

## WALMEX

Nota de Empresa

3 de agosto de 2016

### VMT siguen sorprendiendo

- Las VMT en México crecieron **12.1% A/A**, arriba de nuestro estimado (10%e), y mucho mejor a la estimación del consenso (8.2%e). Esperamos una reacción positiva en el precio de la emisora
- Las VT en México aumentaron **13.2% vs 11.6%e**, impulsadas por un positivo avance de **10% en el ticket promedio y de 2% en el tráfico**. En CA las VMT crecieron **11% vs 6%e** y las VT **14.8% A/A**
- Reiteramos nuestra recomendación de **Compra y PO2016 de P\$48.00**. Recomendamos aprovechar el reciente ajuste en la emisora para aumentar la exposición hacia Walmex

**Sorprendente crecimiento en VMT.** Calificamos como positivo el reporte de ventas del mes de julio, luego de que los crecimientos en las VMT resultaran mayores a nuestras proyecciones (12.1% vs 10%e), y 11% en CA vs 6%e. Esperamos una reacción favorable en el precio de la emisora, como resultado del amplio diferencial contra el estimado del consenso de Infosel de 8.2%e para México, y 5.1% para CA. En México, el desempeño se mantuvo fuerte debido a la buena dinámica del consumo interno, apalancada de un exitosa estrategia comercial, los cuales se pusieron de manifiesto a través de un positivo avance de 10.1% en el ticket promedio vs 7.3%e, y de 2% en el tráfico. De esta manera, los ingresos totales en México crecieron 13.2% vs de 11.6%e, mientras que en CA lo hicieron 14.8% vs 11.3%e, aún sin considerar el efecto favorable por conversión cambiaria que sumó 17pp (31.8%). El rendimiento de la emisora vs nuestro PO de 13.3% es muy atractivo. A esto habría que añadir la potencial venta de Suburbia, que consideramos podría ser un catalizador adicional para la acción, toda vez que ello pudiera detonar distribuciones de efectivo adicionales, además de que le permitiría a Walmex enfocarse en su negocio clave.

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

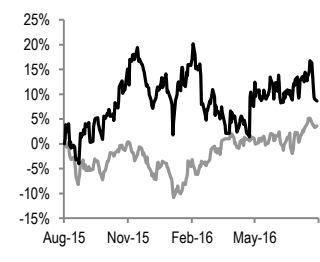
#### Valentín Mendoza

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

#### COMPRA

Precio Actual	\$43.17
<b>PO 2016</b>	<b>\$48.00</b>
Dividendo	0.90
Dividendo (%)	2.0%
Rendimiento Potencial	13.3%
Máx – Mín 12m (P\$)	46.70 – 34.70
Valor de Mercado (US\$m)	39,961.6
Acciones circulación (m)	17,461.4
Flotante	30%
Operatividad Diaria (P\$ m)	840.6

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



#### Estados Financieros

	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	440,988	489,367	548,168	575,308
Utilidad Operativa	33,609	35,145	42,303	47,919
EBITDA	41,781	45,347	50,855	57,057
Margen EBITDA	9.5%	9.3%	9.3%	9.9%
Utilidad Neta	30,426	26,376	28,347	32,976
Margen Neto	6.9%	5.4%	5.2%	5.7%
Activo Total	248,714	253,650	251,925	258,483
Disponible	28,048	24,791	14,351	15,895
Pasivo Total	98,468	101,829	124,386	120,905
Deuda	13,262	12,950	13,014	13,085
Capital	150,246	151,821	144,809	153,340

Fuente: Banorte-Ixe

#### Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	17.6x	16.5x	15.0x	13.4x
P/U	24.7x	28.5x	26.5x	22.8x
P/VL	5.0x	4.9x	5.2x	4.9x
ROE	20.8%	17.5%	19.1%	22.1%
ROA	12.2%	10.4%	11.3%	12.8%
EBITDA/ intereses	5.2x	7.4x	8.1x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	-0.4x	-0.3x	0.0x	0.0x
Deuda/Capital	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

### WALMEX – Resultados estimados (cifras nominales en millones de pesos)

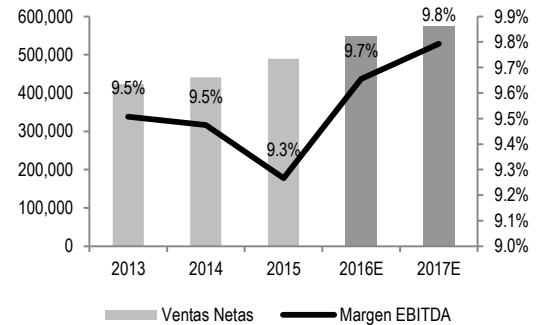
Estado de Resultados					
Año	2014	2015	2016E	2017E	TACC
<b>Ventas Netas</b>	<b>440,988</b>	<b>489,367</b>	<b>548,168</b>	<b>575,308</b>	<b>9.3%</b>
Costo de Ventas	343,369	381,987	424,933	446,846	9.2%
Utilidad Bruta	97,619	107,381	123,235	128,462	9.6%
Gastos Generales	64,010	72,235	81,228	83,955	9.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>33,609</b>	<b>35,145</b>	<b>42,303</b>	<b>47,919</b>	<b>12.6%</b>
Margen Operativo	7.6%	7.2%	7.7%	8.3%	3.0%
Depreciación Operativa	9,279	10,025	10,781	11,837	8.5%
<b>EBITDA</b>	<b>41,781</b>	<b>45,347</b>	<b>52,924</b>	<b>56,343</b>	<b>10.5%</b>
Margen EBITDA	9.5%	9.3%	9.7%	9.8%	
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(154)</b>	<b>55</b>	<b>(351)</b>	<b>(83)</b>	<b>-18.8%</b>
Intereses Pagados					
Intereses Ganados	481	504	557	598	7.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(696)	(588)	(964)	(679)	-0.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	62	139	56	(1)	-128.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas					
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>34,562</b>	<b>35,024</b>	<b>41,952</b>	<b>47,836</b>	<b>11.4%</b>
Provisión para Impuestos	9,521	10,087	12,159	13,873	13.4%
Operaciones Discontinuas	5,394	1,442			
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>30,435</b>	<b>26,379</b>	<b>29,792</b>	<b>33,964</b>	<b>3.7%</b>
Participación Minoritaria	9	3	4	5	-17.1%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>30,426</b>	<b>26,376</b>	<b>29,788</b>	<b>33,959</b>	<b>3.7%</b>
Margen Neto	6.9%	5.4%	5.4%	5.9%	
<b>UPA</b>	<b>1.738</b>	<b>1.511</b>	<b>1.706</b>	<b>1.945</b>	<b>3.8%</b>

### Estado de Posición Financiera

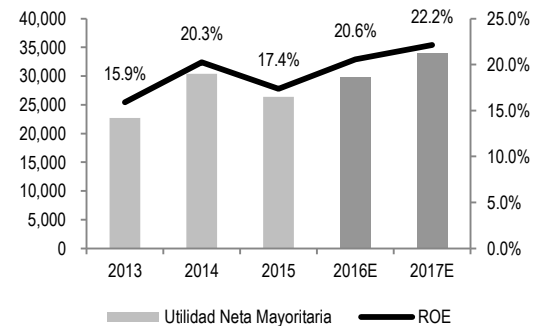
<b>Activo Circulante</b>	<b>90,452</b>	<b>84,849</b>	<b>76,269</b>	<b>79,394</b>	<b>-4.3%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	28,048	24,791	14,351	15,895	-17.2%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>158,262</b>	<b>168,801</b>	<b>175,655</b>	<b>179,089</b>	<b>4.2%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	125,996	130,222	134,730	138,164	3.1%
Activos Intangibles (Neto)	29,115	34,456	1,558	1,558	-62.3%
<b>Activo Total</b>	<b>248,714</b>	<b>253,650</b>	<b>251,925</b>	<b>258,483</b>	<b>1.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>75,528</b>	<b>77,309</b>	<b>83,475</b>	<b>81,445</b>	<b>2.5%</b>
Deuda de Corto Plazo	692	557	574	586	-5.4%
Proveedores	52,710	56,396	58,571	60,683	4.8%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>22,940</b>	<b>24,520</b>	<b>23,640</b>	<b>23,699</b>	<b>1.1%</b>
Deuda de Largo Plazo	12,570	12,394	12,440	12,498	-0.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>98,468</b>	<b>101,829</b>	<b>107,115</b>	<b>105,143</b>	<b>2.2%</b>
Capital Contable	150,246	151,821	144,809	153,340	0.7%
Participación Minoritaria	9	3	4	5	-17.1%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>150,223</b>	<b>151,795</b>	<b>144,782</b>	<b>153,311</b>	<b>0.7%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>248,714</b>	<b>253,650</b>	<b>251,925</b>	<b>258,483</b>	<b>1.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(14,786)</b>	<b>(11,841)</b>	<b>(1,337)</b>	<b>(2,810)</b>	<b>-42.5%</b>

Estado de Flujo de Efectivo				
	2014	2015	2016E	2017E
<b>Flujo del resultado antes de Impuestos</b>	<b>44,147</b>	<b>46,829</b>	<b>44,645</b>	<b>59,076</b>
Flujo de la Operación	(4,586)	(7,925)	7,730	(17,975)
Flujo Neto de Inversión	(5,522)	(8,028)	(11,904)	(12,143)
Flujo Neto de Financiamiento	(27,244)	(35,011)	(31,178)	(27,414)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>6,796</b>	<b>(4,136)</b>	<b>9,294</b>	<b>1,543</b>

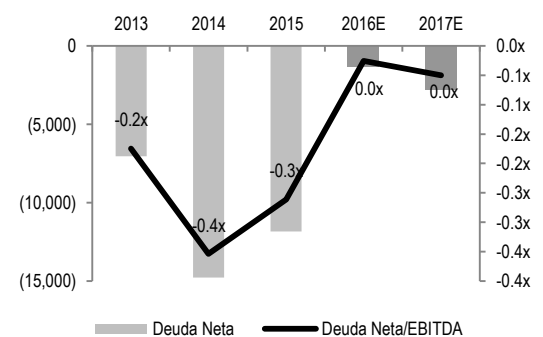
### Ventas y Margen EBITDA (cifras en millones)



### Utilidad Neta y ROE (cifras en millones)



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA (millones)



## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentin III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

## Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

## Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

**Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.**, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

## Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

## Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

## Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
<b>COMPRA</b>	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 a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

*La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.*

## Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
WALMEX	16/3/2016	Compra	P\$48.00
WALMEX	16/2/2016	Mantener	P\$48.00
WALMEX	27/10/2015	Compra	P\$50.00
WALMEX	03/09/2015	Mantener	P\$43.50

**Directorío de Análisis**

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

**Análisis Económico**

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

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

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

**Análisis Deuda Corporativa**

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

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faes@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.ceb@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roltan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454