(0.3)	(0.4)		
Utilidad Neta Consolidada	837.5	265.9	840.7	0.4%	216.1%
Participación Minoritaria	0.1	0.3	0.1	-25.9%	-73.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	837.4	265.6	840.6	0.4%	216.5%
Margen Neto	49.8%	15.0%	40.8%	(9.0pp)	25.8pp
UPA	2.203	0.699	2.211	0.4%	216.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,807.9	10,581.7	10,307.8	170.7%	-2.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,083.9	9,741.3	9,385.0	204.3%	-3.7%
Activos No Circulantes	14,910.4	15,634.2	16,704.6	12.0%	6.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	577.3	672.1	675.3	17.0%	0.5%
Activos Intangibles (Neto)	11,335.2	12,195.5	12,705.7	12.1%	4.2%
Activo Total	18,718.3	26,215.9	27,012.3	44.3%	3.0%
Pasivo Circulante	1,655.7	1,319.4	1,497.5	-9.6%	13.5%
Deuda de Corto Plazo	994.4	599.4	618.2	-37.8%	3.1%
Proveedores	70.7	80.3	95.7	35.4%	19.2%
Pasivo a Largo Plazo	8,321.9	7,080.2	6,708.7	-19.4%	-5.2%
Deuda de Largo Plazo	8,121.9	6,801.3	6,523.3	-19.7%	-4.1%
Pasivo Total	9,977.6	8,399.6	8,206.2	-17.8%	-2.3%
Capital Contable	8,740.8	17,816.3	18,806.2	115.2%	5.6%
Participación Minoritaria	3.4	4.1	4.2	20.7%	2.0%
Capital Contable Mayoritario	8,737.3	17,812.3	18,802.0	115.2%	5.6%
Pasivo y Capital	18,718.3	26,215.9	27,012.3	44.3%	3.0%
Deuda Neta	6,032.5	(2,340.6)	(2,243.4)	N.A.	-4.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,424.5	1,896.5	3,086.5		
Flujos generado en la Operación	591.5	138.8	104.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,579.0)	(7,281.2)	(8,008.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,391.8)	5,284.2	5,053.3		
Incremento (disminución) efectivo	45.2	38.3	236.5		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SORIANA B (En revisión)
Con señales de recuperación, a esperar Comerc

Marisol Huerta Mondragón
 25 de Febrero 2015

Reporte al 4T14 mixto, sorprende ganancia a nivel neto y cero deuda. Soriana reportó resultados mixtos, con caída a nivel operativo y un fuerte crecimiento a nivel neto. Los ingresos del trimestre se mantuvieron sin cambio al sumar P\$28,731m, afectado por el retroceso de -1.6% en VMT (-5.0%e). Cabe señalar que fue la menor caída en un trimestre de 2014. Lo anterior se atribuye a una extensa campaña de reducción de precios y una recuperación de mercado. El margen bruto presentó una expansión de 100pb, como resultado de una mejoría en la gestión promocional y de rebajas que realizó en dicho periodo. Esta mejora fue contrarrestada con mayores gastos, mismos que crecieron 8.9% en relación al mismo trimestre del año anterior, derivado de un mayor costo de personal ante la expansión de unidades en los últimos 12 meses, así como una mayor actividad promocional para incentivar el flujo a sus unidades. Derivado de los mayores gastos el flujo operativo EBITDA durante el trimestre se ubicó en P\$2,144m reportando una baja de 1.5%, un margen EBITDA de 7.5% con una contracción de 10pb. La utilidad neta creció 129.4% A/A, por una menor carga impositiva que compensó el costo financiero relacionado con tipo de cambio. Soriana finalizó 2014 con cero deuda.

Reiteramos nuestra recomendación de MANTENER. Consideramos que la intensa actividad promocional que ha iniciado Soriana para recuperar tráfico y mercado están dando buenos resultados en ventas. Lo que sumado a bases bajas de comparación y un entorno de recuperación en el consumo para 2015 estarían impulsando los ingresos para la empresa. No obstante, tenemos pendiente los detalles finales sobre la compra de los activos de Comercial Mexicana, principalmente lo relacionado a la estructura final de deuda de la compañía y los detalles sobre la emisión de capital que estará realizando en la primera mitad de 2015 con ello estaremos introduciendo nuestro nuevo PO2015.

SORIANA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T014	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	28,702	28,731	0.1%	28,241	1.7%
Utilidad de Operación	1,679	1,619	-3.6%	1,525	6.2%
Ebitda	2,177	2,144	-1.5%	2,005	7.0%
Utilidad Neta	565	1,297	129.4%	528	145.6%
Márgenes					
Margen Operativo	5.9%	5.6%	-0.2pp	5.4%	0.2pp
Margen Ebitda	7.6%	7.5%	-0.1pp	7.1%	0.4pp
UPA	\$0.314	\$0.720	129.4%	\$0.590	13.0pp

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2013	2013	2014e	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	28,701.6	24,381.2	28,730.6	0.1%	17.8%
Costo de Ventas	22,665.6	18,950.8	22,410.3	-1.1%	18.3%
Utilidad Bruta	6,036.0	5,430.4	6,320.3	4.7%	16.4%
Gastos Generales	4,356.8	4,464.4	4,728.1	8.5%	5.9%
Utilidad de Operación	1,679.2	948.2	1,619.5	-3.6%	70.8%
Margen Operativo	5.9%	3.9%	5.6%	(0.2pp)	1.7pp
Depreciación Operativa	498.3	518.4	524.9	5.3%	1.3%
EBITDA	2,177.4	1,466.6	2,144.4	-1.5%	46.2%
Margen EBITDA	7.6%	6.0%	7.5%	(0.1pp)	1.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(43.5)	(85.8)	(291.8)	>500%	240.0%
Intereses Pagados	41.9	73.5	19.8	-52.9%	-73.1%
Intereses Ganados	43.9	32.5	35.0	-20.3%	7.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(53.0)		(54.2)	2.3%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	7.6	(44.8)	(252.9)	N.A.	464.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	16.9	18.2	24.4	44.1%	34.5%
Utilidad antes de Impuestos	1,652.6	880.5	1,352.1	-18.2%	53.5%
Provisión para Impuestos	1,087.2	62.6	55.2	-94.9%	-11.8%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	565.4	817.9	1,296.8	129.4%	58.6%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	565.4	817.9	1,296.8	129.4%	58.6%
Margen Neto	2.0%	3.4%	4.5%	2.5pp	1.2pp
UPA	0.314	0.454	0.720	129.4%	58.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	23,708.7	23,394.3	24,578.6	3.7%	5.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,666.0	1,179.0	2,672.8	60.4%	126.7%
Activos No Circulantes	55,243.7	55,256.7	56,141.3	1.6%	1.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	43,768.9	43,349.0	44,648.4	2.0%	3.0%
Activos Intangibles (Neto)	10,567.8	11,014.7	10,543.7	-0.2%	-4.3%
Activo Total	78,952.4	78,651.0	80,719.8	2.2%	2.6%
Pasivo Circulante	23,564.2	21,300.7	22,292.4	-5.4%	4.7%
Deuda de Corto Plazo	1,948.4	3,499.6		N.A.	N.A.
Proveedores	18,907.6	15,709.4	19,807.3	4.8%	26.1%
Pasivo a Largo Plazo	11,988.4	12,243.5	12,026.9	0.3%	-1.8%
Deuda de Largo Plazo	1,948.4	3,499.6		N.A.	N.A.
Pasivo Total	35,552.7	33,544.2	34,319.4	-3.5%	2.3%
Capital Contable	43,399.7	45,106.8	46,400.5	6.9%	2.9%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	43,399.7	45,106.8	46,400.5	6.9%	2.9%
Pasivo y Capital	78,952.4	78,651.0	80,719.8	2.2%	2.6%
Deuda Neta	282.4	2,320.6	(724.5)	N.A.	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	2,254.1	1,514.2	2,128.5
Flujos generado en la Operación	4,108.9	(479.5)	4,328.2
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,464.6)	(887.4)	(1,388.5)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,984.1)	74.1	(3,574.4)
Incremento (disminución) efectivo	914.3	221.4	1,493.8

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SPORT S (Compra, PO 2015 \$31.50)
Continúa el crecimiento operativo a doble dígito

Valentín III Mendoza Balderas
 25 de febrero de 2015

Los resultados operativos se siguen fortaleciendo. Durante el 4T14, Sports World tuvo un sólido desempeño a nivel operativo, con crecimientos a doble dígito, en línea con nuestras expectativas. Los ingresos aumentaron 21.4% A/A para ubicarse en P\$285.6m, impulsados por mayores ingresos por cuotas de mantenimiento en los clubes nuevos y maduros. El EBITDA creció también a doble dígito, pero a una menor proporción que las ventas, al aumentar 14.8% A/A y acumular P\$62.5m, debido a gastos incrementales en los clubes de reciente apertura y gastos pre operativos de aquellos en proceso de construcción, que erosionaron el margen en 1.3pp para ubicarse en 21.9%.

Otros ingresos aumentan su contribución a los ingresos consolidados. Los ingresos por otros servicios, patrocinios y otras actividades comerciales crecieron 60.3% A/A, ligeramente por encima de nuestros estimados, impulsados por la comercialización de programas deportivos y una mayor cantidad de alianzas comerciales y patrocinios. Con ello, la contribución de otros ingresos a los resultados consolidados aumentó de 10.4% en el 4T13 a 13.7%.

Mayor pago de intereses e impuestos afectan el resultado neto. La compañía reportó una fuerte caída en el resultado neto. La utilidad neta decreció más de lo esperado, al caer 52.5% A/A y ubicarse en \$14.5m, afectada por un mayor costo financiero, relacionado con el aumento del 50% de la deuda con costo de la compañía para poder financiar la expansión programada. Asimismo, el total de impuestos ascendió a P\$6.1m durante el trimestre, en comparación con el beneficio fiscal de P\$3.7m en el año anterior, relacionado con impuestos diferidos ante cambios en la Reforma Fiscal y que elevaron la tasa efectiva de impuestos de -13.6% a 29.6%. Mantenemos recomendación de COMPRA y PO de P\$31.50, debido a que los resultados mostrados confirman nuestras expectativas.

SPORT – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	235	286	21.4%	285	0.3%
Utilidad de Operación	28	31	10.5%	35	-11.6%
EBITDA	54	63	14.8%	64	-1.6%
Utilidad Neta	30	14	-52.5%	23	-36.6%
Márgenes					
Margen Operativo	11.8%	10.7%	-1.1pp	12.1%	-1.4pp
Margen Ebitda	23.1%	21.9%	-1.3pp	22.3%	-0.4pp
UPA	\$0.371	\$0.176	-52.5%	\$0.278	-36.6%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	235.2	274.1	285.6	21.4%	4.2%
Costo de Ventas				N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	235.2	274.1	285.6	21.4%	4.2%
Gastos Generales	207.5	253.4	255.0	22.9%	0.7%
Utilidad de Operación	27.7	20.7	30.6	10.5%	47.6%
Margen Operativo	11.8%	7.6%	10.7%	(1.1pp)	3.1pp
Depreciación Operativa	26.8	28.8	31.9	19.4%	11.1%
EBITDA	54.4	49.5	62.5	14.8%	26.4%
Margen EBITDA	23.1%	18.0%	21.9%	(1.3pp)	3.8pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(0.8)	(7.1)	(10.0)	>500%	41.1%
Intereses Pagados	2.4	7.6	7.8	224.0%	2.6%
Intereses Ganados	0.8	0.5	0.4	-49.7%	-24.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros			(1.7)	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	0.8	0.0	(0.9)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	26.8	13.6	20.6	-23.3%	51.0%
Provisión para Impuestos	(3.7)	3.1	6.1	N.A.	94.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	30.5	10.5	14.5	-52.5%	38.1%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	30.5	10.5	14.5	-52.5%	38.1%
Margen Neto	13.0%	3.8%	5.1%	(7.9pp)	1.2pp
UPA	0.371	0.128	0.176	-52.5%	38.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	173.2	154.3	167.8	-3.1%	8.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	143.4	73.6	120.3	-16.1%	63.5%
Activos No Circulantes	1,054.8	1,178.3	1,234.9	17.1%	4.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	882.5	1,002.7	1,032.0	16.9%	2.9%
Activos Intangibles (Neto)	67.6	65.2	66.0	-2.3%	1.2%
Activo Total	1,228.0	1,332.6	1,402.7	14.2%	5.3%
Pasivo Circulante	267.1	237.4	296.0	10.8%	24.7%
Deuda de Corto Plazo	43.4	43.5	61.7	42.2%	41.7%
Proveedores	58.7	94.0	57.0	-2.9%	-39.4%
Pasivo a Largo Plazo	158.7	244.0	244.9	54.3%	0.4%
Deuda de Largo Plazo	152.0	236.2	232.0	52.7%	-1.8%
Pasivo Total	425.8	481.4	540.9	27.0%	12.4%
Capital Contable	802.2	851.2	861.8	7.4%	1.3%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	802.2	851.2	861.8	7.4%	1.3%
Pasivo y Capital	1,228.0	1,332.6	1,402.7	14.2%	5.3%
Deuda Neta	51.9	206.2	173.4	234.0%	-15.9%

Estado de Flujo de Efectivo					
Flujo del resultado antes de Impuestos	53.6	42.4	52.5		
Flujos generado en la Operación	74.9	(8.5)	48.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(51.5)	(87.9)	(66.1)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(9.6)	18.7	11.7		
Incremento (disminución) efectivo	67.4	(35.3)	46.7		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

TLEVISA CPO (Mantener, PO 2015 \$112.00)
Expansión de márgenes en negocios clave

Manuel Jiménez Zaldivar
 27 de Febrero 2015

Televisa cerró el 2014 con una mayor rentabilidad en telecomunicaciones. Los resultados de Televisa al 4T14 los calificamos como positivos siendo por arriba de nuestros estimados. Los ingresos trimestrales ascendieron a P\$24,020m (+12.0% A/A y +3.6% vs el estimado), estos fueron impulsados por el crecimiento de los negocios de Telecomunicaciones y TV de paga y en menor medida por un aumento en los ingresos de Contenidos. Además del fuerte crecimiento en ingresos, la empresa reportó un Ebitda de P\$9,450m, es decir, un aumento de 16.2% A/A y +9.6% por arriba de lo esperado. Menores costos de producción de programación y menores tarifas de interconexión en telecomunicaciones permitieron un alza en el margen consolidado de 37.9% a 39.3%. El buen desempeño operativo permitió compensar mayores costos financieros asociados principalmente con la depreciación cambiaria así como una mayor tasa efectiva de impuestos..

Incremento en las razones de apalancamiento por las adquisiciones. Al cierre del trimestre, la deuda con costo aumentó 35% mientras que la deuda neta aumentó 18.2%. Esto incremento de la deuda con costo se explica por el efecto de la depreciación del peso sobre los pasivos en dólares así como nueva deuda proveniente de las adquisiciones realizadas.

Revisión al alza de los estimados 2015. Con los avances en la rentabilidad de los diferentes negocios, estamos modificando al alza nuestros estimados para el 2015. Para este año estimamos que Televisa podría registrar un incremento de 9% en los ingresos consolidados siendo impulsados principalmente por el segmento de Telecomunicaciones derivado de la consolidación de Cablecom y la Cablevisión Red, esta última adquirida durante el mes de enero. Para el Ebitda calculamos un incremento del 10.5% y una expansión de 60pb en el margen consolidado.

TLEVISA – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	21,443	24,020	12.0%	23,175	3.6%
Utilidad de Operación	5,319	5,547	4.3%	4,886	13.5%
Ebitda	8,131	9,450	16.2%	8,626	9.6%
Utilidad Neta	2,464	2,504	1.6%	1,387	80.6%
Márgenes					
Margen Operativo	24.8%	23.1%	-1.7pp	25.6%	-2.5pp
Margen Ebitda	37.9%	39.3%	1.4pp	39.8%	-0.4pp
UPA	\$0.859	\$0.867	0.9%	-\$0.357	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	21,443.1	19,829.7	24,020.2	12.0%	21.1%
Costo de Ventas	11,487.2	10,357.2	12,663.1	10.2%	22.3%
Utilidad Bruta	9,955.8	9,472.5	11,357.1	14.1%	19.9%
Gastos Generales	4,392.7	4,367.3	5,288.6	20.4%	21.1%
Utilidad de Operación	5,319.1	558.6	5,546.7	4.3%	892.9%
Margen Operativo	24.8%	2.8%	23.1%	(1.7pp)	20.3pp
Depreciación Operativa	2,568.3	2,849.0	3,381.8	31.7%	18.7%
EBITDA	8,131.4	7,954.2	9,450.4	16.2%	18.8%
Margen EBITDA	37.9%	40.1%	39.3%	1.4pp	(0.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	4,058.7	(437.2)	(1,536.7)	-137.9%	251.5%
Intereses Pagados	1,299.3	1,421.4	1,494.6	15.0%	5.1%
Intereses Ganados	338.3	329.9	435.7	28.8%	32.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	4,999.3	887.5	547.3	-89.1%	-38.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	20.5	(233.2)	(1,025.2)	-5100.9%	339.6%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(4,736.8)	116.4	(34.4)	-99.3%	-129.5%
Utilidad antes de Impuestos	4,641.1	237.8	3,975.6	-14.3%	1572.0%
Provisión para Impuestos	783.5	65.8	1,314.0	67.7%	1895.6%
Operaciones Discontinuadas				#DIV/0!	#DIV/0!
Utilidad Neta Consolidada	3,857.6	171.9	2,661.6	-31.0%	1448.1%
Participación Minoritaria	1,393.7	354.7	157.4	-88.7%	-55.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,463.8	(182.8)	2,504.3	1.6%	-1469.9%
Margen Neto	11.5%	-0.9%	10.4%	(1.1pp)	11.3pp
UPA	0.859	(0.063)	0.867	0.9%	-1471.2%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	53,474.4	66,893.4	78,907.4	47.6%	18.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	20,415.0	31,141.9	34,517.9	69.1%	10.8%
Activos No Circulantes	141,032.4	140,631.4	147,986.7	4.9%	5.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	53,476.5	57,854.6	61,213.0	14.5%	5.8%
Activos Intangibles (Neto)	11,382.3	25,980.0	27,052.7	137.7%	4.1%
Activo Total	194,506.8	207,524.8	226,894.2	16.7%	9.3%
Pasivo Circulante	40,172.8	31,315.0	43,475.4	8.2%	38.8%
Deuda de Corto Plazo	737.4	754.6	765.8	3.9%	1.5%
Proveedores	10,186.0	12,371.0	17,142.0	68.3%	38.6%
Pasivo a Largo Plazo	75,425.7	91,353.4	95,503.7	26.6%	4.5%
Deuda de Largo Plazo	64,237.6	81,148.5	85,467.9	33.0%	5.3%
Pasivo Total	115,598.5	122,668.3	138,979.1	20.2%	13.3%
Capital Contable	78,908.3	84,856.5	87,915.1	11.4%	3.6%
Participación Minoritaria	1,393.7	354.7	157.4	-88.7%	-55.6%
Capital Contable Mayoritario	68,674.8	73,582.1	76,805.0	11.8%	4.4%
Pasivo y Capital	194,506.8	207,524.8	226,894.2	16.7%	9.3%
Deuda Neta	44,560.1	50,761.1	51,715.8	16.1%	1.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	8,656.8	9,186.4	11,101.9		
Flujos generado en la Operación	2,874.8	(3,928.8)	2,036.2		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(7,268.2)	(8,903.5)	(7,899.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,733.4)	(1,651.4)	(2,269.4)		
Incremento (disminución) efectivo	1,530.0	(5,297.3)	2,968.9		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

WALMEX V (Mantener, PO 2015 \$37.00)
Reporte positivo, supera expectativas.

Marisol Huerta Mondragón
 17 de Febrero de 2015

Resultados con mejor desempeño al esperado. Durante el 4T14 los ingresos de Walmex fueron positivos, superando nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo y neto. Los ingresos consolidados crecieron 4.3% A/A, el EBITDA 17.2% A/A (vs 3.0% consenso y 1.0%e) mientras que la utilidad neta creció 42.2% (vs 7.0% consenso y 3.4%e). Los resultados mejor a lo esperado, estimamos tendrán una reacción positiva en el precio de la acción. Adicional la empresa anunció el pago de un dividendo ordinario por P\$0.56 y extraordinario de 1.28, para 2015 con un yield de 5.5%.

Mejoran márgenes por eficiencias. Durante el 4T14 el margen bruto avanzó 90pb, ante una mayor eficiencia en costos (flete e inventarios) a lo que se sumó un mayor control en gastos que se reflejó en una disminución de 50pb en gastos como porcentaje de los ingresos. La utilidad de operación avanzó 30.8%, por un efecto positivo de P\$1,141 millones derivado de la contabilidad de la compra de Centroamérica, lo que generó un mejor desempeño operativo alcanzando un margen EBITDA de 11.5% (+130pb).

Subimos nuestro PO2015 a P\$37.00. Una vez incluidos los resultados del 4T14 en nuestro modelo mejoramos nuestra perspectiva en rentabilidad para 2015. Asimismo estamos considerando una recuperación en Sam's, formato que contribuye con 30% de los ingresos. Con base a lo anterior establecemos nuestro PO 2015e para Walmex en P\$37.0 por acción, lo que representa un rendimiento de 10.9% con respecto al precio de cierre de hoy (P\$33.35). Lo anterior es por debajo del rendimiento estimado para el IPC en 2015 de 13.29%, con base en el último cierre. Al incorporar el dividendo el rendimiento se ubica en 16.5%. Con base a nuestras políticas la recomendación es MANTENER.

WALMEX – Resultados 4T14
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T13	4T14	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	124,465	129,440	4.0%	130,126	-0.5%
Utilidad de Operación	10,466	13,691	30.8%	10,199	34.2%
Ebitda	12,700	14,889	17.2%	12,791	16.4%
Utilidad Neta	7,304	10,388	42.2%	7,551	37.6%
Márgenes					
Margen Operativo	8.4%	10.6%	2.2pp	7.8%	2.7pp
Margen Ebitda	10.2%	11.5%	1.3pp	9.8%	1.7pp
UPA	\$0.414	\$0.593	43.2%	\$0.300	97.8%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2013	2014	2014	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	124,465.2	105,642.8	129,439.8	4.0%	22.5%
Costo de Ventas	96,845.1	82,448.5	99,619.5	2.9%	20.8%
Utilidad Bruta	27,620.1	23,194.3	29,820.4	8.0%	28.6%
Gastos Generales	17,227.6	16,345.8	17,127.8	-0.6%	4.8%
Utilidad de Operación	10,466.0	6,835.2	13,691.0	30.8%	100.3%
Margen Operativo	8.4%	6.5%	10.6%	2.2pp	4.1pp
Depreciación Operativa	2,238.1	2,310.7	2,338.9	4.5%	1.2%
EBITDA	12,700.0	9,146.0	14,889.0	17.2%	62.8%
Margen EBITDA	0.1	0.1	0.1	1.3pp	2.8pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(29.2)	(40.5)	(8.6)	-70.6%	-78.7%
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	96.8	115.7	110.2	13.8%	-4.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(131.7)	(172.5)	(137.0)	4.0%	-20.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	5.6	16.3	18.2	225.4%	12.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	10,406.5	6,794.7	13,682.7	31.5%	101.4%
Provisión para Impuestos	3,354.9	1,923.4	3,382.1	0.8%	75.8%
Operaciones Discontinuadas	248.2		95.3		
Utilidad Neta Consolidada	7,299.8	4,871.3	10,395.8	42.4%	113.4%
Participación Minoritaria	(3.9)	0.4	8.3	N.A.	>500%
Utilidad Neta Mayoritaria	7,303.7	4,870.9	10,387.6	42.2%	113.3%
Margen Neto	5.9%	4.6%	8.0%	2.2pp	3.4pp
UPA	0.414	0.278	0.593	43.2%	113.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	82,649.1	74,647.7	90,452.2	9.4%	21.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	21,129.5	20,593.5	28,047.8	32.7%	36.2%
Activos No Circulantes	147,613.1	148,511.8	155,628.4	5.4%	4.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	121,082.7	122,233.8	125,996.1	4.1%	3.1%
Activos Intangibles (Neto)	25,957.2	25,787.1	29,115.0	12.2%	12.9%
Activo Total	230,262.1	223,159.5	246,080.6	6.9%	10.3%
Pasivo Circulante	65,721.4	66,365.1	75,528.1	14.9%	13.8%
Deuda de Corto Plazo	850.7	711.5	692.0	-18.7%	-2.7%
Proveedores	47,609.4	41,142.0	52,710.2	10.7%	28.1%
Pasivo a Largo Plazo	21,590.2	21,507.1	20,306.7	-5.9%	-5.6%
Deuda de Largo Plazo	14,097.4	14,161.7	13,261.7	-5.9%	-6.4%
Pasivo Total	87,311.6	87,872.2	95,834.7	9.8%	9.1%
Capital Contable	142,950.6	135,287.4	150,245.8	5.1%	11.1%
Participación Minoritaria	(3.9)	0.4	8.3	N.A.	>500%
Capital Contable Mayoritario	142,930.2	135,272.4	150,222.6	5.1%	11.1%
Pasivo y Capital	230,262.1	223,159.5	246,080.6	6.9%	10.3%
Deuda Neta	(7,032.1)	(6,431.9)	(14,786.1)	110.3%	129.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	12,971.3	9,394.3	15,385.0		
Flujos generado en la Operación	1,258.9	(2,475.5)	4,682.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(4,396.1)	(3,109.1)	(6,155.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(4,160.3)	(3,853.9)	(6,681.4)		
Incremento (disminución) efectivo	5,673.8	(44.2)	7,230.7		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

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, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; 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, Valentín III Mendoza Balderas, 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.

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
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	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
Julieta Álvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julietta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613
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
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 Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	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) 5004 - 1275
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

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
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 Velazquez Rodriguez	Director General de Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	voldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454