

Amx

Nota de Empresa

28 de Abril 2017

Clave continuar con el ahorro en costos

- Los resultados de América Móvil en el 1T17 superaron nuestras expectativas y sustentan una mejor perspectiva para 2017 por lo que en este documento revisamos al alza nuestros estimados
- La administración implementó un programa de control de costos y gastos en las distintas subsidiarias con el que podría compensar parcialmente los efectos de la competencia sobre la rentabilidad
- Establecemos un PO 2017 de P\$15.75 mediante un modelo de valuación de flujos descontados. Este precio objetivo implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/EBITDA 2017e de 6.2x

Los márgenes podrían estabilizarse en 2017. Con los resultados del 1T17 hemos realizado algunos cambios en nuestros estimados para 2017 y los años siguientes. Después de varios años de caídas constantes en las tarifas de telefonía celular en Latinoamérica, consideramos que el ARPU podría estabilizarse en la mayoría de las divisiones y aumentar ligeramente en algunos países. Esto sería un efecto de la migración de clientes de pre-pago para convertirse en suscriptores de post-pago en combinación con una competencia más racional y una mayor demanda por servicios de valor agregado (internet móvil). Por otro lado, el control de costos y gastos que implementó por la administración desde finales del año pasado podría aligerar las presiones sobre los márgenes. Adicionalmente, incorporamos un escenario de menor depreciación del peso mexicano. Nuestra área de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio estima que la paridad del peso frente al dólar podría finalizar 2017 en P\$19.50 vs P\$23.50 que utilizamos en las proyecciones anteriores. Con base en lo anterior, calculamos las siguientes variaciones: ingresos +4%, EBITDA +5.9% y utilidad neta +544%.

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

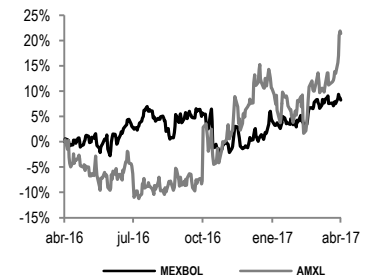
Manuel Jiménez
Director Análisis Bursátil
manuel.jimenez@banorte.com

MANTENER

Precio Actual	\$14.70
PO 2017	\$15.75
Dividendo 2017	0.30
Dividendo (%)	2.0%
Rendimiento Potencial	9.0%
Precio ADR	US\$15.46
PO 2017 ADR	US\$16.15
Acciones por ADR	20
Máx – Mín 12m (P\$)	14.76 – 10.75
Valor de Mercado (US\$m)	50,855
Acciones circulación (m)	65,477
Flotante	39%
Operatividad Diaria (P\$ m)	660
Múltiplos U12m	
FV/EBITDA	6.1x
P/U	24.3x

Rendimiento relativo al IPC

12 meses



Estados Financieros

	2015	2016	2017E	2018E
Ingresos	894,217	975,412	1,014,404	1,029,038
Utilidad Operativa	141,454	109,610	109,794	112,092
EBITDA	267,190	256,122	271,210	277,112
Margen EBITDA	29.9%	26.3%	26.7%	26.9%
Utilidad Neta	35,055	8,649	55,580	41,567
Margen Neto	3.9%	0.9%	5.5%	4.0%
Activo Total	1,296,487	1,515,898	1,444,592	1,468,019
Disponible	101,508	79,840	84,502	127,223
Pasivo Total	1,135,633	1,244,874	1,185,171	1,184,567
Deuda	683,576	726,241	682,192	676,457
Capital	160,854	271,024	259,421	283,452

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2015	2016	2017E	2018E
FV/EBITDA	5.8x	6.0x	6.5x	6.0x
P/U	21.6x	27.6x	111.4x	17.3x
P/VL	5.4x	8.6x	4.6x	4.8x
ROE	19.7%	21.8%	3.2%	21.4%
ROA	3.6%	2.7%	0.6%	3.8%
EBITDA/ intereses	8.6x	7.6x	7.6x	6.6x
Deuda Neta/EBITDA	2.0x	2.2x	2.5x	2.2x
Deuda/Capital	2.6x	4.2x	2.7x	2.6x

AMX – Estados Financieros

Cifras nominales en millones de pesos

Año	2015	2016	2017e	2018e	TCAC
Ventas Netas	894,217	975,412	1,014,404	1,029,038	4.8%
Costo de Ventas	543,797	633,587	659,805	669,976	7.2%
Utilidad Bruta	350,419	341,826	354,600	359,061	0.8%
Gastos Generales	208,965	225,866	239,338	241,824	5.0%
Utilidad de Operación	141,454	109,610	109,794	112,092	-7.5%
Margen Operativo	15.8%	11.2%	10.8%	10.9%	-11.7%
Depreciación Operativa	125,735	146,511	161,416	165,019	9.5%
EBITDA	267,190	256,122	271,210	277,112	1.2%
Margen EBITDA	29.9%	26.3%	26.7%	26.9%	
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(83,887)	(86,323)	(16,673)	(44,215)	-19.2%
Intereses Pagados	31,200	33,862	35,458	41,710	10.2%
Intereses Ganados	4,775	4,193	3,622	5,074	2.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	21,536	(16,226)	(6,679)	(9,612)	-176.4%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(78,998)	(40,427)	21,843	2,032	-129.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1,427)	190	83	70	-136.6%
Utilidad antes de Impuestos	56,140	23,478	93,204	67,947	6.6%
Provisión para Impuestos	19,180	11,399	35,687	24,461	8.4%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	36,961	12,079	57,517	43,486	5.6%
Participación Minoritaria	1,906	3,429	1,937	1,919	0.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	35,055	8,649	55,580	41,567	5.8%
Margen Neto	3.9%	0.9%	5.5%	4.0%	
UPA	0.531	0.131	0.847	0.636	6.2%

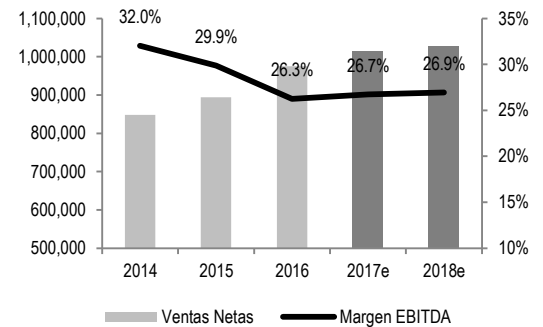
Estado de Posición Financiera (Millones de pesos)

Activo Circulante	351,332	343,085	344,245	393,574	3.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	101,508	79,840	84,502	127,223	7.8%
Activos No Circulantes	945,155	1,172,813	1,100,346	1,074,446	4.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	573,529	701,190	651,145	625,064	2.9%
Activos Intangibles (Neto)	238,863	152,369	139,106	139,106	-16.5%
Activo Total	1,296,487	1,515,898	1,444,592	1,468,019	4.2%
Pasivo Circulante	415,707	473,207	438,778	443,058	2.1%
Deuda de Corto Plazo	109,761	97,599	83,042	82,190	-9.2%
Proveedores	99,984	276,527	261,244	265,012	38.4%
Pasivo a Largo Plazo	719,926	771,667	746,393	741,509	1.0%
Deuda de Largo Plazo	573,815	628,643	599,150	594,267	1.2%
Pasivo Total	1,135,633	1,244,874	1,185,171	1,184,567	1.4%
Capital Contable	160,854	271,024	259,421	283,452	20.8%
Participación Minoritaria	1,906	3,429	1,937	1,919	0.2%
Capital Contable Mayoritario	112,278	208,915	202,104	220,825	25.3%
Pasivo y Capital	1,296,487	1,515,898	1,444,592	1,468,019	4.2%
Deuda Neta	582,069	646,402	597,690	549,234	-1.9%

Estado de Flujo de Efectivo	2015	2016	2017e	2018e
Flujo del resultado antes de Impuestos	(2,935)	3,912	(778)	
Flujo de la Operación	(70,965)	164,277	59,429	(24,079)
Flujo Neto de Inversión	(108,967)	(154,104)	(136,983)	(137,072)
Flujo Neto de Financiamiento	(34,178)	(110,656)	(65,747)	(65,661)
Incremento (disminución) efectivo	(217,044)	(96,572)	(144,079)	(226,811)

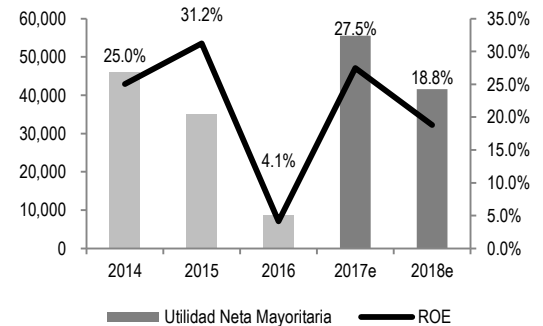
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



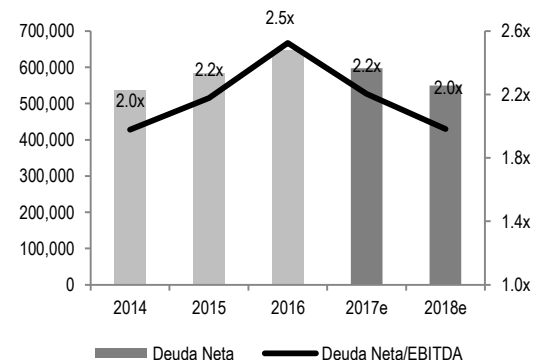
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

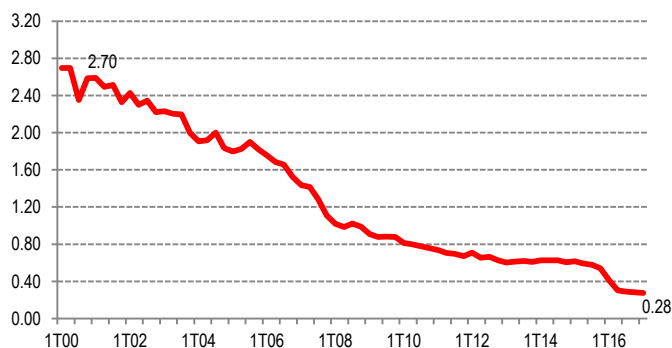
Cifras en millones



Enfoque en los suscriptores de post-pago. La fuerte competencia y los cambios en regulación del sector de telecomunicaciones han provocado una importante disminución en las tarifas de pre-pago y en los planes de post-pago. Como se puede apreciar en la siguiente gráfica, la relación de ARPU/MOU en las operaciones mexicanas ha disminuido significativamente (TCAC -12.6%).

AMX – ARPU / MOU (México)

Pesos por minuto



Al 1T17, la base de suscriptores celulares finalizó en 279.8 millones de los cuales el 23.9% son clientes de post-pago y el resto de pre-pago. En los últimos 5 años, AMX ha registrado una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) de 2.6%, sin embargo, en este mismo periodo la base de suscriptores de post-pago avanzó a una TCAC de 13.4%.

Los planes de post-pago vigentes incluyen llamadas ilimitadas nacionales e internacionales (a ciertos destinos), así como una mayor cantidad de datos para navegación en internet y en las redes sociales es ilimitada. Lo anterior en combinación con una fuerte reducción en los precios de los *teléfonos inteligentes* ha generado una migración de clientes de prepago para convertirse en suscriptores de post-pago. Estos clientes generan un ARPU mayor y estable por lo que AMX ha invertido bastantes recursos para conservar estos clientes y evitar que cambien de compañía. Para 2017, estimamos que la base de clientes celulares finalizará en 282.2m (+0.6% vs 2016) y la base de suscriptores de post-pago podría representar el 24.3%. Por otro lado, estimamos una menor presión sobre las tarifas en la mayoría de los países con lo que el ARPU consolidado podría disminuir 1.7% A/A.

Los ingresos de 2017 tendrían un menor beneficio por conversión cambiaria. Después de revisar nuestro modelo de proyecciones, estimamos ingresos consolidados por un monto de P\$1.014 billones lo que representaría un aumento del 4% vs 2016. Es importante mencionar que aunque mejoramos ligeramente el ARPU para algunas subsidiarias, los ingresos que ahora estimamos son menores a los calculados en nuestra <nota> de diciembre pasado. La principal diferencia es un menor efecto de conversión cambiaria ya que actualmente estimamos una apreciación de 5.9% del peso mexicano a P\$19.50 vs una depreciación de 13.4% anteriormente (P\$23.50).

El margen de EBITDA consolidado podría ubicarse en 26.7% vs nuestro estimado previo de 26.3%. La erosión de los ingresos de voz continuará a lo largo del 2017 lo que desde nuestro punto de vista dificultará la absorción de costos y el apalancamiento operativo. Ante esto, la administración ha implementado un control de costos y gastos en todas las regiones. En el 1T17 observamos una menor presión en la rentabilidad debido a los resultados del control de costos. En este periodo, el margen de EBITDA se redujo 60pb lo que compara favorablemente con las caídas de 360pb en promedio que observamos a lo largo del 2016 y la reducción de 260pb que estimábamos. Ahora estimamos un EBITDA de P\$271,210m representando un avance del 5.9% A/A y un margen de EBITDA de 26.7% (+40pb vs 2016). El principal riesgo de nuestras proyecciones es en este rubro ya que la empresa debe continuar con las eficiencias operativas.

Destinará menos recursos para la recompra de acciones propias. En la pasada Asamblea de accionistas se aprobó un fondo para recompra de acciones propias por la cantidad de P\$3,000m lo cual es significativamente menor a lo aprobado en años anteriores. A los precios actuales, el fondo de recompra equivaldría al 0.3% de las acciones en circulación. En 2016, la asamblea aprobó el uso de P\$12,000m para la recompra de acciones y de este monto AMX utilizó P\$8,590m con lo que adquirió 717.8m de acciones equivalente al 1.1% de las acciones en circulación. Adicionalmente, la Asamblea de accionistas aprobó el pago de un dividendo de P\$0.30 y los accionistas podrán elegir entre pago en efectivo o en acciones. Para ser conservadores, nuestro modelo asume que el total del dividendo es pagado en efectivo lo que equivaldría una salida de flujo de P\$19,707m.

Valuación por flujos descontados. El precio objetivo para las acciones de AMX lo determinamos a través de un modelo de flujos descontados. Para determinar el WACC utilizamos las siguientes variables: 1) el estimado por nuestros analistas de Renta Fija y Tipo de Cambio para el Mbono a 10 años de 7.50%; 2) una prima de riesgo de mercado de 5.50%; 3) una beta de 1.09 y 4) un costo de la deuda de 5.25%. Con base en lo anterior y una proporción de deuda a capitalización total de 43% obtuvimos una tasa de descuento para los flujos (WACC) de 9.35%. Adicionalmente, para calcular el valor terminal ó perpetuidad, utilizamos un múltiplo de salida de 6.5x EBITDA. Este múltiplo es similar a la valuación de empresas comparables.

Como se puede apreciar en la siguiente tabla, obtuvimos un valor teórico por acción de \$15.76. Con nuestros nuevos estimado, este valor teórico implicaría un múltiplo FV/EBITDA 2017e de 6.2x

Valuación por flujos descontados

Millones de pesos

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
(+) EBITDA	271,210	277,112	283,208	289,439	295,806	302,314
(-) Capital de Trabajo	2,981	(1,977)	(2,832)	(2,894)	(2,958)	(3,023)
(-) Inversión en Activo Fijo	(135,192)	(142,146)	(143,567)	(145,003)	(146,453)	(147,918)
(-) Impuestos	(28,065)	(28,065)	(28,321)	(28,944)	(29,581)	(30,231)
(=) Flujo Efectivo	110,934	104,923	108,488	112,597	116,814	121,142
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	1,965,041
(=) Flujo Total	110,934	104,923	108,488	112,597	116,814	2,086,182

2017e			
Tasa Libre de riesgo (RF)	7.50%	(+) Valor presente de los Flujos	432,002
Riesgo Mercado (RM)	5.50%	(+) Valor presente Perpetuidad	1,256,968
Beta	1.09	= Valor empresa	1,688,970
CAPM	13.50%	(-) Deuda Neta	(597,690)
		(-) Interés minoritario	(57,317)
Costo de la Deuda	5.50%	(=) Valor del Capital	1,033,964
Tasa impuestos	30.0%	Acciones en circulación	65,608
Costo Deuda Neto	3.85%		
Deuda / Capitalización	43.0%	Precio Objetivo P\$	15.76
WACC	9.35%	Precio Objetivo US\$	16.16
Múltiplo FV/EBITDA	6.50x		

Fuente: Banorte Ixe

En la siguiente tabla incluimos un análisis de sensibilidad de nuestro precio objetivo a diferentes múltiplos para el valor de la perpetuidad y diferentes tasas de descuento.

Análisis de Sensibilidad

		VALOR TERMINAL			
		6.00x	6.25x	6.50x	6.75x
WACC	8.85%	14.78	15.54	16.29	17.04
	9.10%	14.53	15.28	16.02	16.77
	9.35%	14.28	15.02	15.76	16.49
	9.60%	14.04	14.77	15.50	16.22
	9.85%	13.80	14.52	15.24	15.96

Fuente: Banorte Ixe

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como 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, fungen con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
Amx L	24/05/2016	Mantener	\$12.25
Amx L	27/04/2016	Venta	\$12.25
Amx L	9/02/2016	Mantener	\$14.00
Amx L	25/11/2015	Mantener	\$15.50

Directorio de Análisis

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

Análisis Económico

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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

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

Banca Mayorista

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