

Pinfra

Reporte Trimestral

2 de Agosto 2013

Continúa el crecimiento en Concesiones

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

José Espitia
Aeropuertos/Infraestructura/Fibras
jespitia@ixe.com.mx

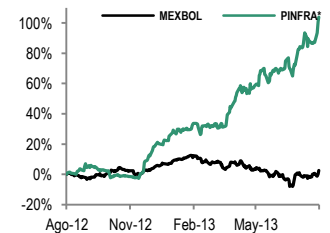
- **Reporte del 2T13 con sólidos incrementos: Ingresos, Utilidad Operativa y Ebitda en línea; aunque Utilidad Neta por debajo.**
- **Crecimientos en todos los segmentos de negocio, aunque el mayor peso del segmento de Construcción ocasiona baja marginal en el margen Ebitda.**
- **Iniciará construcción de continuación de carretera México – Toluca.**
- **Nuevo PO 2013E de P\$146.0 con recomendación de Mantener.**

Reporte del 2T13 con incrementos de doble dígito. Pinfra reportó sólidos crecimientos en sus resultados del 2T13: en Ingresos de 20.6%, en Utilidad Operativa de 21.8%, en Ebitda de 19.9% y en Utilidad Neta de 19.8%, ubicándose en P\$1,332m, P\$805m, P\$890m y P\$503m, respectivamente. Los Ingresos, Utilidad Operativa y Ebitda estuvieron en línea con nuestros estimados, mientras que la Utilidad Neta estuvo por debajo de lo esperado.

Subimos PO 2013E a \$146.0 y cambiamos recomendación a Mantener. Estamos mejorando nuestro PO 2013E de Pinfra reflejo de un sólido crecimiento en el segmento de Concesiones —principal segmento de la compañía—, pre-pagos constantes de los cupones de la bursatilizaciones de sus autopistas, el reconocimiento de una mayor inversión en la autopista México-Toluca al 12% real, así como la incorporación del nuevo proyecto de la continuación de la carretera México – Toluca con el tramo Marquesa – Lerma que fue anunciado el pasado 30 de julio. El resultado que obtuvimos es un PO 2013E de \$146.0 con un rendimiento potencial de 4.0% y por ende una recomendación de Mantener para la acción. Consideramos que la posición competitiva de la compañía en el sector le provee de una oportunidad interesante para continuar con el crecimiento que la ha caracterizado. Es

MANTENER	
Precio Actual	P\$140.41
PO2013	P\$146.00
Rendimiento Potencial	4.0%
Dividendo (%)	-
Máximo – Mínimo 12m	140.99–65.0
Valor de Mercado (US\$m)	4,223
Acciones circulación (m)	380
Flotante	46.1%
Operatividad Diaria (P\$m)	82.3

Rendimiento relativo al IPC
(12 meses)



Estados Financieros (millones de pesos)

	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	4,165	4,593	6,040	6,762
Utilidad Operativa	2,469	2,793	3,359	3,700
EBITDA	2,819	3,088	3,708	4,079
Margen EBITDA	67.68%	67.24%	61.39%	60.33%
Utilidad Neta	935	1,817	1,751	1,839
Margen Neto	22.45%	39.55%	28.98%	27.19%
Activo Total	14,086	16,598	18,239	19,217
Disponible	2,827	1,820	1,637	1,764
Pasivo Total	10,624	10,044	9,924	9,054
Deuda	9,909	9,395	8,992	8,039
Capital	3,462	6,555	8,315	10,163

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	20.5x	19.7x	16.4x	14.6x
P/U	56.6x	29.4x	30.5x	29.0x
P/VL	14.6x	8.1x	6.4x	5.3x
ROE	25.16%	38.67%	21.07%	18.10%
ROA	5.99%	12.20%	9.60%	9.57%
EBITDA/ intereses	3.6x	12.9x	5.8x	6.3x
Deuda Neta/EBITDA	2.5x	2.5x	2.0x	1.5x
Deuda/Capital	2.9x	1.4x	1.1x	0.8x

Fuente: Banorte-Ixe

PINFRA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	1,105	1,332	20.59%	1,323	0.71%
Utilidad de Operación	661	805	21.75%	792	1.64%
Ebitda	742	890	19.93%	881	1.01%
Utilidad Neta	420	503	19.84%	559	-10.00%
Márgenes					
Margen Operativo	59.86%	60.44%	0.58pp	59.88%	0.55pp
Margen Ebitda	67.21%	66.84%	-0.37pp	66.64%	0.20pp
UPA	\$1.17	\$1.32	13.20%	\$1.47	-10.00%

Fuente: Banorte-ixe

importante señalar que se calcula que el programa de inversiones en infraestructura de la presente administración para el período 2013-2018 podría llegar a los P\$4.0bn, lo que representaría un incremento de 58% respecto al programa anterior de 2007-2012. De este monto, P\$1.3bn corresponden a proyectos para el sector de comunicaciones y transportes. Consideramos que dichas inversiones serán un catalizador importante para el sector y también para la acción.

Crecimientos en todos los segmentos de negocio. En el 2T13 Pinfra presentó aumentos en sus 3 segmentos de negocio: alza de 11.0% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (peso de 79.9% en el total de ingresos U12m); aumento de 3.1% en el segmento de Plantas (peso de 6.9%); y un crecimiento importante en los ingresos de Construcción (peso de 13.2%) de 261.6%.

Cabe señalar que el tráfico promedio diario de las autopistas operadas o con participación controladora de Pinfra (66.3% del total de ingresos del 2T13) tuvo un alza de 5.4%, ubicándose en 194,893 vehículos. Un papel relevante ha sido la incorporación del Paquete Puebla (23,348 vehículos diarios).

Mayor peso del segmento de Construcción ocasiona baja marginal en el margen Ebitda. La utilidad de operación se incrementó en 21.8% vs. el 2T12, colocándose en P\$805m, con un aumento en el margen operativo de 58pb, ubicándose en 60.4%. Por otro lado, el Ebitda generado por la compañía tuvo una alza de 19.9% vs. el 2T12, ubicándose en P\$890m, pero con una baja en el margen de 37pb, con lo cual se ubicó en 66.8%. Lo anterior se debió al crecimiento en los ingresos de 20.6%, que se vio parcialmente compensado por un mayor incremento en el costo de ventas de la compañía de 23.4% y un aumento en sus gastos de administración que se ubicaron en P\$10.5m (vs. P\$7.9m en 2T12). La baja en el margen Ebitda fue consecuencia del mayor peso del sector construcción, que tiene menores márgenes (30.3% el operativo y 31.2% el de Ebitda). Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Concesiones +15.2%, Plantas +13.8% y Construcción +272.8%.

Utilidad Neta Mayoritaria con buen aumento, pero por debajo de lo estimado. La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$503m (+19.8% vs. 2T12), ante los incrementos en los resultados operativos y un alza en el costo integral de financiamiento (mayor a lo esperado) de 42.4%, por el desliz que sufrió la UDI en el 2T13 al ser la inflación del 0.21% en comparación con una deflación de 0.39% en el 2T12. Por su parte, los impuestos a la utilidad se ubicaron en P\$147m, nivel similar al del 2T12 (P\$148m).

Pago de bursatilizaciones de acuerdo a calendario. Pinfra señaló que se pagaron en tiempo y programa los cupones de las bursatilizaciones de las autopistas Santa Ana – Altar y Peñón – Texcoco. Además se pre-pagaron P\$32m en la emisión Peñón – Texcoco (que representó 2.5% de la deuda de dicha carretera al 1T13). Estimamos que la deuda de esta emisión se termine de pagar en 2018. Al 2T13 el saldo en bursatilizaciones es de P\$10,266m vs. P\$10,354 en el 1T13.

Crecimiento en nuevos activos. Pinfra señaló que se aportaron P\$140m en la autopista México – Toluca con lo que NAFIN emitió un certificado de reconocimiento de obras adicionales para el proyecto por P\$1,342m, con lo cual las nuevas inversiones serán reconocidas al 12% real conforme a los términos de la contraprestación de esta concesión. Por otro lado, se continuó con la construcción de la autopista Tlaxcala – Puebla con un avance económico de la obra del 37.5%. La compañía anunció que se siguió avanzando en la gestión del derecho de vía Peñón – Pirámides con lo cual se tiene liberado al cierre del 2T13 el 25.5% del trazo. Durante el periodo se invirtieron P\$3.3m. Finalmente, en lo que respecta a la ampliación de la autopista Altar – Piquito – Caborca en la concesión de Santa Ana – Altar, esta cuenta con un avance económico de 60.0% y se espera que el programa de obra se concluya en el 4T13.

Más detalles...

Información operativa:

- El tráfico promedio diario de las autopistas operadas o con participación de Pinfra tuvo un alza de 5.4% vs. 2T12, por la incorporación del Paquete Puebla (24,348 vehículos diarios), resultando en un aumento en ingresos diarios de las autopistas que consolidan de 9.0%. Hay que señalar que se presentó un factor de estacionalidad resultado de tener el periodo vacacional de Semana Santa en el 1T13 vs. el 2T12 en el año anterior, lo que hace difícil la comparación de los periodos y demuestra una menor TPDA. Es importante mencionar que los ingresos totales de las autopistas que consolidan crecieron un 12.2% también por el efecto del Paquete Puebla.
- Por su parte, Infraestructura Portuaria Mexicana (10.8% del total de ingresos del 2T13) acumuló aumentos de 7.0% en contenedores y de 6.0% en acero, mientras que tuvo una disminución de 30.1% en carga general y de 71.6% en chasises. De esta forma, su Ebitda fue 5.5% mayor que el del 2T12.

Creación de valor. La empresa generó recursos de la operación por P\$654m. Se invirtieron P\$204m en conjunto para inversiones en Tlaxcala – Puebla, Pirámides – Ecatepec, Distribuidor Acopilco, compra de maquinaria y equipo, asesores, bases de concursos y estudios, así como la recompra de acciones de Pinfra. El efectivo generado por la empresa fue de P\$851m.

Sobre activos actuales. La compañía informó que se concluyó la construcción del distribuidor Reforma – Lilas relacionado a la concesión de la autopista México – Toluca. Adicionalmente, Pinfra señaló que se iniciaron los trabajos para la construcción de un puente y deprimido en el entronque de la carretera

federal sentido Toluca a México en la salida del poblado de Acopilco con el objetivo de ampliar la carretera federal a 3 carriles. Con ello se eliminará un punto de riesgo y alto índice de accidentes que afectan la circulación sobre la zona. La obra tendrá un costo aproximado de P\$140m los que se ejercerán con cargo a la concesión de la Autopista México – Toluca.

Continuación de la carretera México – Toluca

Pinfra anunció el martes 30 de julio de 2013 que iniciará la construcción de la continuación de la Carretera México – Toluca, con la construcción del tramo Marquesa – Lerma que tiene una longitud aproximada de 14 km. Esta obra tendrá una inversión de hasta P\$3,500m, que en términos de la concesión, será recuperada dentro del periodo de vigencia de la misma previsto hasta el año 2049. Tomando en cuenta que la autopista México – Toluca se trata de la principal carretera de Pinfra en términos de ingresos (25.5% del total de Ingresos U12m), consideramos como positiva la presente extensión también en el plazo de la concesión (de 9 años respecto a la vigencia anterior) y más por los términos de la misma, donde las nuevas inversiones son reconocidas al 12% real como retorno a la inversión.

Estimaciones

Una vez incluido el reporte del 2T13 y la continuación de la carretera México – Toluca en nuestras proyecciones, estimamos que en 2013E y 2014E se presente un crecimiento de 31.9% y 11.9% en Ingresos, así como de 20.3% y 10.0% en Ebitda, respectivamente. El incremento en Ingresos se compondrá principalmente de un aumento en la principal área de negocio de la compañía, que es el de Concesiones, de 13.4% y 15.6% para 2013 y 2014, respectivamente, soportado por crecimientos en el aforo vehicular (sin considerar el paquete Michoacán) de 14.6% en 2013 dada la adjudicación del paquete carretero de Puebla. Asimismo, los ingresos se beneficiarán de la actualización de las tarifas de acuerdo a la inflación anual (de acuerdo a nuestra área de análisis económico: 2013E y 2014E de 3.9%). Asimismo, en la parte de Manufactura, estimamos aumentos de 13.7% y 7.6%, respectivamente para ambos años. Finalmente, prevemos variaciones en el segmento de Construcción de 237.7% y +0.7%, debido a la parte correspondiente de construcción del tramo Marquesa – Lerma. No hay que olvidar que a través de sus subsidiarias, Pinfra administra proyectos de construcción (subcontrata) relacionados con sus concesiones y realiza otras obras de ingeniería independiente.

Esperamos sin embargo, que Pinfra disminuya su rentabilidad operativa, ubicándose los márgenes Ebitda 2013E y 2014E en 61.4% y 60.3%, respectivamente vs. 67.2% en 2012, esto como un efecto similar a lo visto en el 2T13 con mayor peso del sector construcción en los resultados consolidados –estimamos un peso de 21% para 2013E y 19% para 2014E respecto a los ingresos vs. 8.1% en 2012.

En nuestras proyecciones consideramos que el tramo la Marquesa – Lerma comenzará operaciones en 2017 de manera gradual y su primer año de operación completo será en 2018. Los crecimientos esperados en aforo anual e

ingresos para dichos años en la autopista México – Toluca son de 47.5% y 19.9%, así como de 52.7% y 24.1%, respectivamente (variación A/A).

Valuación y PO 2013E de P\$146.0

Como lo hemos señalado anteriormente, para valorar Pinfra preferimos aplicar el método de valuación de Flujos Descontados, ya que a través de este método se incorpora eficientemente el valor residual de las carreteras bursatilizadas, que forman parte importante del valor de la compañía, y cuya contribución en los números reportados trimestre a trimestre, así como en los múltiplos de ejercicios recientes, es prácticamente inexistente. Por lo anterior, decidimos no utilizar la valuación por múltiplos.

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido 2013E es de P\$146.0. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.5%; Costo promedio de la deuda de 10.0%; Beta de 0.65; Bono de largo plazo (10a.) nacional (5.75%); y un premio por riesgo mercado de 5.5%. Nuestros resultados nos mostraron un descuento del grupo de 3.9% respecto a su Valor de Mercado Actual. Asimismo, muestran un rendimiento potencial de 4.0% respecto a su precio actual (pesos). Por otra parte, dentro de nuestra valuación no estamos considerando la posible adquisición de nuevos proyectos por parte de Pinfra a pesar de que son una posibilidad contundente—tomando en cuenta las perspectivas de inversión positivas para el sector infraestructura en el próximo sexenio.

Pinfra-DCF (millones de pesos)

Concepto	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Flujo Libre de Efectivo	1,813	2,092	2,287	2,331	2,659
					Acciones (millones)
					380
					P\$
Valor DCF	55,514		PO DCF		146.0
Market Cap. Actual	53,373		Precio Actual		140.4
Descuento %	-3.9%		Rendimiento Potencial		4.0%

Fuente: Banorte-Ixe

PINFRA	Cifras en millones de pesos									
	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2013	2013
	2	3	4	1	2	2-13/2-12	2-13/1-13			
Estado de Resultados										
Ventas	1,105	1,199	16%	1,238	14%	1,389	32%	1,332	21%	-4%
Costo de Ventas	433	474	33%	461	-2%	645	56%	534	23%	-17%
Utilidad Bruta	672	725	7%	776	26%	744	16%	798	19%	7%
Margen Bruto	61%	60%	-5.1%	63%	6.2%	54%	-7.2%	60%	-1.5%	12%
Gastos de Operación	11	-10	-211%	0	-95%	9	-52%	-7	-162%	-177%
Utilidad Operativa	661	735	10%	776	28%	736	18%	805	22%	9%
Margen Operativo	60%	61%	-3.3%	63%	6.8%	53%	-6.1%	60%	1.0%	14%
EBITDA	742	806	10%	851	22%	823	19%	890	20%	8%
Margen Ebitda	67%	67%	-3.7%	69%	4.8%	59%	-6.5%	67%	-0.6%	13%
Costo Financiero	117	299	21%	236	-28%	299	-6%	167	42%	-44%
Gastos Financieros	239	216	-23%	185	-6%	202	-6%	204	-15%	1%
Ingresos Financieros	-47	-70	28%	-74	46%	-47	-45%	-36	-23%	-24%
Utilidad Cambiaria	-74	154	579%	125	-30%	144	-24%	-1	-99%	-101%
Utilidad antes de impuestos	568	456	10%	537	91%	455	53%	651	14%	43%
Impuestos	148	58	-69%	-250	-347%	125	48%	147	-1%	17%
Utilidad Neta	419	397	74%	787	339%	330	55%	503	20%	53%
Participación Minoritaria	-0	1	-167%	0	-89%	-1	-793%	0	-131%	-111%
Utilidad Neta Mayoritaria	420	397	73%	787	341%	331	55%	503	20%	52%
Margen Neto	38%	33%	11.0%	64%	47.1%	24%	3.5%	38%	-0.5%	59%
Balance										
Activo Total	14,274	14,512	-5%	16,598	18%	16,841	19%	17,318	21%	3%
Activo Circulante	3,712	3,679	-15%	2,914	-16%	2,940	-21%	3,339	-10%	14%
Disponible	2,798	2,986	-22%	1,820	-36%	1,939	-37%	2,747	-2%	42%
Cuentas por Cobrar (clientes)	232	232	-13%	227	-10%	242	-4%	226	-2%	-6%
Otras Cuentas por Cobrar	68	74	174%	69	13%	51	-22%	52	-23%	3%
Inventarios	87	89	11%	86	8%	89	11%	97	12%	10%
Otros activos circulantes	529	299	94%	712	207%	620	192%	216	-59%	-65%
Activo LP	10,561	10,832	-1%	13,685	29%	13,901	33%	13,979	32%	1%
Clas. y Docs. por Cobrar	260	269	7%	337	1%	349	36%	356	37%	2%
Inv. Acc. Sub. y Asoc. no Consolidados	357	377	313%	375	321%	393	18%	405	13%	3%
Otras Inversiones	895	778	-89%	770	-38%	785	0%	772	-14%	-2%
Propiedades, Planta y Equipo - Neto	598	634	-48%	594	-3%	589	1%	581	-3%	-1%
Intangibles	7,587	7,677	424%	10,278	38%	10,501	39%	10,684	41%	2%
Impuestos Diferidos	618	615	-	947	-	899	-	799	29%	-11%
Otros Activos	246	481	-10%	385	69%	385	37%	382	55%	-1%
Pasivo Total	10,177	10,033	-12%	10,044	-5%	9,957	-5%	9,935	-2%	0%
Pasivo Circulante	469	1,174	136%	1,005	11%	1,207	126%	1,529	226%	27%
Créditos Bancarios	0	0	-	0	-	0	-	937	-	-
Créditos Bursátiles	0	0	-	0	-	0	-	0	-	-
Otros Pasivos con Costo	0	426	-	473	-	655	-	937	-	43%
Proveedores	55	60	-37%	60	-3%	62	19%	61	11%	-3%
Impuestos por Pagar	74	93	-3%	55	-49%	59	-44%	56	-25%	-4%
Otros Pasivos Circulantes	340	595	94%	417	-4%	431	14%	475	40%	10%
Pasivo largo Plazo	9,708	8,858	-19%	9,038	-7%	8,749	-12%	8,406	-13%	-4%
Créditos Bancarios LP	0	0	-	0	-	0	-	0	-	-
Créditos Bursátiles LP	0	0	-	0	-	0	-	0	-	-
Otros Pasivos con Costo LP	9,700	8,719	-20.0%	8,922	-7.1%	8,609	-13.7%	8,265	-15%	-4%
Impuestos Diferidos LP	0	0	-	0	-	0	-	0	-	-
Otros Pasivos LP	7	139	2085.7%	116	7.2%	141	1843.7%	141	1865%	0%
Capital Consolidado	4,097	4,479	16%	6,555	89%	6,884	87%	7,383	80%	7%
Minoritario	4	4	46%	4	14%	3	-21%	0	-100%	-100%
Mayoritario	4,093	4,475	16%	6,550	89%	6,881	87%	7,383	102%	20%
Pasivo con Costo	9,700	9,146	-16%	9,395	-5%	9,264	-7%	9,202	-5%	-1%
Corto Plazo	0	426	-	473	-	655	-	937	-	43%
Largo Plazo	9,700	8,719	-20%	8,922	-7%	8,609	-14%	8,265	-15%	-4%
Deuda Neta	6,903	6,160	-13%	7,575	7%	7,325	7%	6,455	-6%	-12%

Fuente: BM V, Banorte-bx.

Pinfra - Estados Financieros (millones de pesos)

	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TCAC 11 -15e
Estado de Resultados						
Ingresos	4,165	4,593	6,040	6,762	6,795	13.02%
Costo y Gastos de Operación	1,696	1,800	2,681	3,062	2,782	
Utilidad de Operación	2,469	2,793	3,359	3,700	4,014	12.92%
EBITDA	2,819	3,088	3,708	4,079	4,369	11.58%
CIF	1,063	971	1,105	1,352	1,372	
Utilidad Antes Impuestos	1,395	1,859	2,206	2,438	2,730	18.27%
Impuestos	458	41	498	522	584	
Utilidad Neta May.	935	1,817	1,751	1,839	2,061	21.84%
Margen Operación	59.3%	60.8%	55.6%	54.7%	59.1%	
Margen EBITDA	67.7%	67.2%	61.4%	60.3%	64.3%	
Margen Neto	22.5%	39.6%	29.0%	27.2%	30.3%	
Balance						
Activos Totales	14,086	16,598	18,239	19,217	20,208	9.44%
Efectivo	2,827	1,820	1,637	1,764	2,124	
Activo Circulante	3,453	2,914	2,692	3,205	3,368	
Propiedades, planta y equipo - neto	615	594	598	644	635	
Otros activos	10,019	13,091	14,949	15,368	16,205	
Pasivos Totales	10,624	10,044	9,924	9,054	7,979	-6.91%
Pasivo Circulante	907	1,005	1,702	1,774	1,767	
Pasivo Largo Plazo	9,717	9,038	8,222	7,280	6,212	
Capital Contable	3,462	6,555	8,315	10,163	12,230	37.09%

Fuente: Banorte-ixe y Pinfra

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
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 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.