

10 de Julio 2013

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

**Equipo de Análisis Bursátil**  
 analisisyestrategia@ixe.com.mx

## PRELIMINAR 2T13

### Seguiría la debilidad operativa

Especial

- Las próximas dos semanas tendremos un elevado flujo de información con la publicación de reportes trimestrales; la fecha límite es el viernes 26 de julio.
- El mercado ya descuenta que las emisoras mexicanas presentarán débiles resultados al 2T13. Lo relevante serán las expectativas de las empresas para la segunda mitad del año.
- De la muestra de 24 emisoras que incluimos en este reporte calculamos variaciones de +0.2% en ingresos, -4.1% en Ebitda y +7.3% en Utilidad Neta.

**Arrancó la temporada de reportes en Estados Unidos.** En las próximas semanas el tema principal en los mercados de valores serán los reportes trimestrales. Los inversionistas evaluarán el desempeño de las compañías así como sus expectativas de crecimiento siendo una información necesaria para la toma de decisiones de inversión. Desde el pasado lunes con la publicación de los resultados de Alcoa ha arrancado la temporada de reportes trimestrales. A pesar de los efectos negativos por los recortes al gasto gubernamental y el alza de impuestos se estima que las empresas que conforman al S&P presentarían un modesto crecimiento de 1.8% en las utilidades pero una caída de 1.0% al excluir al sector financiero. Se espera que el sector financiero presente los mejores resultados con un aumento de 16.8%e mientras que el peor desempeño lo tendría el sector de materiales con una caída de 8.7%e.

**Con cifras débiles lo relevante serán las expectativas.** La desaceleración de la economía tanto interna como externa así como un menor gasto gubernamental tendría un efecto negativo sobre los ingresos de las compañías listadas en la BMV. Sin embargo, las empresas con un alto porcentaje de sus costos en dólares podrían compensar la debilidad de las ventas. En una muestra de 24 emisoras calculamos variaciones de +0.2%, -4.1% y 7.3% en Ingresos, Ebitda y Utilidad Neta, respectivamente. Otra vez, los resultados trimestrales no contribuirían con el abaratamiento de los múltiplos.

#### 10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda estimado al 2T13

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda*
Creal	Financiero	23.2%	29.6%
Comparc	Financiero	27.7%	28.3%
Lab	C. Especializado	19.7%	19.9%
Pinfra	Infraestructura	19.8%	19.4%
Cultiba	Bebidas	6.8%	12.8%
Herdez	Alimentos	10.8%	12.6%
Asur	Aeropuertos	1.8%	11.9%
Bimbo	Alimentos	1.4%	11.5%
Alsea	C. Especializado	10.7%	10.4%
Gap	Aeropuertos	6.1%	10.4%

Fuente: Banorte-Ixe, Creal y Comparc son crecimientos en Ingresos Financieros y Margen financiero.

## Calendario de Reportes

La tabla siguiente identifica las fechas en las que algunas emisoras han comentado que podrían presentar públicamente su reporte financiero. Cabe señalar que la mayoría de los reportes se concentran hacia finales del mes límite teniendo como fecha límite el viernes 26 de julio.

En México comienza a ser cada vez más común de acompañar la publicación de las cifras financieras trimestrales con una guía o perspectiva formal de la emisora sobre el desarrollo de las operaciones y resultados de la empresa en los siguientes trimestres.

### Preliminar 2T13 – Calendario de Reportes por Empresa (Julio 2013)

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES
1	2	3	4	5
8 TLEVISA	9	10	11	12
15 ALFA ALPEK	16	17	18 AXTEL	19
22 ASUR	23 AC ARA* BIMBO COMPARC	24 AZTECA* CHDRAUI KOF OHLMEX	25 ALSEA AMX CEMEX FEMSA GAP GEO GFNORTE HERDEZ HOMEX LAB MEGA URBI WALMEX	26 CULTIBA ICA GMEXICO* MEXCHEM* SORIANA
29	30			

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe / Infotel / Bloomberg

\* Por definir fecha

## Condensado de estimados

En este trimestre, estimamos que las empresas serían afectadas por la desaceleración de la economía tanto externa como interna así como un menor gasto de gobierno. El tipo de cambio fue volátil en el trimestre con dos efectos sobre las empresas: 1) El tipo de cambio promedio del 2T13 vs el mismo periodo del año anterior muestra una apreciación del 7.9% influyendo en los ingresos y costos de las compañías y 2) El peso se depreció 5.2% vs el cierre del 1T13 lo que afectará el balance por la conversión de pasivos en moneda extranjera y el estado de resultados con las pérdidas cambiarias.

En la siguiente tabla incluimos aquellas empresas que contamos con cobertura y forman parte de este documento. Con base en nuestros estimados para 24 emisoras, esperamos variaciones de +0.2% en las ventas, -4.1% en el Ebitda y +7.3% en la utilidad neta.

### Resultados Trimestrales al 2T13

(Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			Utilidad Operativa			EBITDA			Utilidad Neta		
	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %
Ac	14,786	15,600	5.5%	2,434	2,530	3.9%	3,189	3,316	4.0%	1,490	1,695	13.8%
Alfa	51,568	54,820	6.3%	4,562	4,520	-0.9%	6,501	6,467	-0.5%	1,512	2,318	53.3%
Alpek	25,729	25,039	-2.7%	2,166	1,727	-20.2%	2,707	2,248	-16.9%	1,226	1,276	4.1%
Alsea	3,427	3,793	10.7%	230	228	-1.2%	431	476	10.6%	133	110	-17.5%
Amx	191,739	189,766	-1.0%	39,117	36,750	-6.1%	65,465	61,910	-5.4%	13,250	12,678	-4.3%
Asur	1,276	1,299	1.8%	640	725	13.2%	740	828	11.9%	463	518	11.8%
Axtel	2,688	2,455	-8.7%	-63	-160	N.A.	703	646	-8.1%	-978	-562	N.A.
Azteca	2,994	2,837	-5.2%	732	653	-10.7%	966	873	-9.6%	40	220	445.0%
Bimbo	43,266	43,890	1.4%	2,075	2,307	11.2%	3,355	3,740	11.5%	888	880	-0.9%
Cemex	52,476	50,871	-3.1%	4,743	5,564	17.3%	9,545	9,387	-1.7%	-2,543	867	-134.1%
Cultiba	8,782	9,382	6.8%	213	260	21.9%	764	862	12.8%	99	210	113.0%
Femsa	59,586	62,335	4.6%	6,686	7,192	7.6%	8,878	9,469	6.7%	3,897	4,021	3.2%
Gap	1,223	1,298	6.1%	527	584	10.7%	726	802	10.4%	351	431	22.9%
Gmexico*	34,017	29,715	-12.6%	14,724	11,276	-23.4%	16,567	13,474	-18.7%	8,337	6,310	-24.3%
Herdez	2,665	2,952	10.8%	433	489	12.9%	468	527	12.6%	193	221	14.5%
Ica**	9,459	9,584	1.3%	967	996	3.0%	1,481	1,536	3.7%	170	162	-4.9%
Kof	36,295	36,663	1.0%	4,714	4,834	2.6%	6,309	6,551	3.8%	2,713	2,790	2.9%
Lab	2,074	2,482	19.7%	436	572	31.0%	502	602	19.8%	279	331	18.6%
Maxcom	517	562	8.6%	-25	30	N.A.	170	172	1.4%	-239	-123	-48.7%
Mega	2,191	2,370	8.2%	592	632	6.8%	919	998	8.5%	443	484	9.2%
Mexchem	17,634	16,932	-4.0%	2,914	2,263	-22.3%	3,953	3,405	-13.9%	1,557	1,067	-31.5%
Pinfra	1,104	1,323	19.8%	657	792	20.5%	738	881	19.4%	423	559	32.2%
Soriana	25,472	25,526	0.2%	1,328	1,251	-5.8%	1,835	1,761	-4.0%	813	869	6.9%
Walmex	98,506	99,295	0.8%	6,975	6,951	-0.4%	9,060	9,080	0.2%	4,936	4,986	1.0%
<b>Total</b>	<b>689,474</b>	<b>690,788</b>	<b>0.2%</b>	<b>97,778</b>	<b>92,967</b>	<b>-4.9%</b>	<b>145,973</b>	<b>140,012</b>	<b>-4.1%</b>	<b>39,454</b>	<b>42,318</b>	<b>7.3%</b>
Cemex (US\$)	3,861	3,934	1.9%	349	430	23.3%	702	726	3.4%	-187	67	N.A.
Gmexico (US\$)	2,546	2,298	-9.7%	1,102	872	-20.8%	1,240	1,042	-16.0%	624	488	-21.8%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

\*\* Cálculo estimado de Utilidad Operativa del 2 T 2 .

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %	2T12	2T13e	Var. %
Comparc	2,346	2,997	27.7%	2,175	2,790	28.3%	654	764	16.9%	408	499	22.3%
Creal	492	606	23.2%	335	434	29.7%	121	211	73.4%	125	209	67.6%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

## Nuestras Estimaciones

La siguiente sección contiene aspectos sobresalientes de lo que esperamos para el reporte financiero del 2T13 en las empresas en donde tenemos una cobertura formal.

### **AEROPUERTOS / José Itzamna Espitia Hernández**

#### **Asur (ASUR B, Mantener, PO 2013 \$173.00)**

- El próximo 22 de julio, esperamos que Asur reportará resultados positivos del 2T13 con un aumento de 1.8% en Ventas (alza de 10.8% en suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) y de 11.9% en Ebitda, para colocarse en P\$1,299m y P\$828m, respectivamente. Dichos incrementos se deben principalmente al sólido avance de 10.0% en el tráfico total del grupo durante el trimestre.
- Durante el 1T13, el tráfico total de pasajeros del grupo presentó un fuerte aumento de 10.0%, impulsado principalmente por los pasajeros internacionales con un alza significativa de 12.9%, seguida del crecimiento en los pasajeros nacionales por 6.4%. Cabe señalar que Asur fue el grupo aeroportuario con el mayor incremento en el número de pasajeros, en comparación con Gap y Oma.
- Estimamos que el margen operativo de la compañía tendrá un aumento de 561pb y el de Ebitda de 573pb, para colocarse ambos en 55.8% y 63.7%, respectivamente. Es importante señalar que dichos márgenes, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, crecerían 123pb y 63pb, ubicándose el operativo en 59.1% y el de Ebitda en 67.5%.
- Esperamos que la utilidad neta tenga un alza de 11.8% debido principalmente a los crecimientos operativos en este 2T13, para ubicarse en P\$518m.

#### **Asur – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	1,276	1,299	1.8%
Utilidad de Operación	640	725	13.2%
Ebitda	740	828	11.9%
Utilidad Neta	463	518	11.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	50.2%	55.8%	5.61pp
Margen Ebitda	58.0%	63.7%	5.73pp
UPA	1.54	1.73	11.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

#### **Gap (GAP B, Compra, PO 2013 \$80.50)**

- El próximo 25 de julio, esperamos que Gap reporte sus resultados del 2T13 con crecimientos en Ventas y Ebitda de 6.1% y 10.4%, respectivamente para colocarse ambos en P\$1,298m y P\$802m.

- La suma de Ingresos Aeronáuticos y no Aeronáuticos prevemos que tenga un alza de 10.4%, derivado de un mayor tráfico total durante el 2T13 con un aumento de 6.4%, conformado por un incremento de 6.3% en pasajeros nacionales y de 6.5% en pasajeros internacionales.
- Estimamos variaciones positivas en los márgenes de la compañía, colocándose el Operativo en 45.0% (+188pb) y el de Ebitda en 61.8% (+240pb). Sin tomar en cuenta la INIF 17 (que se refiere a “Contratos de Concesión de Servicios”), proyectamos que los márgenes Operativo y Ebitda de la compañía presenten poca variabilidad, si bien al alza, ubicándose en 49.8% y 68.4%, representando variaciones de 17pb y 2pb, respectivamente. Hay que recordar que ciertos mantenimientos a la infraestructura y equipos se programaron para este 2T13, mientras que el año pasado se realizaron en el 1T12.
- Prevedemos que al 2T13 la utilidad neta de Gap sea de P\$431m, representando un aumento de 22.9% vs. 2T12.

**Gap – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	1,223	1,298	6.1%
Utilidad de Operación	527	584	10.7%
Ebitda	726	802	10.4%
Utilidad Neta	351	431	22.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	43.1%	45.0%	1.88pp
Margen Ebitda	59.4%	61.8%	2.40pp
UPA	0.63	0.77	22.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**ALIMENTOS / Marisol Huerta Mondragón**

**Grupo Bimbo (BIMBO A, Mantener, PO 2013 P\$41.00)**

- Durante el 2T13 esperamos débiles resultados para Grupo Bimbo a nivel de ingresos pero positivos en la parte operativa. De manera consolidada los ingresos alcanzaran apenas un crecimiento de 1.4% a/a, lo anterior relacionado con un bajo crecimiento en el mercados de Estados Unidos y Latinoamérica que frenará el avance de México. Así para el mercado doméstico esperamos un avance en ingresos de 5.0% a/a, apoyado en precios, mismos que estarán ligeramente arriba de inflación. En términos de volumen para México estimamos un avance de 2.0%, donde las iniciativas de mercado habrán logrado amortiguar la debilidad del consumo. Por nichos consideramos que el portafolio de productos, principalmente galletas y pan dulce se mantendrán con bajos crecimientos. Para Estados Unidos, esperamos un ligero avance en volumen que será 2.0%, los resultados se mantendrán sin grandes variaciones derivado de la apreciación del peso frente al dólar durante el trimestre, que contrarrestara el desempeño en precio y volumen. Para Latinoamérica, estimamos un crecimiento a ritmo de 5% a/a, impulsado por el desempeño que prevemos seguirá mostrando Brasil, Colombia y Chile.

- Buen desempeño operativo. Esperamos un crecimiento a nivel de doble dígito en EBITDA derivado de menores precios en las materias primas, que beneficiará el margen bruto y de los beneficios de las sinergias de las recientes consolidaciones de Estados Unidos que traerán eficiencias en gastos. De manera consolidada estimamos un avance de 80pb en margen EBITDA y un crecimiento interanual de 11.5% en este rubro.
- Para 2013 seguimos positivos respecto a los números de la compañía, principalmente en la segunda mitad del año. Principalmente en el tema de márgenes donde creemos que podríamos comenzar a observar mayores eficiencias relacionadas de las sinergias en las operaciones de Estados Unidos, y un mejor avance en volúmenes, derivado de una mejor ejecución de mercado.
- BIMBO dará a conocer sus resultados correspondientes al 2T13 el próximo 23 de julio, al cierre de mercado.

**Bimbo – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	43,266	43,890	1.4%
Utilidad de Operación	2,075	2,307	11.2%
Ebitda	3,355	3,740	11.5%
Utilidad Neta	888	880	-0.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	4.8%	5.3%	+0.5pp
Margen Ebitda	7.8%	8.5%	+0.8pp
UPA	0.19	0.19	-0.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**Herdez (HERDEZ \*, Mantener, PO 2013 P\$46.00)**

- Nuestros estimados son sobre una base proforma 2012. Recordemos que a partir de 2013 la empresa estará presentando cifras con base a las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad (NIIF 11). Dicha norma no permite la consolidación proporcional para negocios conjuntos. Como consecuencia a partir de 2013 la empresa presentará las cifras de Herdez del Fuerte y sus subsidiarias en México al 100%.
- Bajo el esquema anterior estimamos crecimientos en ingresos consolidados de 10.8% a/a impulsado por los resultados positivos en sus divisiones de México como a internacional.
- Para México, estamos incorporando dos meses de operación de Nutrisa, una vez que concluyó la OPA sobre esta compañía y en la que logró la adquisición del 99.82% de las acciones de Nutrisa (con un precio de P\$91.00 un costo total de P\$2,971m.). La oferta expiró el 8 de mayo, la liquidación fue el 13 del mismo mes y a partir de esa fecha Herdez comenzó a consolidar los resultados.

- Sin considerar Nutrisa, estimamos que el mercado nacional presentó un crecimiento de 3.0% en ingresos. En esta ocasión el efecto calendario de Semana Santa que se llevó a cabo en marzo y no en abril como el año anterior, jugará en contra para los resultados de la empresa, representando un menor volumen a lo que se suma la desaceleración del consumo en México.
- Por su parte, los ingresos en Estados Unidos estarán afectados por la apreciación de 3% en el peso frente al dólar durante el trimestre. Esperamos un crecimiento de un dígito impulsado por el crecimiento en el mercado de sus diferentes marcas. Consideramos solidez en el portafolio de la compañía principalmente en segmentos de productos congelados y refrigerados.
- A nivel operativo esperamos resultados positivos con un avance de 30pb en margen EBITDA, derivado de una menor presión en margen bruto relacionada con la estabilidad en los precios de los insumos denominados en dólares, así como eficiencias en la parte operativa y administrativa.
- Herdez reportará sus cifras correspondientes al 2T13 el 25 de julio al cierre de mercado, la conferencia se realizará el 26 a las 10:00 am.

**HERDEZ – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,665	2,952	10.8%
Utilidad de Operación	433	489	12.8%
Ebitda	468	527	12.6%
Utilidad Neta	193	221	14.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.2%	16.6%	+0.20pp
Margen Ebitda	17.6%	17.9%	+0.30 pp
UPA	0.45	0.51	14.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**BEBIDAS / Marisol Huerta Mondragón**

**Femsa (FEMSA UBD, Mantener, PO 2013 P\$155.40)**

- Nuestros estimados consideran crecimientos de un dígito en cada uno de sus negocios. La división de bebidas se verá impactada en sus ventas por cuestiones cambiarias ante la depreciación de las diferentes monedas en los países donde opera, mientras que la parte comercial reflejará un menor dinamismo en ventas, resultado de la debilidad del consumo.

- Por subsidiaria estimamos para Oxxo un crecimiento en ingresos de 15.6%, donde consideramos un crecimiento en unidades con la apertura de 280 tiendas durante el segundo trimestre (1,027 últimos 12m), así como por un crecimiento de 2.5% en VMT, este crecimiento será por debajo de lo reportado por la compañía en el mismo trimestre del año anterior, pero con una mejora respecto a la baja de 1.7% a/a que prevemos reportará el sector de tiendas especializadas de la ANTAD en el mismo periodo. Las ventas estarán reflejando una mayor debilidad en el consumo derivado del bajo nivel observado en los meses de abril y mayo.
- En el margen bruto, consideramos de la división comercio registrará una expansión de 20pb lo que compensará la parte de gastos relacionados con el crecimiento agresivo en aperturas durante el trimestre y mayores gastos administrativos.
- Los resultados de KOF prevemos serán mixtos con bajos crecimientos en ingresos pero un importante avance a nivel de márgenes de la estabilidad de costos de sus principales insumos y sinergias en operaciones en México.
- De forma consolidada, a nivel operativo esperamos que el margen EBITDA tendrá un avance de 30pb, que provendrán principalmente de los positivos resultados que esperamos para la división de KOF.
- A nivel neto, esperamos un sólido crecimiento, donde la compañía reflejará la participación en las utilidades de Heineken. Creemos que los resultados serán positivos. Sobre el desempeño de Heineken en el mercado mexicano creemos que se mantiene con ganancia de participación de mercado.
- Femsa estará dando a conocer las cifras correspondientes al 2T13 el 25 de julio antes de la apertura del mercado y realizará su conferencia con analistas ese mismo día a las 10:00 am.

**FEMSA – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	59,586	62,335	4.6%
Utilidad de Operación	6,686	7,192	7.6%
Ebitda	8,878	9,469	6.7%
Utilidad Neta	3,897	4,021	3.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	11.2%	11.5%	0.3pp
Margen Ebitda	14.9%	15.2%	+0.3pp
UPA	1.09	1.12	3.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

### Coca Cola Femsa (KOF L, Mantener, PO 2013 P\$213.00)

- KOF tendrá crecimientos marginales durante el 2T13 que alcanzarán apenas un 1.0% a nivel de ingresos y 4% a nivel de EBITDA. Lo anterior derivado de la depreciación que registraron las monedas de los países en los que opera y que repercutirán en los resultados de la división de Sudamérica mismos que contrarrestarán el desempeño positivo que estimamos para el mercado doméstico.
- De acuerdo con nuestras estimaciones la división de México y Centroamérica deberá registrar un crecimiento de 6.5% en ingresos, impulsado por el crecimiento en volúmenes que deberán de incorporar a Grupo Yoli con dos meses de operación. Esperamos para la región un crecimiento en volumen de 3.5% a/a y de un crecimiento en precios en línea con la inflación.
- En Sudamérica, que comprende los mercados de Colombia, Venezuela, Argentina y Brasil, el balance será negativo, pese al avance en promedio que esperamos en volúmenes de 2.0% para la región. Los ingresos se verán afectados por la apreciación del tipo de cambio peso frente al dólar que pegará en la cifra final de ingresos reportando una caída cercana al 4.0%
- A nivel operativo y de forma consolidada la apreciación de la moneda, así como la estabilidad en el precio de las materias primas jugará a favor por lo que prevemos una mejora en márgenes de 50pb en margen EBITDA. Lo anterior relacionado con eficiencias en la parte de costos por el tema de sinergias, así como por los beneficios de la integración vertical que le representa el ingenio azucarero. En la parte de gastos operativos, consideramos que México seguirá presionado por la incorporación de los negocios de Foque y Yoli, lo que será compensado con un mejor desempeño operativo en la región de Sudamérica.
- Recordamos que los resultados de la compañía incluirán la operación de Filipinas a sus resultados bajo el método de participación.
- Coca Cola Femsa dará a conocer las cifras correspondientes al 2T13 el próximo 24 de abril antes de la apertura de mercado. La conferencia de resultados se llevará a cabo ese mismo día a las 10:00 am.

#### KOF – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	36,295	36,663	1.0%
Utilidad de Operación	4,714	4,834	2.6%
Ebitda	6,309	6,551	3.8%
Utilidad Neta	2,713	2,790	2.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	13.0%	13.2%	+0.20pp
Margen Ebitda	17.4%	17.9%	+0.5pp
UPA	1.34	1.35	0.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

### Cultiba (CULTIBA B, Compra, PO 2013 P\$42.00)

- Nuestra perspectiva de resultados para la compañía es positiva principalmente a nivel operativo donde estimamos avance en márgenes y crecimiento en utilidad neta.
- De acuerdo con nuestras expectativas los ingresos registrarían un crecimiento de 6.8% a/a, lo anterior relacionado con un avance en volúmenes de alrededor de 4.0% en el mismo periodo y de incremento en precios ligeramente en línea con la inflación. Lo anterior compensaría los resultados de la división azucarera. Consideramos que el volumen de la compañía seguirá impulsado por los territorios nuevos y las estrategias de posicionamiento de sus diferentes marcas principalmente en bebidas no carbonatadas. El mercado de agua de garrafón estimamos seguirá con un desempeño superior al de su competencia. Asimismo la incorporación de marcas como Gatorade estarán reportando un fuerte dinamismo a nivel nacional.
- A nivel operativo prevemos una mejora en el margen bruto de 50pb derivado de eficiencias en la parte de costos por el tema de sinergias, así como por los beneficios de la integración vertical con la unidad de azúcar y el segmento de tapas.
- El crecimiento en EBITDA será por arriba del sector y será alcanzables con base en las mejoras en rentabilidad, derivadas de las sinergias por relacionadas con la fusión de las embotelladoras; así como la estrategias de precio en cada una de sus productos que permitirán ganancias de participación de mercado y la estrategia de reposicionamiento para cada una de sus marcas. Aunado a las innovaciones en segmento de agua de garrafón con sistemas de entrega al hogar, oficinas y comercios que le permitirá mantener el liderazgo frente a la competencia en dicho segmento.
- Cultiba dará a conocer las cifras correspondientes al 2T13 el próximo 25 de julio.

#### CULTIBA – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	8,782	9,382	6.8%
Utilidad de Operación	213	260	21.9%
Ebitda	764	862	12.8%
Utilidad Neta	99	210	113.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	2.4%	2.8%	+0.4pp
Margen Ebitda	8.7%	9.2%	+0.50pp
UPA	0.3	0.3	-6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

### Arca-Continental (AC\*, Mantener, PO 2013 P\$106.00)

- Estimamos un avance de 5.5% en los ingresos. En México prevemos un trimestre débil en volúmenes derivado de bases de comparación elevadas, efecto que será parcialmente compensado por la parte de precios, donde estimamos incrementos ligeramente por arriba de inflación.

- Para Sudamérica estimamos un desempeño ligeramente negativo afectado por cuestiones cambiarias, mientras que la debilidad en volúmenes se compensará con un avance en la parte de precios, esto en línea con la inflación promedio tanto en Argentina como en Ecuador. Para Ecuador el mercado se presentará con crecimiento tanto en volumen como en participación de mercado, situación contraria en Argentina donde la debilidad del consumo afectará el crecimiento de la compañía, de igual manera se observa una base alta de comparación
- Para los segmentos de botanas y exportaciones nuestras estimaciones permanecen creciendo a ritmo de doble dígito, favorecidas por la estrategia de crecimiento para botanas y de mercadotecnia en el punto de venta para exportaciones. Los resultados reflejarán un mayor crecimiento luego de integrar a las empresas Wise Foods, con sede en Pennsylvania (Estados Unidos), así como de Industrias Alimenticias Ecuatorianas (Inalecsa), con sede en Ecuador.
- Durante este trimestre, esperamos estabilidad en el margen bruto, la estabilidad en los precios de azúcar y pet compensarán la debilidad en ventas, no obstante consideramos que los gastos relacionados con la incorporación de botanas en EU presionarán el margen EBITDA. Derivado de lo anterior esperamos que la empresa registre una contracción en de 30pb en margen operativo y EBITDA.
- Arca publicará los resultados del 2T13 el 23 de julio antes de la apertura de mercados. La conferencia de resultados se realizará a las 10:00 am.

**AC\* – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	14,786	15,600	5.5%
Utilidad de Operación	2,434	2,530	3.9%
Ebitda	3,189	3,316	4.0%
Utilidad Neta	1,490	1,695	13.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.5%	16.2%	-0.3pp
Margen Ebitda	21.6%	21.3%	-0.3pp
UPA	0.92	1.05	13.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**CEMENTO / Carlos Hermosillo Bernal**

**Cemex (CEMEX CPO, Compra, PO 2013 \$15.40)**

- Cemex reportará sus resultados al 2T13 el próximo 25 de julio, antes de la apertura de mercados. En general, esperamos un reporte sólido que sin embargo no ofrecerá crecimientos extraordinarios, sino más bien modestos, a razón de que los temas que han limitado su desempeño en los últimos doce meses, a saber, la debilidad en sus operaciones basadas en Europa y Mediterráneo.

- No obstante, el punto clave de este reporte —y la recepción que el mercado tendrá de él— será el resultado operativo en Estados Unidos, pieza clave para la recuperación operativa que ya ha dado muestras firmes, pero que acorde a nuestras expectativas acelerará su evolución hacia finales de este año.
- En nuestras estimaciones anticipamos ingresos por US\$3,934m y EBITDA de US\$726m, lo cual implica crecimientos de 1.9% y 3.4%, respectivamente. Por su parte, la utilidad neta (US\$67m) podría ofrecer una cifra positiva primera vez desde el 3T09, aunque ello depende más de los efectos contables en cuanto a valuación de derivados e incidencia de tipos de cambio; en realidad, la fortaleza operativa aún no es la deseable, a pesar de la mejoría que ha ofrecido ya en los últimos doce meses.
- Esperamos que a nivel consolidado Cemex reporte un volumen de cemento ligeramente inferior A/A (-0.2%), alcanzando 17.3m de toneladas, en tanto que en concreto la caída sería de -1.2%, a 14.0m m<sup>3</sup>. Por su parte, el precio promedio realizado podría crecer algo más de 3% A/A a nivel consolidado, ayudado por los movimientos de tipos de cambio durante los últimos meses, y una ganancia prácticamente nula durante este 2T12.
- Esperamos un desempeño plano en México (22% de ingresos y 40% de EBITDA consolidados). Proyectamos una variación de entre 0% y -1% tanto en volumen como precios de cemento, ya que los retrasos en ejercicio de gasto público, así como la mayor capacidad de producción disponible (Cementos Fortaleza). En concreto veríamos una reducción de entre 1% y 2% en volumen, ya que es más sensible a aspectos como gasto gubernamental. En total, esperamos que las operaciones en México reporten un crecimiento de alrededor de 3% en dólares, mucho de lo que vendría de la mano de un peso más fuerte en el comparativo A/A.
- En cuanto a las operaciones en EU, nuestra estimación implica una expansión de 3% en sus ingresos ya que a pesar de lograr buenas tasas de crecimiento en volúmenes y precios (+4% y +2% estimados), la desincorporación de unidades de concreto limita el efecto a nivel de ingresos. No obstante, lo más relevante será observar los márgenes de Cemex USA ya en un trimestre que no es estacionalmente débil, por lo que esperamos que puedan acercarse a 4.3% en el caso de EBITDA; un nivel indudablemente todavía muy bajo, pero que es una evolución notable que marcaría su mejor nivel desde finales de 2009.
- No esperamos grandes avances en la posición financiera, ya que los movimientos de tipos de cambio harán complicada una reducción agresiva en la deuda. No obstante, sí esperamos una reducción de 1% en la deuda total durante el trimestre, que quedaría en US\$16,023m al cierre de junio, siendo 5% inferior A/A. La acumulación de capital de trabajo en este primer semestre debería ceder en el segundo semestre del año, permitiendo una mejora más rotunda hacia finales del año; es un fenómeno estacional.

**Cemex – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de dólares)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	3,861	3,934	1.9%
Utilidad de Operación	349	430	23.3%
Ebitda	702	726	3.4%
Utilidad Neta	-187	67	-135.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	9.0%	10.9%	1.9 p.p.
Margen Ebitda	18.2%	18.5%	0.26 p.p.
UPA	-0.172	0.061	-135.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**COMERCIALES / Marisol Huerta Mondragón**
**Soriana (SORIANA B, Mantener, PO 2013 P\$51.00)**

- Soriana presentará resultados débiles durante el 2T13, afectada por el menor dinamismo que registraron las ventas durante el trimestre. Estimamos que las ventas de la compañía presentaran estabilidad en ingresos con un avance marginal de 0.2% a/a. Durante el trimestre estimamos una caída de 2.0% en VMT, mismas que se verá compensada por el crecimiento orgánico de los últimos 12 meses.
- Esperamos un nivel de aperturas de 14 unidades, lo que representa apenas el 25% de la meta planteada por la compañía de 60 unidades, cabe señalar que las mismas se aceleran normalmente en la segunda parte del año.
- Aunado a la debilidad del consumo, el trimestre en términos de ventas estuvo afectado por el efecto de semana santa que este año se registró en marzo, así como un día menos de venta en el mes de junio.
- De acuerdo con nuestras expectativas a nivel operativo prevemos un retroceso de 4.0% en EBITDA, el margen EBITDA reportaría una caída de 30pb a 6.9%, simplemente por el desapalancamiento operativo al registrar menores ventas.
- Pese al entorno de debilidad que ha prevalecido en el consumo a lo largo de este año, consideramos que un repunte hacia la parte final del mismo es muy probable. Con base en los estimados de nuestro equipo de economía, el PIB durante el segundo semestre se ubicará en 3.4% desde un 2.0% de la primera mitad del año, siendo por trimestre el 4T13 el que mayor dinamismo presentaría. En este escenario de recuperación gradual consideramos que Soriana será una de las empresas que se verá mayormente beneficiada, una vez que la recuperación económica comenzaría a notarse en la zona norte del país, por su estrecha relación con EUA, zona en la que Soriana tiene una mayor presencia (46% de su piso de ventas). Asimismo las inversiones que ha venido realizando la compañía tanto en Sistemas de información como en la red de suministro, combinado con el programa de reducción de costos (energía), compensaran el escenario de debilidad en ventas y mantendrán estables los márgenes al cierre del año.

- Soriana publicará sus cifras correspondientes al 2T13 el 26 de julio en el transcurso de la mañana. La conferencia con analistas está programada para las 12:00 pm

**Soriana – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	25,472	25,526	0.2%
Utilidad de Operación	1,328	1,251	-5.8%
Ebitda	1,835	1,761	-4.0%
Utilidad Neta	813	869	6.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	5.2%	4.9%	-0.30pp
Margen Ebitda	7.2%	6.9%	-0.30 pp
UPA	0.45	0.48	6.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**Walmart de México y Centroamérica (WALMEX V, Mantener, PO 2013 \$40.00)**

- Estimamos estabilidad en las Ventas Totales de la compañía con un avance marginal de 0.8%. Con las cifras de ventas ya conocidas estimamos que en México los ingresos en el segundo trimestre de 2013 crecieron 3.0% en términos anuales, apoyado en la apertura de 47 unidades, lo que compensó la debilidad en ventas a unidades iguales de 1.6% a/a. Por su parte Centroamérica no se observa crecimiento en VMT, no obstante la volatilidad cambiaria representaría una baja en las ventas totales de forma anualizada cercana al 4.0%.
- Aunado a la debilidad del consumo, el trimestre en términos de ventas estuvo afectado por el efecto de semana santa que este año se registró en marzo, así como un día menos de venta en el mes de junio.
- Consideramos que la mayor actividad promocional que ha venido realizando la compañía con el fin de mantenerse sólida frente a la competencia se verá reflejada en la parte operativa donde no observamos crecimientos y si un deterioro en margen que podría ser de 10pb a/a a 9.1
- Consideramos que la debilidad en resultados que observa la compañía en la primera mitad del año se mantendrá al menos durante el tercer trimestre, lo anterior con base en los indicadores macro conocidos hasta el momento, donde la confianza del consumidor suma tres meses de baja derivado de el alza en precios de los meses de febrero a mayo y las perspectiva de un menor crecimiento en el país. A lo que se suma la menor generación de empleo. Nuestro equipo de economía considera que habrá variables que comenzarán a tener un mejor desempeño hacia la parte final del año, como lo es el gasto del gobierno y la posibilidad de que se concreten las reformas estructurales. Lo anterior volverá a dar dinamismo a la economía y con ello se verá impulsada la demanda interna.
- La empresa dará a conocer sus cifras correspondientes al 2T13 el 25 de julio al cierre de Mercado. La conferencia está programada para las 16:00 pm

**Walmex– Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	98,506	99,295	0.8%
Utilidad de Operación	6,975	6,951	-0.4%
Ebitda	9,060	9,080	0.2%
Utilidad Neta	4,936	4,986	1.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	7.1%	7.0%	-0.2pp
Margen Ebitda	9.2%	9.1%	-0.1 pp
UPA	0.28	0.28	1.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**COMERCIO ESPECIALIZADO / Marisol Huerta Mondragón**
**Alsea (ALSEA\*, Mantener, PO 2013 \$40.00)**

- Estimamos crecimientos positivos a nivel de ingresos impulsado por el avance en Ventas Mismas Tiendas y crecimiento orgánico. Para las ventas esperamos un avance de 10.7%.
- Por formatos, consideramos que la debilidad en ventas que pudiera mostrar el formato de Burger King relacionado con el menor dinamismo en el consumo en México se verá compensado con el avance que han registrado formatos como Starbucks, Chili's, CPK e Italianni's que muestran crecimiento a ritmo de doble dígito.
- Adicionalmente, consideramos que los efectos como Semana Santa que cayó en marzo y un domingo de menos en junio se reflejarán en un menor dinamismo en ventas en el trimestre.
- Para el desempeño a nivel operativo, creemos que la estabilidad en los precios de la materia prima y la apreciación del peso respecto al dólar beneficiará el margen bruto. Sin embargo en la parte de gastos consideramos que la apertura de las unidades en Chile, así como la expansión más agresiva para Starbucks derivará en un menor desempeño en márgenes.
- Alsea reportará sus cifras correspondientes al 2T13 el 25 de julio al cierre de mercado.

**Alsea – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	3,427	3,793	10.7%
Utilidad de Operación	230	228	-1.2%
Ebitda	431	476	10.6%
Utilidad Neta	133	110	-17.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	6.7%	6.0%	-0.7pp
Margen Ebitda	12.6%	12.6%	0.0pp
UPA	0.21	0.16	-24.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

### Genomma Lab (LAB B, Compra, PO 2013 \$35.00)

- Estimamos crecimientos a ritmo de doble dígito para LAB para el 2T13. De acuerdo con nuestros estimados los ingresos registrarían un crecimiento de 19.7% en términos anuales, impulsados principalmente por las operaciones internacionales lo que compensaría la estabilidad que prevemos para el mercado nacional.
- Para el mercado nacional estimamos cero crecimiento en ventas, afectado por un menor dinamismo en el consumo que afectó principalmente del sector de cuidado personal, y que pudo ser compensado por el desempeño positivo en las ventas de los productos OTC. Además las ventas nacionales seguirán reflejando el cambio de estrategia comercial con sus principales clientes para el manejo de mercancías.
- A nivel internacional, creemos que el dinamismo continuará con un crecimiento cercano al 60% en ingresos, donde Estados Unidos será el que lidere el repunte ante el lanzamiento de marcas y la iniciativa que tiene con Walgreens y Walmart que seguirá incrementado su presencia en dicho mercado.
- A nivel operativo consideramos que los mayores gastos por las recientes adquisiciones y la estrategia de crecimiento a nivel internacional impactaran los márgenes de la empresa. Prevemos un crecimiento de 19.8% en EBITDA.
- Seguimos positivos respecto al desempeño de la compañía para el cierre de año, donde nos mantenemos positivos respecto a que se registre un crecimiento en Ventas Netas de por lo menos 16% y un margen EBITDA superior al 26.5 % para los resultados acumulados de 2013. El crecimiento de este año se verá sostenido principalmente por la expansión internacional, así como por las principales iniciativas que tiene la compañía.
- LAB reportará sus cifras el 25 de julio al cierre de mercado, la conferencia de resultados se realizará al día siguiente

#### LAB – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos).

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,074	2,482	19.7%
Utilidad de Operación	436	572	31.0%
Ebitda	502	602	19.8%
Utilidad Neta	279	331	18.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	21.0%	23.0%	+2.0pp
Margen Ebitda	24.2%	24.2%	+0.0pp
UPA	0.27	0.31	18.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

## CONGLOMERADOS / Carlos Hermosillo Bernal

### Alfa (ALFA A, Mantener, PO 2013 \$31.00)

- Alfa reportará sus cifras al 2T13 el próximo 15 de julio, posiblemente durante la sesión de remate. Aunque comparativamente no esperamos ver un gran crecimiento operativo A/A, la evolución secuencial sí deberá ser favorable y sería la base de un reporte que calificamos como positivo.
- Nuestras estimaciones consideran un crecimiento de 6% en ingresos (P\$54,820m), pero una reducción de 1% en EBITDA (P\$6,467m). Por su parte, estimamos una utilidad neta por P\$2,318m que compara muy favorablemente A/A (+53%e) debido a la ausencia de cargos financieros virtuales en este 2T13.
- Nuevamente, esperamos que la división autopartes (Nemak) sea la principal responsable del crecimiento en la línea operativa (+25% ingresos y +16% EBITDA) gracias a su posicionamiento entre las OEMs líderes en Norteamérica y Europa, así como las nuevas plataformas que ha venido atendiendo en los últimos meses. Por el contrario, la división petroquímica (Alpek) sería nuevamente el punto débil del reporte (-3% ingresos, -17% EBITDA), aunque en términos secuenciales si deberíamos ver cierta mejoría al aliviarse gradualmente la presión del desbalance de insumos, particularmente lo que respecta a paraxileno.
- En su división alimentos (Sigma) esperamos un crecimiento modesto (+6% ingresos y +4% EBITDA) que respondería a avances en volumen principalmente. Nos parece que la debilidad del consumo en esta primera mitad de año debería de haber limitado los avances en precios que Sigma, como otros fabricantes, han intentado aplicar desde comienzos del año.
- En telecomunicaciones (Alestra) estimamos un sólido crecimiento que sería cercano a 8%, gracias a una mayor penetración de sus servicios de valor agregado, aún cuando los servicios básicos de LD sufran una caída notable. No obstante, dado el peso relativo de esta división, su impacto será menor a nivel consolidado.

Con un plan de inversiones relativamente moderado y ninguna adquisición de tamaño considerable en este periodo, estimamos que la posición financiera de Alfa muestre de nueva cuenta una mejoría sensible, llegando a presentar una deuda neta por P\$36,874m que si bien sería 3% inferior respecto al cierre de marzo, presentará disminución de 13% respecto al nivel reportado hace un año. Nuevamente, el frente financiero en Alfa no es preocupación alguna.

#### Alfa – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	51,568	54,820	6.3%
Utilidad de Operación	4,562	4,520	-0.9%
Ebitda	6,501	6,467	-0.5%
Utilidad Neta	1,512	2,318	53.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.8%	8.2%	-0.6 p.p.
Margen Ebitda	12.6%	11.8%	-0.81 p.p.
UPA	0.292	0.450	54.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**FINANCIERO** / *Marissa Garza Ostos*

**Compartamos (COMPARC\*, Mantener, PO 2013 \$21.50)**

- Compartamos estará reportando sus resultados del 2T13 el martes 23 de julio próximo, tras el cierre de los mercados. Consideramos que la compañía mostrará buenos resultados, aunque consideramos buena parte de ellos ya se encuentran incorporados en los niveles actuales de valuación. La mejor absorción de costos y gastos y un menor nivel de impuestos se verá reflejada en un crecimiento en la utilidad neta más acorde con el crecimiento en el Margen Financiero. La mayor contribución de los créditos individuales en la mezcla de productos, así como la mayor competencia y un mercado de créditos grupales más maduro, seguirá presionando el índice de morosidad este trimestre.
- Nuestros estimados asumen un crecimiento cercano al 8.7% A/A en el número de clientes atendidos por la compañía, para acercarse a los 2.76 millones. En México, anticipamos un aumento interanual en la base de clientes del 7.8%, mientras que en Perú nuestros estimados asumen un crecimiento cercano al 25.2% A/A. Por otro lado, la mayor contribución de los créditos individuales cuyos montos promedio son mayores, ayudará al crecimiento en la cartera total donde anticipamos un incremento de alrededor del 33.9% A/A para ubicarse en P\$20,680 millones.
- Impulsado por los crecimientos en clientes y cartera, nuestros estimados contemplan un aumento del 28.3% A/A en el Margen Financiero, y ajustado por riesgos del 21.0%. Anticipamos un fuerte incremento en las provisiones cercano al 103.1% al ubicarse en P\$392.4 millones, ante la mayor participación de créditos individuales y urbanos en el portafolio.
- Nuestros estimados asumen un aumento interanual del 24.6% en los gastos operativos resultado de la implementación de proyectos estratégicos que incluyen desarrollo de la red de corresponsalías denominada “Yastas” y la asociación de Compartamos en “Aterna” como bróker de microseguros, no sin olvidar la implementación del sistema de tecnología SAP y los handhelds para los promotores. A pesar de lo anterior, la mejor absorción de costos y gastos y un menor nivel de impuestos se verá reflejada en un crecimiento en la utilidad neta de 22.3% al ubicarse en P\$499 millones, más acorde con el crecimiento en el Margen Financiero. El ROE deberá mantenerse en un nivel cercano al 24.8%.
- A nivel consolidado esperamos que el índice de cartera vencida a cartera total muestre un deterioro al ubicarse en 3.9% vs. 3.6% previo (3.0% en el 2T12), afectado por la mayor competencia y la mayor contribución de créditos individuales con un mayor perfil de riesgo.

**Comparc – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ingresos Financieros	2,346	2,997	27.8%
Margen Financiero	2,175	2,790	28.3%
Utilidad de Operación	654	764	16.9%
Utilidad Neta	408	499	22.3%
<b>Indicadores</b>			
ROE	26.5%	24.8%	-1.7pp
MIN (Margen de Interés Neto)	47.9%	47.5%	-0.4pp
CV/CT	3.0%	3.9%	+0.9pp
Provisiones/CT	5.1%	5.3%	+0.2pp

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**Crédito Real (CREAL \*, Compra, PO 2013 \$27.00)**

- CREAL estará publicando sus resultados del 2T13 en la semana del 22 al 26 de julio. Anticipamos un trimestre positivo con un crecimiento del 67.6% A/A en la utilidad neta para ubicarse en P\$209 millones. Lo anterior es resultado de un sólido desempeño en la cartera de créditos principalmente vía nómina, y el crecimiento en las utilidades de asociadas, reflejo de las participaciones de la compañía en *Kondinero*, *Credifiel* y *Crédito Maestro*.
- Nuestros estimados asumen un crecimiento anual del 23.4% en la cartera de créditos, la cual anticipamos deberá ubicarse en alrededor de P\$7,339 millones, apoyado por el aumento cercano al 25% en los créditos vía nómina, gracias al sólido desempeño en la originación de créditos sustentado en las participaciones minoritarias de la compañía.
- Por su parte, el margen financiero deberá crecer 29.7% A/A al ubicarse en P\$434 millones. Esto es resultado del crecimiento en la cartera en conjunción con un menor costo de financiamiento.
- De acuerdo a nuestros estimados, durante el 2T13, las participaciones minoritarias de *Kondinero*, *Credifiel* y *Crédito Maestro* deberán contribuir con alrededor de P\$43 millones, representando cerca del 20% de la utilidad neta esperada para el trimestre.
- Por lo que respecta al índice de cartera vencida este deberá de ubicarse en 2.1%, mostrando un ligero deterioro respecto del 1.8% anterior, aunque aún en niveles muy bajos y por debajo de la industria.

**Creal – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos).**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ingresos Financieros	492	606	23.2%
Margen Financiero	335	434	29.7%
Utilidad de Operación	121	211	73.4%
Utilidad Neta	125	209	67.6%
<b>Indicadores</b>			
ROE	36.3%	23.9%	-12.4pp
MIN (Margen de Interés Neto)	16.7%	18.8%	+2.1pp
CV/CT	1.9%	2.1%	+0.2pp
Provisiones/CT	2.4%	2.1%	-0.3pp

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

## INFRAESTRUCTURA / José Itzamna Espitia Hernandez

### Ica (ICA \*, Compra, PO 2013 \$33.00)

- Con fecha de 26 de julio, se espera que Ica reporte sus resultados al 2T13 con variaciones esperadas en Ventas de +1.3% y en Ebitda Ajustada de +3.7%, para colocarse en P\$9,584m y P\$1,536m, respectivamente.
- A pesar de que estimamos una disminución en los ingresos (-10.0%) en la parte de Construcción Civil (peso de 78.2% en los ingresos últimos 12 meses), consideramos que dicha caída será compensada por los incrementos en Concesiones de 45.0% (peso de 13.5%), así como un aumento en Aeropuertos de 12.0% (peso de 9.1%), resultado de un favorable desempeño del total de tráfico de pasajeros. El nivel de ingresos en Construcción Civil sería 50.0% respecto al 1T13, implicando una recuperación notable conforme el gasto gubernamental ha ido avanzando; este punto sería clave para la recepción del reporte en los mercados.
- Preveamos crecimientos de 3.0% y 3.7% en la Utilidad Operativa y en el Ebitda Ajustada, respectivamente, derivado principalmente de mejores márgenes de Concesiones y Aeropuertos. Estimamos cierta estabilidad en los márgenes, ubicando al margen Operativo en 10.4% y al margen Ebitda en 16.0%, representando variaciones de +0.17pb y +0.37pb, respectivamente.
- Pronosticamos que la utilidad neta mayoritaria disminuirá 4.9%, llegando a P\$162m. Referente a la Deuda Total de Ica, estimamos que para el 2T13 se coloque en \$58,519m, la cual representa un aumento de 8.0% vs. 2T12.

#### Ica – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	9,459	9,584	1.3%
Utilidad de Operación	967*	996	3.0%
Ebitda Ajustada	1,481	1,536	3.7%
Utilidad Neta	170	162	-4.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	10.2%	10.4%	0.17pp
Margen Ebitda Ajustada	15.7%	16.0%	0.37pp
UPA	0.28	0.27	-5.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

### Pinfra (PINFRA\*, Venta, PO 2013 \$110.00)

- Esperamos que el próximo 26 de julio, Pinfra reporte sus resultados al 2T13 con variaciones en Ventas de 19.8% y en Ebitda de 19.4%, para colocarse en P\$1,323m y P\$881m, respectivamente.

- El segmento de Concesiones —81.5% de las ventas totales últimos 12 meses— será el principal impulsor de las ventas totales con un aumento de 19.6% debido a la incorporación del Paquete de Puebla y al buen desempeño en el aforo de sus autopistas; seguido de un aumento en el segmento de Construcción (peso de 11.4%) de 20.2%, y finalmente en Plantas (peso de 7.2%) de 4.9%. Pinfra ha incrementado el monto invertido en sus concesiones a fin de adecuarles a las necesidades de mayor tráfico, luego de recibir nuevas adecuaciones en varias de sus concesiones; de ahí el aumento en ingresos por construcción.
- Estimamos variaciones de 20.6% y 19.4% en la Utilidad Operativa y en el Ebitda, respectivamente. Preveamos estabilidad en la rentabilidad para la compañía con un margen Operativo de 59.9% y un margen Ebitda de 66.6%, representando variaciones de +37pb y -22pb, respectivamente.
- Proyectamos que la utilidad neta mayoritaria tendrá un incremento de 32.2%, llegando a P\$559m, resultado principalmente de los crecimientos en sus resultados operativos y un menor Costo Integral de Financiamiento.

**Pinfra – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	1,104	1,323	19.8%
Utilidad de Operación	657	792	20.6%
Ebitda Ajustada	738	881	19.4%
Utilidad Neta	423	559	32.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	59.5%	59.9%	0.37pp
Margen Ebitda Ajustada	66.9%	66.6%	-0.22pp
UPA	0.61	1.47	141.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**MEDIOS DE COMUNICACIÓN / Manuel Jiménez Zaldivar**

**Megacable Holdings (MEGA CPO, Mantener, PO 2013 \$37.00)**

- Estimamos que los resultados de Megacable al 2T13 serían positivos mostrando crecimientos a nivel operativo a pesar de la desaceleración de la economía observada durante el periodo. El empaquetamiento de servicios triple play (voz, video y datos) continua siendo una buena herramienta para la captación de clientes, no obstante, estos generan presión en el ingreso promedio por suscriptor (ARPU) por lo que estimamos una reducción anual del 2.1%. Para las Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) calculamos un incremento de 10.5% vs 2T12 representando 52.9 mil adiciones netas con lo que la base total terminaría en 3.6 millones. Por tipo de servicio estimamos crecimientos de 6.2% en video, 19.2% en accesos a internet y 14.8% en telefonía.

- Para los ingresos consolidados calculamos un monto de P\$2,370m, es decir, un aumento de 8.2% A/A como resultado del avance en suscriptores y la reducción en el ARPU. Los costos de programación se incrementarían 6.8% A/A por el crecimiento de suscriptores (dado que el esquema de cobro es una tarifa por suscriptor) y en menor medida por la depreciación del peso mexicano. En cuanto a los gastos de operación estimamos un crecimiento de 9.2% A/A debido a mayores comisiones pagadas a la fuerza de ventas. Las economías de escala generadas son más evidentes al calcular los costos y gastos mensuales por UGI; en base a nuestros estimados esta razón bajaría 2.4% A/A. Con base en lo anterior calculamos un Ebitda de P\$997m (+8.5% vs 2T12) y equivaldría a un margen de Ebitda de 42.1% (+10pb A/A).
- La deuda con costo de Mega es muy baja es por esto que los gastos financieros no son significativos; en este trimestre calculamos que la caja sea 27% mayor que la deuda con costo. En la tasa efectiva de impuestos estimamos un 22.5% por lo que la provisión para impuestos aumentaría 23.8% A/A. El buen desempeño operativo provocaría un aumento de 9.2% en la utilidad neta y el ROE se mantendría en 12.0%.

**Mega – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,191	2,370	8.2%
Utilidad de Operación	592	632	6.8%
Ebitda	919	998	8.5%
Utilidad Neta	443	484	9.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	26.7%	27.0%	-0.4pp
Margen Ebitda	42.0%	42.1%	+0.1pp
UPA	\$0.516	\$0.564	9.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

**Televisión Azteca (AZTECA CPO, Venta, PO 2013 \$9.50)**

- La desaceleración de la economía mexicana y un menor gasto del gobierno influirán nuevamente en los resultados del 2T13 de Televisión Azteca, aunque prevemos que el impacto será menor que el observado en el 1T13. Aún así, estimamos que los resultados serían débiles. Para las ventas consolidadas calculamos una caída anual de 5.2%, es decir un monto de P\$2,837m. Los ingresos de televisión abierta podrían retroceder 5.5% y los ingresos de Azteca America podrían caer 1.0%. Para los ingresos de exportación proyectamos una reducción de 10% por un difícil comparativo del 2T12.
- Ante una menor generación de ingresos creemos que Azteca podría haber ajustado parcialmente sus costos de programación por lo que calculamos una caída anual de 4.5%. En cuanto a los gastos estimamos un incremento de 2.5% A/A. Para el Ebitda estimamos un monto de \$873 lo que representaría una reducción de 9.6% y una caída de 1.5pp en el margen de Ebitda para ubicarse en 30.8%.
- En los costos financieros estimamos una reducción de 32.4% como resultado de menores pérdidas cambiarias principalmente. Además estimamos una menor provisión para impuestos ya que en el 2T12 ésta

fue inusualmente alta, la tasa efectiva que estimamos para este periodo es de 28.0% vs 83.4% del 2T12. Para la utilidad neta estimamos un monto de P\$220m, es decir, un avance de 445.0% A/A por los menores costos financieros y de impuestos compensando la debilidad operativa.

- Durante el trimestre, los accionistas aprobaron una emisión de bonos por hasta US\$1,000m con el objetivo de refinanciar parte de su deuda y para usos corporativos generales. No anticipamos cambios sustanciales en su razón de deuda neta a Ebitda la cual estimamos en 0.7x.

**Azteca – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,994	2,837	-5.2%
Utilidad de Operación	731	653	-10.7%
Ebitda	966	873	-9.6%
Utilidad Neta	40	220	445.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	24.4%	23.0%	-1.4pp
Margen Ebitda	32.3%	30.5%	-1.5pp
UPA	\$0.013	\$0.074	445.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

**METALES Y MINERÍA / Marissa Garza Ostos**

**Grupo México (GMEXICO B, Compra, PO 2013 \$51.60)**

- GMEXICO estará publicando sus resultados del 2T13 entre el 24 y el 26 de julio próximos. Anticipamos un trimestre débil, afectado por un comparativo adverso en los precios de los metales A/A, principalmente cobre y molibdeno. No obstante, creemos que el débil reporte ya se encuentra reflejado en las valuaciones actuales.
- De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones asumimos disminuciones del -9.7% y -16.0% A/A en los ingresos y EBITDA consolidados de la compañía, respectivamente. Lo anterior se explica principalmente por la baja del -8.1% A/A en los precios promedio del cobre (US\$3.25 en 2T13 vs \$3.55 en 2T12 por libra), en conjunción con una disminución del -6.3% en los volúmenes afectados por la menor demanda. En cuanto al molibdeno, los precios mostraron una caída interanual cercana al -20%, y anticipamos una recuperación en volúmenes cercana al 3% A/A.
- La debilidad anticipada en la división minera se verá parcialmente compensada con los resultados de las subsidiarias de transporte e infraestructura. Transporte continuará mostrando importantes eficiencias en materia de costos resultado de las inversiones realizadas. Esperamos que los ingresos y el EBITDA crezcan 6.8% y 8.9% A/A, respectivamente. Por lo que respecta para el segmento de infraestructura anticipamos una contribución por alrededor de US\$45 millones al EBITDA.

- Nos mantenemos positivos respecto de las perspectivas para GMéxico en el largo plazo dado el fuerte incremento esperado en capacidad en la división minera hacia 2015-2016, las inversiones realizadas en la división transporte orientadas a una mejor eficiencia, y las perspectivas en la división de infraestructura.

**Gmexico – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de dólares)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,546	2,298	-9.7%
Utilidad de Operación	1,102	872	-20.8%
Ebitda	1,240	1,042	-16.0%
Utilidad Neta	624	488	-21.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	43.3%	38.0%	-5.3pp
Margen Ebitda	48.7%	45.3%	-3.4pp
UPA	\$0.08	\$0.06	-20.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**PETROQUIMICAS / Marissa Garza Ostos**

**Alpek (ALPEK A, Compra, PO 2013 \$35.00)**

- ALPEK estará reportando sus resultados al 2T13 el próximo lunes 15 de julio. Anticipamos otro trimestre débil para la compañía, aunque esperamos que los resultados muestren cierta mejoría respecto del trimestre previo. Seguimos pensando que uno de los catalizadores más importantes para Alpek será el anuncio de sus proyectos de inversión con Pemex con lo que se concretará la integración de la compañía hacia el MEG (monoetilenglicol), uno de los principales insumos para la producción del PTA/PET. Esperamos que esto se anuncie antes que acabe el 2013.
- De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, asumimos disminuciones del -2.7% y -16.9% A/A en los ingresos y EBITDA de la compañía, respectivamente. Los resultados en la Cadena de Poliéster se verán afectados por las bajas observadas en los precios del paraxileno en los últimos meses. Lo anterior a su vez afectó los volúmenes debido al retraso en las compras por parte de algunos clientes ante la expectativa de que los precios podrían continuar bajos. Asimismo, debemos considerar el cierre de las operaciones de Cape Fear a partir de este trimestre.
- En particular, la mayor disminución proporcional en EBITDA respecto de la esperada en ingresos se explica por las presiones en los márgenes que se mantiene. En la Cadena de Poliéster los márgenes de PET/PTA deberán continuar afectados por la tendencia que prevalece en Asia, mostrando una ligera recuperación respecto del trimestre previo, pero aún en niveles bajos. Mientras que en la división de Plásticos y Químicos, el caprolactama seguirá afectando los resultados de la compañía.

**Alpek – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	25,729	25,039	-2.7%
Utilidad de Operación	2,166	1,727	-20.2%
Ebitda	2,707	2,248	-16.9%
Utilidad Neta	1,226	1,276	+4.1%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.4%	6.9%	-1.5pp
Margen Ebitda	10.5%	9.0%	-1.5pp
UPA	\$0.58	\$0.60	+4.1%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**Mexichem (MEXCHEM \*, Compra, PO 2013 \$71.00)**

- MEXCHEM estará publicando sus resultados del 2T13 entre el 24 y el 26 de julio próximos. La compañía ya dio a conocer sus cifras preliminares del trimestre las cuales anticipan ventas por P\$16,900 millones y EBITDA por P\$3,250 millones, mostrando disminuciones interanuales del -4% y -18% respectivamente. Estas cifras se encuentran en línea con nuestros estimados a nivel de ventas y ligeramente por debajo a nivel de EBITDA. Lo más relevante a observar en el reporte del trimestre será cualquier anuncio relacionado con alguna adquisición y/ o alianza estratégica que ayude a que la compañía logre su guía de crecimiento de 20% en ventas y EBITDA que actualmente se ve muy difícil de alcanzar.
- De acuerdo a la compañía, la debilidad en resultados, en su mayor parte ya anticipada, se explica por los menores precios de los gases refrigerantes, el retraso en obras de infraestructura en países como México, Colombia, Brasil, Argentina y Perú y el entorno macroeconómico adverso en Europa. Lo anterior se vio parcialmente compensado con la consolidación de tres meses completos de Wavin en comparación con 2 meses en el 2T12, la integración a partir de junio del negocio de resinas especiales de PVC Polyone y el efecto cambiario derivado de las devaluaciones de las monedas principalmente en Latinoamérica frente al dólar, con énfasis en Brasil, Colombia y México.
- La empresa menciona que continúa con la reestructura de las operaciones en Europa para adaptar el negocio a las condiciones actuales tanto económicas como del mercado, logrando grandes avances y esperan tener resultados más relevantes en los próximos trimestres. Así mismo, continúan con inversiones en maquinaria con tecnología diferenciada y con la consolidación de las adquisiciones y las sinergias que seguirán contribuyendo a los resultados de la compañía. Respecto a los precios de gases refrigerantes, no prevén una recuperación de los mismos en el corto plazo, pero si una potencial mejora en los resultados de la Cadena Flúor a partir de 2014 como resultado de los nuevos precios estimados de Fluorita, por lo cual, ven al 2013 como un año de transición.

**Mexchem – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	17,634	16,932	-4.0%
Utilidad de Operación	2,914	2,263	-22.3%
Ebitda	3,953	3,405	-13.9%
Utilidad Neta	1,557	1,067	-31.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.5%	13.4%	-3.1pp
Margen Ebitda	22.4%	20.1%	-2.3pp
UPA	\$0.74	\$0.51	-31.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

**TELEFONÍA / Manuel Jiménez Zaldivar**
**América Móvil (AMX L, Mantener, PO 2013 \$13.75)**

- Para el 2T13 estimamos que los resultados de América Móvil podrían ser débiles al ser afectados por la desaceleración económica tanto en México como en Latinoamérica, una fuerte competencia entre operadores así como mayores costos de equipo por la migración de los suscriptores hacia paquetes que incluyen datos móviles y “smartphones”. La volatilidad de las monedas latinoamericanas frente al dólar incidirá más en el balance que en el estado de resultados elevando las razones de apalancamiento.
- Calculamos un incremento del 6.2% en la base de líneas celulares, es decir, 4.65 millones de adiciones netas de las cuales el 27.2% se obtendrían en Brasil seguido por México con el 22.0%. Para los accesos fijos estimamos un crecimiento de 8.7% equivalente a 1.29 millones de adiciones netas siendo en su mayoría generadas en Brasil a través del servicio de televisión de paga. La adición de ambas bases llevaría a Amx a reportar un total de 334.1 millones (+6.7% A/A) de Unidades Generadoras de Ingreso. La competencia en la región y el empaquetamiento de servicios de triple play seguirían ejerciendo presión sobre el ingreso promedio por suscriptor lo cual creemos que sería parcialmente compensado con un mayor tráfico y la migración de usuarios hacia los servicios de datos móviles.
- Nuestra proyección para los ingresos consolidados de Amx al 2T13 es de P\$189,765m siendo una caída de 1.0% A/A desglosando esta cifra estimamos variaciones de -2.6% en las ventas por servicio y +16.4% en los ingresos por venta de equipo. En este trimestre calculamos una caída de 9.0% en el ARPU consolidado por la erosión en tarifas y también el efecto de conversión de monedas extranjeras. En el Ebitda consolidado estimamos un monto de P\$61,910 lo que representaría una caída anual de 5.4% y un margen de Ebitda de 32.6% (-1.5pp vs 2T12); para la mayoría de los territorios estimamos un deterioro en márgenes por los subsidios.

- La depreciación de las monedas latinoamericanas frente al dólar afectaría los resultados al registrarse pérdidas cambiarias. Es por esto que estimamos una caída de 3.2% en la utilidad neta lo que la ubicaría en P\$12,678m. En esta rubro nuestras cifras son más pesimistas vs el consenso del mercado (registrado en Bloomberg) de P\$22,285m. Si las estimaciones de consenso no se corrigen cabría la posibilidad de que la emisora decepcione al mercado.
- En el trimestre la compañía tuvo importantes salidas de efectivo 1) recompró 2,220 millones de acciones reduciendo 3.0% vs 1T13 las acciones en circulación representando un cargo de P\$28,370m y 2) la suscripción de capital en KPN implicando para Amx un monto aproximado de €833m. Estimamos que la empresa finalizó el 2T13 con una razón de deuda neta a Ebitda de 1.6x, nivel no antes visto que compararía desfavorablemente con el 1.4x del 2T12 y podría preocupar a los inversionistas.

**Amx – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	191,739	189,766	-1.0%
Utilidad de Operación	39,117	36,750	-6.1%
Ebitda	65,465	61,910	-5.4%
Utilidad Neta	13,250	12,678	-4.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	20.4%	19.4%	-1.0pp
Margen Ebitda	34.1%	32.6%	-1.5pp
UPA	\$0.174	\$0.176	1.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

**Axtel (AXTEL CPO, Mantener, PO 2013 \$4.20)**

- Estimamos que los resultados de Axtel al 2T13 podrían ser débiles como resultado de la fuerte competencia con otros operadores lo que representaría una pérdida de líneas de voz, un menor tráfico en las redes locales y de terminación de llamadas internacionales. Estimamos un bajo crecimiento en las adiciones del servicio de datos. Calculamos que la base total de líneas podría caer 9.5% A/A lo que equivaldría a una pérdida neta de 18.9 mil líneas. Para los de suscriptores de acceso a internet de banda ancha estimamos 3.5 mil adiciones netas, sin embargo, la base caería 1.3% A/A por el débil resultado mostrado en el 1T13. En cuanto al tráfico de llamadas locales estimamos una reducción de 4.0% debido al efecto de una menor base de líneas y el empaquetamiento de servicios.
- Creemos que la debilidad operativa provocaría una caída de 8.7% en los ingresos consolidados para ubicarse en un monto de \$2,455m. Desglosando esta cifra por tipo de servicio calculamos caídas de 10.5%, 7.7% y 18.3% en los ingresos del servicio local, larga distancia y tráfico internacional, respectivamente. Por el contrario, estimamos que los ingresos de datos y redes podrían aumentar 5.6% por las mayores tarifas cobradas en el servicio de Axtel X-tremo (FTTH).

- Desde el año pasado, la empresa ha realizado un programa de recortes de costos y gastos con el objetivo de hacer más eficiente su estructura operativa y también para poder absorber el costo del arrendamiento de las torres que fueron vendidas como parte de su reestructura financiera. Para este trimestre calculamos una reducción de 8.1% en el Ebitda para ubicarse en un monto de P\$646m siendo equivalente a un margen de Ebitda de 26.3% (+20pb A/A).
- En los gastos financieros calculamos una reducción de 48.1% A/A por un menor gasto por intereses y una reducción en las pérdidas cambiarias como resultado de un menor nivel de deuda. A nivel neto estimamos una pérdida de P\$562m siendo menor a los P\$977m del trimestre anterior principalmente por el cambio en la estructura financiera de la compañía. Estimamos una razón de Deuda Neta a Ebitda en 2.6x vs 3.2x del 2T12.

**Axtel – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	2,688	2,455	-8.7%
Utilidad de Operación	(62)	(160)	N.A.
Ebitda	703	646	-8.1%
Utilidad Neta	(978)	(562)	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	(2.3%)	(6.5%)	-4.2pp
Margen Ebitda	26.1%	26.3%	+0.2pp
UPA	(\$0.780)	(\$0.449)	N.A.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

**Maxcom Telecomunicaciones (MAXCOM CPO, Mantener, PO 2013 \$5.25)**

- Próximamente Maxcom estará acudiendo a las cortes de Estados Unidos bajo la Ley de Quiebras (capítulo 11) con el acuerdo de reestructura acordado entre sus accionistas, un grupo de tenedores de sus Notas Senior 2014 y Ventura Capital con el objetivo de reducir su costo financiero, alargar el vencimiento de su deuda y posteriormente obtener una capitalización de US\$45m, recursos con los que podría retomar el crecimiento. A este escenario le damos un 75% de probabilidad de cumplirse, si el plan de reestructura no se cumple la empresa tendría que enfrentar un proceso de concurso mercantil. En caso de lograrse este escenario la empresa tendría recursos para retomar el crecimiento. La reestructura busca reducir el costo financiero de la empresa, actualmente Maxcom tiene una relación de deuda neta a Ebitda de 3.2x, si la reestructura es exitosa ésta relación podría descender a 2.2x.
- Con base en nuestros estimados, los resultados al 2T13 de Maxcom podrían ser neutrales. La empresa ha registrado cuatro trimestres consecutivos con más de 14 mil adiciones netas a la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI). En este trimestre prevemos una desaceleración en el crecimiento derivado del entorno económico, nuestro estimado de adiciones netas se sitúa en 10,814 con lo que la base de UGI crecería 10.0% A/A, poco más del 90% de las adiciones serían UGI residenciales. El empaquetamiento de servicios y el entorno competitivo generan una erosión de las tarifas, en este trimestre estimamos un ingreso promedio mensual por suscriptor (ARPU) de \$297 lo que equivaldría a una caída anual del 1.8%.

- La combinación de un crecimiento en la base de UGI y la caída en el ARPU nos arrojan un estimado de P\$562m en los ingresos consolidados (+8.6% A/A); el segmento residencial contribuiría con el 45.7% de los ingresos totales seguido por el segmento comercial con el 29.2%. A pesar de que la empresa ha reducido su estructura de costos para este trimestre estimamos una reducción del margen de Ebitda de 32.9% en el 2T12 a 30.7%, el Ebitda estimado es de P\$172m, es decir, un aumento de 1.2%. Por último, a nivel neto estimamos una pérdida de P\$123m lo que compararía favorablemente con la pérdida de P\$239m del periodo anterior.

**Maxcom – Preliminares 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)**

Concepto	2T12	2T13e	Var %
Ventas	517	562	8.6%
Utilidad de Operación	(25)	30	N.A.
Ebitda	170	172	1.4%
Utilidad Neta	(239)	(123)	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	(4.8%)	5.3%	+10.1pp
Margen Ebitda	32.9%	30.7%	-2.2pp
UPA	(\$0.909)	(\$0.466)	N.A.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermosillo Bernal, Victor 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 y Juan Ignacio Neri, 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 certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

## 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 sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

### 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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, 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, Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

### 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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen 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 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

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 alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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; Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan 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 Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte.