

RESULTADOS 2T16

3 de agosto de 2016

Crecimiento sostenido pero con menor rentabilidad

- Los resultados del 2T16 confirman un dinamismo en los ingresos, alineado a lo esperado, pero con presiones en rentabilidad ligeramente mayores, siendo AMX quien explica principalmente este efecto
- La valuación del IPC se mantiene elevada (P/U de 29.3x y un FV/EBITDA de 10.2x), pero los resultados nos confirman que existen oportunidades particulares que destacan por un crecimiento constante
- Dentro de las empresas que tenemos bajo cobertura, las que mostraron el mayor incremento en el EBITDA fueron Azteca, Axtel, Soriana, Rassini, Oma, Ienova, FIHO, Nemark, Hotel y Alpek

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

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

Marissa Garza
Subdirector
Energía/ Industrias/ Financiero/Minería/Químico
marissa.garza@banorte.com

Marisol Huerta
Subdirector
Alimentos/Bebidas/Comercio Especializado
marisol.huerta.mondragon@banorte.com

José Espitia
Gerente
Aeropuertos/Cemento/ Fibras/Infraestructura
jose.espitia@banorte.com

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

Un trimestre con presiones en rentabilidad. El 2T16 se vio caracterizado por un dinamismo sostenido en los ingresos de las empresas que tenemos bajo cobertura, alineado a nuestras expectativas. No obstante, a nivel del EBITDA observamos presiones en la rentabilidad ligeramente mayores a las esperadas, lo cual se explica, principalmente, por el débil resultado reportado por AMX. La utilidad neta se vio afectada por el efecto cambiario adverso, ante la depreciación del peso en el trimestre. En las 35 emisoras que tenemos bajo cobertura (excluyendo ICA) se registraron crecimientos de 13.1% en ingresos y 5.1% en EBITDA, pero una caída de 11.6% en la utilidad neta. Si excluimos el reporte de AMX, los ingresos hubiesen aumentado 15.6%, el EBITDA 14.6%, mientras que la utilidad neta hubiese permanecido estable, confirmando un trimestre positivo de crecimiento sostenido en las operaciones. Por sectores, continuó sobresaliendo el desempeño en Energía (Ienova), Autopartes, Cemento, Servicios (Hotel y Sport) y Aeropuertos. De manera particular, las 10 empresas que mostraron el mayor incremento en el EBITDA fueron Azteca, Axtel, Soriana, Rassini, Oma, Ienova, FIHO, Nemark, Hotel y Alpek.

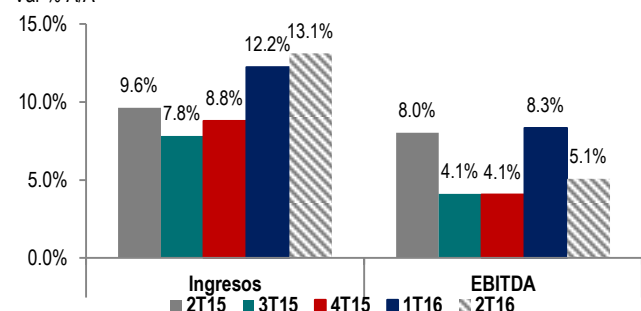
La valuación del IPC se mantiene elevada. Los parámetros de valuación del IPC continúan en niveles elevados. El P/U del IPC se encareció ligeramente desde 28.8x (previo a los reportes) a 29.3x, mientras que el FV/EBITDA permaneció estable en 10.2x. A pesar de ello, los resultados nos confirman que existen oportunidades particulares que destacan por un crecimiento constante.

10 Empresas con mayor crecimiento en EBITDA al 2T16
Var % A/A

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda
Azteca	Medios	20.2%	143.9%
Axtel	Telecomunicaciones	36.8%	141.9%
Soriana	Comercio	36.9%	71.9%
Rassini	Autopartes	25.3%	48.8%
Oma	Aeropuertos	21.0%	36.8%
Ienova	Energía	14.8%	32.5%
FIHO	Fibras	26.7%	28.6%
Nemark	Autopartes	13.3%	27.9%
Hotel	Servicios	24.4%	27.8%
Alpek	Petroquímico	4.4%	25.5%

Fuente: Banorte-Ixe

Evolución Trimestral Ingresos y EBITDA
Var % A/A



Resultados

En las siguientes tablas incluimos los resultados de las empresas que tenemos bajo cobertura. En resumen, las 30 emisoras industriales, comerciales y de servicios (excluyendo ICA) registraron variaciones anuales de: +13.0% en ingresos, +4.5% en Ebitda y -12.8% en utilidad neta. Mientras que las cifras de las 3 empresas del sector financiero muestran variaciones de +25.2% en ingresos, +22.7% en el Margen Financiero y de +31.3% en utilidad neta.

Las empresas continuaron mostrando un desempeño operativo positivo, aunque con presiones en los márgenes y un efecto cambiario adverso que afectó la utilidad neta. Los parámetros de valuación del IPC continúan en niveles elevados. El múltiplo P/U se ubica en 29.3x y el FV/EBITDA en 10.2x.

Resultados Trimestrales al 2T16

(Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16
Ac	18,045	23,829	23,071	4,302	5,601	5,317	3,509	4,766	4,018	2,203	2,710	2,001
Alfa	64,592	74,100	73,119	10,030	11,994	11,599	7,086	8,330	7,444	2,811	2,696	817
Alpek	21,399	23,891	22,341	2,989	3,694	3,751	2,430	3,074	3,144	1,273	1,927	867
Alsea	7,762	9,042	9,066	998	1,208	1,223	547	678	643	93	97	210
Amx	219,999	234,022	233,383	68,333	66,167	60,983	36,346	32,340	25,758	14,048	9,212	7,700
Asur	2,120	2,118	2,244	1,129	1,323	1,338	1,013	1,195	1,207	733	821	867
Axlel	2,542	4,089	3,478	471	1,415	1,139	-135	540	155	-537	-69	-951
Azteca	2,982	3,017	3,583	406	402	990	85	103	645	-630	-894	-522
Bimbo	53,267	59,029	60,626	5,652	6,556	6,838	3,989	4,740	4,861	1,729	2,054	1,906
Cemex*	57,358	67,130	66,232	11,216	13,650	13,862	7,431	8,843	8,960	1,759	2,104	3,695
Culliba	9,917	11,332	10,833	1,119	1,292	1,347	542	614	769	138	120	145
Femsa	75,120	90,734	94,543	11,046	13,227	12,835	8,325	9,049	9,409	3,872	4,360	4,873
Gap	2,141	2,515	2,726	1,321	1,563	1,553	1,024	1,232	1,220	593	848	850
Gmexico*	33,637	38,024	37,828	14,058	15,264	15,996	11,028	11,335	11,288	5,607	5,903	6,342
Herdez	3,946	4,432	4,431	713	641	662	602	554	539	220	175	176
Hotel	219	273	272	64	91	82	32	61	47	0	1	-20
Ienova*	2,188	2,815	2,512	1,453	2,307	1,925	907	1,068	910	740	942	714
Kof	36,550	38,519	39,939	7,385	7,650	8,091	5,630	5,289	5,631	2,668	2,370	2,001
Lab	2,975	3,173	2,838	596	579	527	568	544	505	359	347	355
Lala	11,847	12,688	12,903	1,672	1,903	1,888	1,381	1,523	1,543	990	1,094	1,090
Mega	3,708	4,166	4,223	1,387	1,583	1,703	995	1,097	1,194	667	695	824
Mexchem*	23,277	26,399	25,838	4,071	4,101	-525	2,651	2,501	-2,191	987	1,102	-598
Nemak	17,885	20,126	20,255	3,124	3,727	3,996	2,014	2,593	2,573	1,179	1,460	1,391
Oma	1,106	1,351	1,339	590	762	808	452	593	660	276	385	447
Pinfra	2,631	2,773	2,756	1,350	1,445	1,609	1,275	1,359	1,524	1,086	1,134	1,206
Rassini	3,192	3,880	4,000	543	660	808	366	492	601	229	317	351
Soriana	26,949	37,250	36,892	1,741	2,883	2,993	1,203	2,138	2,104	771	910	995
Sport	288	334	339	46	54	52	13	16	11	4	5	3
Tlevisa	20,986	22,828	23,523	8,031	8,634	9,128	4,221	4,290	4,154	1,329	1,073	1,416
Walmex	114,397	126,608	127,547	10,293	11,675	11,555	7,821	8,799	8,876	6,810	6,218	6,185
Total	843,025	950,485	952,677	176,129	192,052	184,071	113,348	119,757	108,201	52,006	50,116	45,337

Cemex (US\$)	3,708	3,708	3,682	725	754	771	480	488	498	114	116	205
Gmexico (US\$)	2,195	2,100	2,089	917	843	883	720	626	623	366	326	350
Ienova (US\$)	143	155	139	95	127	106	59	59	50	48	52	39
Mexchem (US\$)	1,519	1,458	1,427	266	226	-29	173	138	-121	64	61	-33

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16
Creal	976	1,474	1,655	736	1,151	1,232	408	459	538	333	404	375
Gentera	4,179	4,685	4,825	3,962	4,425	4,555	1,019	1,354	1,492	680	887	1,054
Gfinter	2,417	2,971	3,003	655	683	779	740	768	807	541	554	612
Total	7,572	9,130	9,483	5,353	6,259	6,566	2,167	2,581	2,837	1,554	1,845	2,041

	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16	2T15	2T16e	2T16
FIHO	501	560	635	120	133	154	155	173	193	77	61	47
GICSA	848	847	900	678	644	730	617	634	667	246	263	224
Total	1,349	1,407	1,535	798	777	884	772	807	860	323	324	271

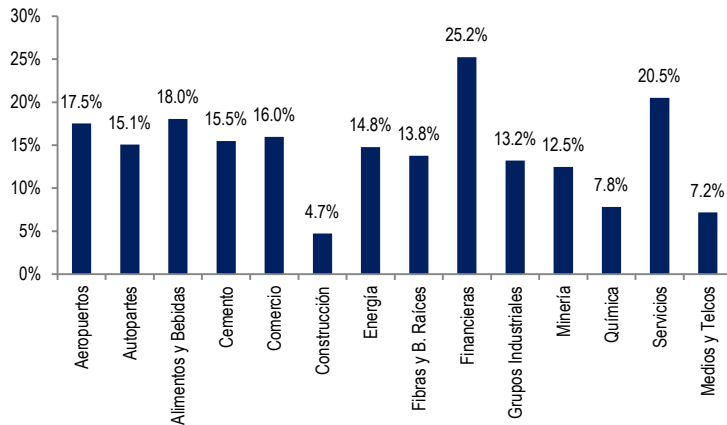
Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

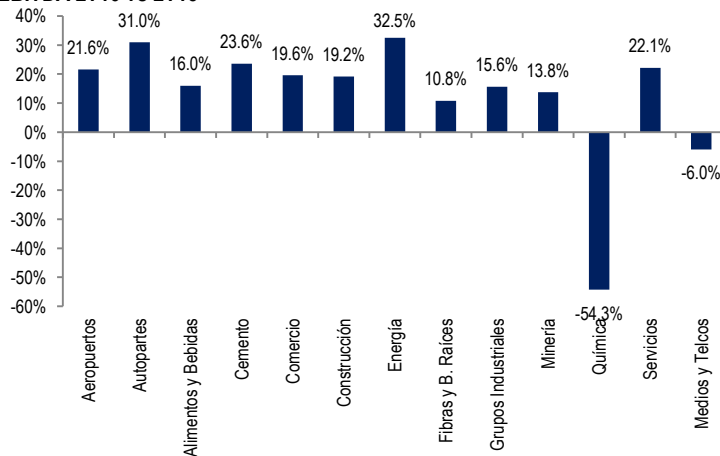
Desglose sectorial

Las siguientes gráficas muestran las variaciones porcentuales de las emisoras bajo cobertura agrupadas por sectores en términos de Ventas, Ebitda y Utilidad Neta. Destacan las mejoras operativas en general, sobre todo en los Sectores de Energía (Ienova), Autopartes, Cemento, Servicios (Hotel y Sport) y Aeropuertos. Los resultados más débiles los observamos en Petroquímicos, ante un impacto en Mexchem por el accidente en PMV y en Medios y Telecomunicaciones ante la caída en la rentabilidad de Amx.

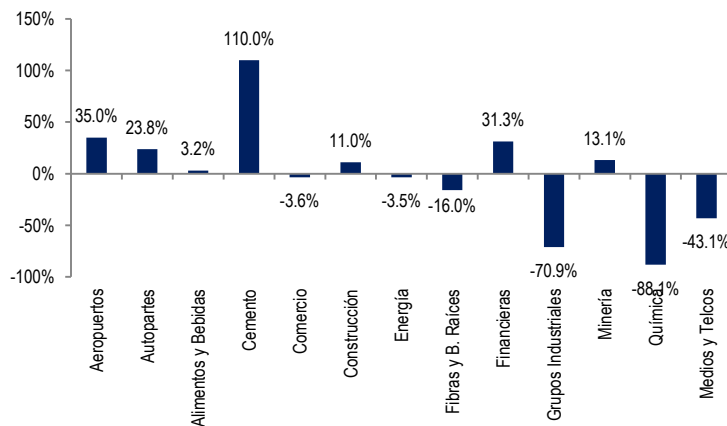
Ventas 2T16 vs 2T15



EBITDA 2T16 vs 2T15



Utilidad Neta 2T16 vs 2T15



Fuente: Banorte-Ixe

Contexto

Calificamos como **POSITIVOS** los resultados trimestrales de una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). A nivel de los ingresos, de un grupo de 32 emisoras (incluye FIBRA y excluye ICA) que se estimó para el 2T16, el 72% reportó “en línea” con lo previsto y 16% “mejor” a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) el 47% estuvo en línea con lo estimado y el 31% quedó por arriba de las expectativas. Por último, en la utilidad neta el 41% reportó “mejor” a lo previsto y mientras otro 41% fue “peor”. A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos cinco trimestres.

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 2T16

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	32	100%	32	100%	32	100%
En Línea	23	72%	15	47%	6	19%
Mejor	5	16%	10	31%	13	41%
Peor	4	13%	7	22%	13	41%

Fuente: Banorte-ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 1T16

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	31	100%	31	100%	31	100%
En Línea	18	58%	14	45%	2	6%
Mejor	7	23%	14	45%	19	61%
Peor	6	19%	3	10%	10	32%

Fuente: Banorte-ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 4T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	32	100%	32	100%	32	100%
En Línea	20	63%	11	34%	3	9%
Mejor	9	28%	14	44%	14	44%
Peor	3	9%	7	22%	15	47%

Fuente: Banorte-ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 3T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	33	100%	33	100%	33	100%
En Línea	25	76%	13	39%	6	18%
Mejor	4	12%	13	39%	16	48%
Peor	4	12%	7	21%	11	33%

Fuente: Banorte-ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 2T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	30	100%	30	100%	30	100%
En Línea	21	70%	14	47%	3	10%
Mejor	4	13%	10	33%	15	50%
Peor	5	17%	6	20%	12	40%

Fuente: Banorte-ixe

Parámetros de Calificación

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

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

	V% Ventas 2T16 / 15 vs. Estim.		V% Ebitda 2T16 / 15 vs. Estim.		V% U. Operación 2T16 / 15 vs. Estim.		V% U. Neta 2T16 / 15 vs. Estim.	
Ac	27.9%	-3.2%	23.6%	-5.1%	14.5%	-15.7%	-9.2%	-26.1%
Alfa	13.2%	-1.3%	15.6%	-3.3%	5.0%	-10.6%	-70.9%	-69.7%
Alpek	4.4%	-6.5%	25.5%	1.5%	29.4%	2.3%	-31.9%	-55.0%
Alsea	16.8%	0.3%	22.6%	1.2%	17.4%	-5.2%	127.1%	115.9%
Amx	6.1%	-0.3%	-10.8%	-7.8%	-29.1%	-20.4%	-45.2%	-16.4%
Asur	5.8%	6.0%	18.4%	1.1%	19.1%	1.0%	18.2%	5.6%
Axtel	36.8%	-14.9%	141.9%	-19.5%	NA	NA	NA	NA
Azteca	20.2%	18.8%	143.9%	146.0%	658.7%	523.2%	NA	NA
Bimbo	13.8%	2.7%	21.0%	4.3%	21.9%	2.5%	10.2%	-7.2%
Cemex*	15.5%	-1.3%	23.6%	1.5%	20.6%	1.3%	110.0%	75.6%
Cultiba	9.2%	-4.4%	20.4%	4.2%	41.9%	25.3%	5.2%	20.8%
Femsa	25.9%	4.2%	16.2%	-3.0%	13.0%	4.0%	25.9%	11.8%
Gap	27.4%	8.4%	17.6%	-0.6%	19.1%	-1.0%	43.2%	0.2%
Gmexico*	12.5%	-0.5%	13.8%	4.8%	2.4%	-0.4%	13.1%	7.5%
Herdez	12.3%	0.0%	-7.1%	3.4%	-10.5%	-2.7%	-19.8%	1.0%
Hotel	24.4%	-0.2%	27.8%	-10.7%	46.2%	-22.0%	NA	NA
lenova	14.8%	-10.8%	32.5%	-16.6%	0.4%	-14.8%	-3.5%	-24.2%
Kof	9.3%	3.7%	9.6%	5.8%	0.0%	6.5%	-25.0%	-15.6%
Lab	-4.6%	-10.5%	-11.6%	-9.0%	-11.1%	-7.2%	-0.9%	2.5%
Lala	8.9%	1.7%	12.9%	-0.8%	11.8%	1.4%	10.2%	-0.3%
Mega	13.9%	1.4%	22.8%	7.6%	20.0%	8.8%	23.5%	18.5%
Mexchem*	11.0%	-2.1%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Nemak	13.3%	0.6%	27.9%	7.2%	27.8%	-0.8%	18.0%	-4.7%
Oma	21.0%	-0.9%	36.8%	6.0%	46.2%	11.3%	61.8%	16.0%
Pinfra	4.7%	-0.6%	19.2%	11.4%	19.5%	12.1%	11.0%	6.4%
Rassini	25.3%	3.1%	48.8%	22.4%	64.1%	22.2%	53.2%	10.8%
Soriana	36.9%	-1.0%	71.9%	3.8%	74.9%	-1.6%	29.0%	9.3%
Sport	17.6%	1.6%	14.2%	-4.4%	-13.9%	-31.8%	-22.5%	-41.7%
Tlevisa	12.1%	3.0%	13.7%	5.7%	-1.6%	-3.2%	6.6%	31.9%
Walmex	11.5%	0.7%	12.3%	-1.0%	13.5%	0.9%	-9.2%	-0.5%
Total	13.0%	0.2%	4.5%	-4.2%	-4.5%	-9.6%	-12.8%	-9.5%

Cemex (US\$)	-0.7%	-0.7%	6.3%	2.2%	3.7%	2.0%	80.6%	76.8%
Gmexico (US\$)	-4.8%	-0.5%	-3.7%	4.8%	-13.4%	-0.4%	-4.3%	7.5%
lenova (US\$)	-2.8%	-10.8%	12.1%	-16.6%	-15.0%	-14.8%	-18.3%	-24.2%
Mexchem (US\$)	-6.1%	-2.1%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

	V% Ingresos 2T16 / 15 vs. Estim.		V% Mg. Financiero 2T16 / 15 vs. Estim.		V% U. Operación 2T16 / 15 vs. Estim.		V% U. Neta 2T16 / 15 vs. Estim.	
Creal	69.5%	12.3%	67.4%	7.0%	31.6%	17.1%	12.6%	-7.2%
Genera	15.5%	3.0%	15.0%	2.9%	46.5%	10.2%	55.0%	18.8%
GFInter	24.2%	1.1%	18.9%	14.1%	9.1%	5.1%	13.1%	10.5%
Total	25.2%	3.9%	22.7%	4.9%	30.9%	9.9%	31.3%	10.6%

	V% Ventas 2T16 / 15 vs. Estim.		V% Ebitda 2T16 / 15 vs. Estim.		V% NOI 2T16 / 15 vs. Estim.		V% U. Neta 2T16 / 15 vs. Estim.	
FIHO	26.7%	13.4%	28.6%	15.8%	24.6%	11.9%	-38.7%	-22.7%
GICSA	6.1%	6.2%	7.7%	13.4%	8.1%	5.2%	-8.9%	-14.8%
Total	13.8%	9.1%	10.8%	13.8%	11.4%	6.6%	-16.0%	-16.3%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

Resumen de Emisoras Bajo Cobertura

AC *	Arca-Continental	<u>Reporte positivo, impulsa Perú y México</u>
ALFA A	Alfa	<u>Otro trimestre positivo, alineado a expectativas</u>
ALPEK A	Alpek	<u>Sigue mejorando rentabilidad. Sube guía 2016</u>
ALSEA *	Alsea	<u>Reporte en línea a nivel operativo</u>
AMX L	América Móvil	<u>Otro impacto a la rentabilidad</u>
ASUR B	Asur	<u>En línea con lo esperado en el 2T16</u>
AXTEL CPO	Axtel	<u>Debilidad en ingresos afecta guía de 2016</u>
AZTECA CPO	TV Azteca	<u>Analizará opciones estratégicas en Telecoms</u>
BIMBO A	Grupo Bimbo	<u>Buen trimestre, mantiene rentabilidad</u>
CEMEX CPO	Cemex	<u>Reporte positivo del 2T16 con mejora en flujo</u>
CREAL *	Crédito Real	<u>Gastos de Instacredit opacan utilidad neta</u>
CULTIBA B	Cultiba	<u>Otro trimestre positivo, mantiene rentabilidad</u>
FEMSA UBD	Femsa	<u>Sólido crecimiento por adquisiciones</u>
FIHO 12	Fibra Hotel	<u>Buenos datos operativos en el 2T16</u>
GAP B	Gap	<u>Fuerte tráfico de pasajeros impulsa el 2T16</u>
GENTERA *	Compartamos	<u>Muy buen trimestre, por arriba de lo esperado</u>
GFINTER O	Grupo Financiero Interacciones	<u>Mantiene la inercia de crecimiento</u>
GICSA B	Grupo GICSA	<u>Buen trimestre, empieza la entrega del pipeline</u>
GMEXICO B	Grupo México	<u>Mejora rentabilidad aún con debilidad en precios</u>
HERDEZ *	Herdez	<u>Positivo en ventas pero débil a nivel operativo</u>
HOTEL *	Grupo Hotelero Santa Fe	<u>Continúa con solidez a nivel operativo en el 2T16</u>
IENOVA *	Infraestructura Energética Nova	<u>Un trimestre mixto, por debajo de lo esperado</u>
KOF L	Coca Cola Femsa	<u>Reporte positivo, a la espera de adquisiciones</u>
LAB B	Genomma Lab	<u>Se acabó el ajuste de inventarios en México</u>
LALA B	Grupo Lala	<u>Esperaríamos incursión en EE.UU. y Costa Rica</u>
MEGA CPO	Megacable Holdings	<u>La guía de 2016 es alcanzable</u>
MEXCHEM *	Mexichem	<u>Importante cargo por PMV afecta los resultados</u>
NEMAK A	Nemak	<u>Aumenta la rentabilidad más de lo esperado</u>
OMA B	Grupo Aeroportuario del Centro del Norte	<u>Fuertes crecimientos en el 2T16 y sube guía 2016E</u>
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura	<u>Crecimientos de doble dígito, mejor a lo esperado</u>
RASSINI A	Rassini	<u>Otro trimestre de nuevos máximos a nivel operativo</u>
SORIANA B	Soriana	<u>CCM y Falabella seguirán impulsando resultados</u>
SPORT S	Grupo Sports World	<u>Mayores gastos en clubes presionan márgenes</u>
TLEVISA CPO	Grupo Televisa	<u>Recorte de gastos da un impulso a los márgenes</u>
WALMEX V	Walmart de México	<u>La rentabilidad sigue en aumento</u>

AC * (Compra, PO 2016 P\$145.50)
Reporte positivo, impulsa Perú y México

Sólido crecimiento en México e integración de Lindley impulsan reporte. Durante el 2T16 los resultados operativos de AC fueron positivos y en línea con lo esperado. Los ingresos consolidados crecieron 27.9% al ubicarse en P\$23,071m (vs +30.1% consenso y 32.1%e), el volumen consolidado creció 26%. A nivel operativo, el margen bruto presentó una contracción de 170pb a 47.5%, presionado por la fortaleza del dólar y el aumento de precios en algunas materias primas. Los gastos de administración aumentaron un 26.4% A/A por el inicio de campañas y promociones de verano, (Juegos Olímpicos). Derivado de lo anterior, la utilidad de operación sumó P\$4,018m un aumento de 14.5% y un margen de 17.4%, con un retroceso de 200pb. El EBITDA creció 23.6% con un retroceso en el margen de 80pb. La utilidad neta fue por P\$2,001 con una baja de 9.2%, por la incorporación de Perú y los gastos incurridos en la recompra de bonos de Corporación Lindley.

Por mercado, Norteamérica conformada por el negocio de bebidas y botanas en México, así como botanas en Estados Unidos, representó el 65.2% de las ventas y 75.6% del EBITDA en el 2T16. Esta división presentó un alza en ingresos de 14.5% A/A al sumar P\$15,140m. Considerando sólo bebidas, las ventas sumaron P\$13,637m y el volumen registró un crecimiento de 10.8%, arriba de nuestra expectativa de 9.0%. Sudamérica, conformada por el negocio de bebidas en Argentina, Perú y Ecuador, así como para el negocio de botanas en Ecuador (Inalecsa), contribuyó con un 35.0% de las ventas y 24% del EBITDA en el 2T16. En el trimestre, las ventas sumaron P\$8,031m, un crecimiento de 63.5% respecto del 2T15, impulsado en gran medida por la incorporación de Lindley, en Perú. El EBITDA creció 54.1% al sumar P\$1,248m.

Reiteramos PO2016 de P\$145.50 y COMPRA. Nos mantenemos optimistas del beneficio potencial de las recientes adquisiciones y el beneficio que representa para AC la entrada a EE.UU. en 2017.

AC – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	18,045	23,071	27.9%	23,829	-3.2%
Utilidad de Operación	3,509	4,018	14.5%	4,766	-15.7%
Ebitda*	4,302	5,317	23.6%	5,601	-5.1%
Utilidad Neta	2,203	2,001	-9.2%	2,710	-26.2%
Márgenes					
Margen Operativo	19.4%	17.4%	-2.0pp	20.0%	-2.6pp
Margen Ebitda	23.8%	23.0%	-0.8pp	23.5%	-0.5pp
Margen Neto	12.2%	8.7%	-3.5pp	11.4%	-2.7pp
UPA	\$1.367	1.19	-13.0%	\$1.000	19.0%

* incluye gastos no recurrentes

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	18,045.2	21,273.7	23,071.2	27.9%	8.4%
Costo de Ventas	9,175.1	11,359.6	12,104.4	31.9%	6.6%
Utilidad Bruta	8,870.1	9,914.2	10,966.8	23.6%	10.6%
Gastos Generales	5,477.3	6,747.8	6,924.2	26.4%	2.6%
Utilidad de Operación	3,509.0	3,161.8	4,018.2	14.5%	27.1%
Margen Operativo	19.4%	14.9%	17.4%	(2.0pp)	2.6pp
Depreciación Operativa	768.3	1,083.5	1,133.0	47.5%	4.6%
EBITDA	4,277.2	4,281.0	5,151.2	20.4%	20.3%
Margen EBITDA	23.7%	20.1%	22.3%	(1.4pp)	2.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(214.2)	(129.7)	(1,105.7)	416.1%	>500%
Intereses Pagados	298.5	457.7	765.5	156.5%	67.3%
Intereses Ganados	79.5	144.3	35.6	-55.2%	-75.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros		(94.0)	(207.6)	N.A.	120.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	4.8	277.7	(168.1)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	41.0	50.4	54.8	33.7%	8.8%
Utilidad antes de Impuestos	3,335.7	3,082.5	2,967.3	-11.0%	-3.7%
Provisión para Impuestos	1,042.7	941.7	887.1	-14.9%	-5.8%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	2,293.1	2,140.9	2,080.2	-9.3%	-2.8%
Participación Minoritaria	90.4	269.5	79.1	-12.5%	-70.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,202.7	1,583.0	2,001.1	-9.2%	26.4%
Margen Neto	12.2%	8.8%	8.7%	(3.5pp)	(0.1pp)
UPA	1.367	1.116	1.19	-13.0%	6.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	15,284.6	18,869.7	15,871.6	3.8%	-15.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,892.0	8,102.2	4,911.6	-37.8%	-39.4%
Activos No Circulantes	65,394.8	106,584.1	112,056.3	71.4%	5.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	26,103.6	43,397.6	44,899.7	72.0%	3.5%
Activos Intangibles (Neto)	34,398.0	56,491.2	65,754.1	91.2%	16.4%
Activo Total	80,679.5	125,453.8	127,927.9	58.6%	2.0%
Pasivo Circulante	9,581.0	17,520.4	19,511.4	103.6%	11.4%
Deuda de Corto Plazo	1,976.7	7,582.8	9,689.9	390.2%	27.8%
Proveedores	3,420.3	9,516.0	9,667.3	182.6%	1.6%
Pasivo a Largo Plazo	20,375.9	38,722.6	37,283.9	83.0%	-3.7%
Deuda de Largo Plazo			24,874.9	N.A.	N.A.
Pasivo Total	29,956.9	56,243.0	56,795.3	89.6%	1.0%
Capital Contable	50,722.6	69,210.8	71,132.6	40.2%	2.8%
Participación Minoritaria	90.4	269.5	79.1	-12.5%	-70.6%
Capital Contable Mayoritario	47,072.4	59,485.6	60,194.4	27.9%	1.2%
Pasivo y Capital	80,679.5	125,453.8	127,927.9	58.6%	2.0%
Deuda Neta	8,320.7	26,532.5	29,653.2	256.4%	11.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	19.4	(115.6)	229.8		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	3,493.8	3,481.9	3,978.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,237.7)	(3,268.7)	(1,821.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,108.3)	(290.6)	(5,577.3)		
Incremento (disminución) efectivo	(832.8)	(193.1)	(3,190.5)		

Fuente: Banorte Ixe, Sibolsa, BMV

ALFA A (Compra, PO 2016 \$39.50)
Otro trimestre positivo, alineado a expectativas

Marissa Garza Ostos
 19 de julio de 2016

Buenos resultados en el 2T16, alineados a nuestras expectativas en términos operativos.

Los ingresos consolidados aumentaron 13.2% A/A al ubicarse en P\$73,119m, mientras que el EBITDA creció 15.6% para alcanzar los P\$11,599m. **Alpek** continuó con la tendencia de recuperación en los márgenes gracias a un favorable entorno de precios en Poliéster y altos márgenes en polipropileno. Sus cifras reflejan una exitosa estrategia enfocada en maximizar las eficiencias operativas, de la mano de nuevos proyectos. **Nemak** materializó una importante mejora en rentabilidad gracias a una mezcla de ventas más favorable, mayor apalancamiento operativo por crecimiento de volumen y control de gastos. En **Alestra** se comenzó a consolidar un trimestre completo de **Axtel**, lo que favoreció los crecimientos, pero sus resultados estuvieron por debajo de lo esperado y nos seguimos cuestionando la menor rentabilidad. En **Sigma**, tal como esperábamos, la ausencia del beneficio extraordinario registrado en el 2T15 y un efecto cambiario adverso impactaron la generación de EBITDA. **Newpek**, sin sorpresas, continuó muy afectada por los menores precios del petróleo.

Reiteramos COMPRA y PO de P\$39.50.

Seguimos pensando que los resultados reportados por la compañía son positivos y confirman las favorables perspectivas donde la diversificación de negocios y el sólido balance siguen siendo una importante ventaja. Adicionalmente, la valuación de Alfa nos parece muy atractiva. Con los resultados del trimestre, el múltiplo FV/EBITDA U12M se ubica en 7.7x, vs. el promedio de los últimos 3 años de 9.6x. Consideramos que este castigo se encuentra relacionado principalmente con la falta de claridad en los proyectos de energía y las adquisiciones realizadas, como el caso de Axtel que ha llevado a Alestra a niveles de rentabilidad mucho menores. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO2016 de P\$39.50 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 8.6x.

ALFA – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	64,592	73,119	13.2%	74,100	-1.3%
Utilidad de Operación	7,086	7,444	5.0%	8,330	-10.6%
Ebitda	10,030	11,599	15.6%	11,994	-3.3%
Utilidad Neta	2,811	817	-70.9%	2,696	-69.7%
Márgenes					
Margen Operativo	11.0%	10.2%	-0.8pp	11.2%	-1.1pp
Margen Ebitda	15.5%	15.9%	0.3pp	16.2%	-0.3pp
UPA	\$0.547	\$0.160	-70.8%	\$0.527	-69.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	64,592.3	68,628.0	73,118.7	13.2%	6.5%
Costo de Ventas	50,251.1	52,584.0	55,227.6	9.9%	5.0%
Utilidad Bruta	14,341.2	16,044.0	17,891.2	24.8%	11.5%
Gastos Generales	7,255.3	9,283.0	10,447.5	44.0%	12.5%
Utilidad de Operación	7,085.9	6,761.0	7,443.7	5.0%	10.1%
Margen Operativo	11.0%	9.9%	10.2%	(0.8pp)	0.3pp
Depreciación Operativa	2,944.1	3,683.0	4,155.3	41.1%	12.8%
EBITDA	10,030.0	10,444.0	11,599.0	15.6%	11.1%
Margen EBITDA	15.5%	15.2%	15.9%	0.3pp	0.6pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,607.1)	(1,946.1)	(5,834.1)	123.8%	199.8%
Intereses Pagados	1,182.3	1,739.4	1,637.6	38.5%	-5.9%
Intereses Ganados	61.2	115.8	77.1	25.9%	-33.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(108.9)	(151.6)	(270.2)	148.2%	78.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(1,377.1)	(170.9)	(4,003.4)	190.7%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(269.0)	(5.0)	22.9	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	4,209.8	4,803.0	1,632.5	-61.2%	-66.0%
Provisión para Impuestos	1,330.8	1,018.0	429.0	-67.8%	-57.9%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	2,879.0	3,785.0	1,203.4	-58.2%	-68.2%
Participación Minoritaria	68.5	1,247.0	386.2	463.7%	-69.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,810.5	2,538.0	817.3	-70.9%	-67.8%
Margen Neto	4.4%	3.7%	1.1%	(3.2pp)	(2.6pp)
UPA	0.547	0.496	0.160	-70.8%	-67.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	86,880.5	98,461.0	106,579.8	22.7%	8.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	17,614.8	18,995.0	21,097.4	19.8%	11.1%
Activos No Circulantes	152,922.3	193,779.0	207,713.3	35.8%	7.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	96,583.8	124,047.0	132,155.0	36.8%	6.5%
Activos Intangibles (Neto)	40,711.2	47,638.0	35,003.9	-14.0%	-26.5%
Activo Total	239,802.8	292,240.0	314,293.0	31.1%	7.5%
Pasivo Circulante	68,389.0	68,404.0	72,410.8	5.9%	5.9%
Deuda de Corto Plazo	13,107.8	9,430.0	7,704.9	-41.2%	-18.3%
Proveedores	36,517.1	38,749.0	62,709.7	71.7%	61.8%
Pasivo a Largo Plazo	108,784.8	139,324.0	152,413.6	40.1%	9.4%
Deuda de Largo Plazo	89,095.9	116,445.0	129,381.7	45.2%	11.1%
Pasivo Total	177,173.8	207,728.0	224,824.4	26.9%	8.2%
Capital Contable	62,628.9	84,512.0	89,468.6	42.9%	5.9%
Participación Minoritaria	10,453.2	21,091.0	21,554.0	106.2%	2.2%
Capital Contable Mayoritario	52,175.8	63,421.0	67,914.6	30.2%	7.1%
Pasivo y Capital	239,802.8	292,240.0	314,293.0	31.1%	7.5%
Deuda Neta	84,588.9	106,880.0	115,989.2	37.1%	8.5%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	16,717.7
Flujos generado en la Operación	(2,928.6)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(7,857.2)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(5,431.2)
Incremento (disminución) efectivo	500.7

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ALPEK A (Mantener, PO 2016 \$34.20)
[Sigue mejorando rentabilidad. Sube guía 2016](#)

Marissa Garza Ostos
 19 de julio de 2016

Alpek continúa mejorando la rentabilidad.

Este trimestre, los ingresos mostraron un incremento interanual del 4.4%, ligeramente debajo de nuestro estimado, para ubicarse en P\$22,341m (US\$1,237m). Los precios promedio aumentaron 6% en pesos, aunque disminuyeron 10% en dólares, mientras que los volúmenes totales disminuyeron 2% año contra año. El EBITDA aumentó 25.5% para ubicarse en P\$3,751m (US\$208m) en línea con nuestras expectativas. En el 2T16 se incluye un beneficio por P\$338m (US\$19m) por revaluación de inventarios, muy similar a los P\$331m (US\$21) registrados hace un año, ante la recuperación en el precio del petróleo trimestre a trimestre. Si excluimos dichos montos, en una base comparable el EBITDA hubiese aumentado 28.3% A/A (+9.2% en dólares). Es destacable la recuperación observada en el margen EBITDA consolidado que mostró una expansión de 2.8pp a 16.8%.

Alpek sube guía 2016. Después de los resultados del 2T16 Alpek subió su guía 2016 para el EBITDA desde US\$630m a US\$700m, lo que representaría un incremento anual del 11%.

Subimos PO2016 a P\$34.20, pero reiteramos MANTENER. Al incorporar la mejor perspectiva, actualizamos nuestro modelo de flujos descontados. De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, aumentamos el precio objetivo 2016 para las acciones de Alpek a P\$34.20 (antes P\$29.50), que representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 7.9x, y que con nuestros estimados para 2017 se abarataría a 7.2x. El múltiplo FV/EBITDA U12M es de 8.0x, similar al múltiplo promedio estimado de los últimos tres años de 7.92x. El rendimiento potencial que ofrece nuestro precio objetivo es de 7.5% sobre precios actuales, por lo cual reiteramos nuestra recomendación de MANTENER. Recordemos que a principios de año incluimos a Alpek dentro de nuestra lista de emisoras favoritas y el rendimiento en 2016 ha sido cercano al 31.6% (vs. 9.5% el IPC).

ALPEK – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	21,399	22,341	4.4%	23,891	-6.5%
Utilidad de Operación	2,430	3,144	29.4%	3,074	2.3%
Ebitda	2,989	3,751	25.5%	3,694	1.5%
Utilidad Neta	1,273	867	-31.9%	1,927	-55.0%
Márgenes					
Margen Operativo	11.4%	14.1%	2.7pp	12.9%	1.2pp
Margen Ebitda	14.0%	16.8%	2.8pp	15.5%	1.3pp
UPA	\$0.601	\$0.409	-31.9%	\$0.910	-55.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	21,398.8	21,292.0	22,340.6	4.4%	4.9%
Costo de Ventas	18,150.2	17,957.0	18,319.8	0.9%	2.0%
Utilidad Bruta	3,248.6	3,335.0	4,020.9	23.8%	20.6%
Gastos Generales	819.0	851.0	877.1	7.1%	3.1%
Utilidad de Operación	2,429.6	2,484.0	3,143.8	29.4%	26.6%
Margen Operativo	11.4%	11.7%	14.1%	2.7pp	2.4pp
Depreciación Operativa	559.8	605.0	607.3	8.5%	0.4%
EBITDA	2,989.3	3,089.0	3,751.1	25.5%	21.4%
Margen EBITDA	14.0%	14.5%	16.8%	2.8pp	2.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(237.8)	(290.4)	(972.3)	308.8%	234.9%
Intereses Pagados	220.0	254.7	266.4	21.1%	4.6%
Intereses Ganados	50.5	81.5	55.9	10.7%	-31.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(63.0)	(84.2)	(108.1)	71.6%	28.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(5.3)	(32.8)	(653.7)	>500%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(3.3)	(5.0)	(0.7)	-78.1%	-85.6%
Utilidad antes de Impuestos	2,188.5	2,769.4	2,170.8	-0.8%	-21.6%
Provisión para Impuestos	744.5	317.0	904.6	21.5%	185.4%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,444.0	1,872.0	1,266.2	-12.3%	-32.4%
Participación Minoritaria	171.2	590.0	399.5	133.3%	-32.3%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,272.7	1,282.0	866.7	-31.9%	-32.4%
Margen Neto	5.9%	6.0%	3.9%	(2.1pp)	(2.1pp)
UPA	0.601	0.605	0.409	-31.9%	-32.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	31,439.4	30,585.0	31,656.4	0.7%	3.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,160.4	4,222.0	3,856.0	-25.3%	-8.7%
Activos No Circulantes	36,642.3	42,735.0	48,085.6	31.2%	12.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	28,611.6	31,740.0	34,417.9	20.3%	8.4%
Activos Intangibles (Neto)	6,950.5	8,850.0	10,506.6	51.2%	18.7%
Activo Total	68,081.7	73,320.0	79,742.0	17.1%	8.8%
Pasivo Circulante	14,246.5	13,801.0	15,388.4	8.0%	11.5%
Deuda de Corto Plazo	823.3	1,772.0	2,052.9	149.4%	15.9%
Proveedores	9,398.8	8,404.0	12,159.1	29.4%	44.7%
Pasivo a Largo Plazo	22,579.5	25,274.0	27,032.6	19.7%	7.0%
Deuda de Largo Plazo	16,238.7	18,062.0	19,922.0	22.7%	10.3%
Pasivo Total	36,826.0	39,075.0	42,421.0	15.2%	8.6%
Capital Contable	31,255.7	34,245.0	37,321.0	19.4%	9.0%
Participación Minoritaria	4,118.5	4,708.0	4,218.5	2.4%	-10.4%
Capital Contable Mayoritario	27,137.1	29,537.0	33,102.5	22.0%	12.1%
Pasivo y Capital	68,081.7	73,320.0	79,742.0	17.1%	8.8%
Deuda Neta	11,901.5	15,612.0	18,118.9	52.2%	16.1%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,633.1				
Flujos generado en la Operación	3,800.6	1,019.0	3,373.8		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,777.9)	(100.1)	(1,063.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,439.9)	(2,063.8)	(2,239.2)		
Incremento (disminución) efectivo	1,215.8		(366.0)		

Fuente: Banorte-lxe, BMV

ALSEA * (Mantener, PO 2016 \$73.00)
Reporte en línea a nivel operativo

Marisol Huerta Mondragón
 28 de julio de 2016

Sorprende resultado en la utilidad neta.

Alsea presentó resultados en línea con nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo. A nivel neto el avance fue mayor a lo esperado. Los resultados son positivos derivado de un mejor entorno en el consumo, lanzamientos de productos y eficiencias operativas.

Sostiene tendencia positiva en VMT. En el 2T16, las ventas totales crecieron +16.8%, impulsados por el crecimiento de 9.6% A/A en Ventas Mismas Tiendas- VMT-, aperturas y los ingresos de distribución y producción. Por mercado, las VMT en México crecieron 11%, en Sudamérica 20.0% y 12% en España. A nivel operativo, el margen bruto presentó un avance de 40pb, ante un mejor desempeño en ventas, y eficiencias en costos y gastos. El EBITDA creció 22.6%, y una expansión de 60pb en el margen.

Resultados en México. Los ingresos, sin el negocio de distribución, crecieron 10.9%, a P\$5,034m. El incremento es atribuible a la apertura de 53 unidades y al desempeño de VMT (6.2% A/A). A nivel operativo, el EBITDA ajustado presentó un avance de 17.0% al sumar P\$1,104m, y una expansión de 110pb en el margen EBITDA a 21.9%. **Sudamérica** Las ventas de Sudamérica representaron el 21% de las ventas consolidadas de Alsea y crecieron 20% A/A, derivado de un avance de 23% en VMT. El EBITDA ajustado de Sudamérica creció 15% reflejando una contracción de 60pb. **España** contribuyó con 20% a las ventas consolidadas de Alsea. Las ventas crecieron 12%, impulsadas por las estrategias de comercialización y lanzamientos en las marcas de Domino's Pizza, el buen desempeño de Burger King y Foster Hollywood. El Ebitda presentó un avance de 17% con un margen de 20.5%, y una expansión de 80pb.

Reiteramos PO y Mantener Alsea logrará mantener crecimientos de doble dígito, derivado de estrategias promocionales, reconfiguración en unidades, dinamismo en el consumo en México y eficiencias en costos y gastos.

ALSEA – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	7,762	9,066	16.8%	9,042	0.3%
Utilidad de Operación	547	643	17.4%	678	-5.2%
Ebitda	998	1,223	22.6%	1,208	1.2%
Utilidad Neta	93	210	127.1%	97	115.9%
Márgenes					
Margen Operativo	7.1%	7.1%	0.0pp	7.5%	3.6pp
Margen Ebitda	12.9%	13.5%	0.6pp	13.4%	-99.3pp
Margen Neto	1.2%	2.3%	1.1pp	2.1%	-0.2pp
UPA	\$0.110	\$0.251	127.4%	\$0.220	14.2%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	7,761.9	8,534.8	9,065.6	16.8%	6.2%
Costo de Ventas	2,452.2	2,711.9	2,828.2	15.3%	4.3%
Utilidad Bruta	5,309.7	5,822.8	6,237.4	17.5%	7.1%
Gastos Generales	4,767.0	5,292.9	5,588.6	17.2%	5.6%
Utilidad de Operación	547.4	486.4	642.8	17.4%	32.2%
Margen Operativo	7.1%	5.7%	7.1%	0.0pp	1.4pp
Depreciación Operativa	450.3	548.8	580.2	28.8%	5.7%
EBITDA	997.7	1,035.2	1,223.0	22.6%	18.1%
Margen EBITDA	12.9%	12.1%	13.5%	0.6pp	1.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(321.8)	(377.2)	(261.4)	-18.8%	-30.7%
Intereses Pagados	143.4	174.4	210.8	47.0%	20.9%
Intereses Ganados	0.0	7.4	7.2	N.A.	-3.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	(139.4)	(160.4)	N.A.	15.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(178.4)	(70.8)	102.7	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	3.7	(7.1)	17.3	372.4%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	229.3	102.1	398.8	74.0%	290.7%
Provisión para Impuestos	130.8	47.0	167.6	28.2%	256.5%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	98.5	55.1	231.2	134.8%	319.9%
Participación Minoritaria	5.9	21.0	20.8	255.8%	-0.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	92.6	34.1	210.3	127.1%	>500%
Margen Neto	1.2%	0.4%	2.3%	1.1pp	1.9pp
UPA	0.110	0.041	0.251	127.4%	>500%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,926.9	4,051.6	4,188.1	6.7%	3.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	752.4	1,082.9	1,157.1	53.8%	6.9%
Activos No Circulantes	26,474.1	29,497.0	30,002.5	13.3%	1.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	10,401.4	11,346.3	11,956.4	14.9%	5.4%
Activos Intangibles (Neto)	13,397.8	8,182.3	8,172.3	-39.0%	-0.1%
Activo Total	30,400.9	33,548.5	34,190.6	12.5%	1.9%
Pasivo Circulante	6,284.9	6,891.5	6,560.3	4.4%	-4.8%
Deuda de Corto Plazo	1,546.7	919.3	440.3	-71.5%	-52.1%
Proveedores	2,498.1	3,630.5	3,996.6	60.0%	10.1%
Pasivo a Largo Plazo	14,297.9	16,967.4	18,346.4	28.3%	8.1%
Deuda de Largo Plazo	585,179.1	11,834.5	13,121.1	-97.8%	10.9%
Pasivo Total	20,582.9	23,858.9	24,906.6	21.0%	4.4%
Capital Contable	9,818.1	9,689.7	9,283.9	-5.4%	-4.2%
Participación Minoritaria	5.9	21.0	20.8	255.8%	-0.6%
Capital Contable Mayoritario	8,839.3	8,802.5	8,362.5	-5.4%	-5.0%
Pasivo y Capital	30,400.9	33,548.5	34,190.6	12.5%	1.9%
Deuda Neta	11,577.7	11,671.0	12,404.3	7.1%	6.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	35.7	(30.4)	(20.3)		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	632.5	1,012.6	1,145.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(892.5)	(1,062.7)	(921.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	85.7	(32.5)	(129.7)		
Incremento (disminución) efectivo	(138.5)	(112.9)	74.2		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AMX L (Mantener, PO2016 P\$12.25)
Otro impacto a la rentabilidad

Deterioro en la rentabilidad por el impacto de los planes ilimitados y escisión de Telesites. AMX reportó un incremento anual de 6.1% en los ingresos consolidados para alcanzar un monto de P\$233,832m (-0.3% vs nuestro estimado). El avance está relacionado principalmente al efecto de conversión cambiaria – combinación de la depreciación del peso mexicano frente a una apreciación del real brasileño y del peso colombiano – y en menor medida por un aumento del 27.7% de los ingresos por venta de equipo. AMX finalizó el periodo con una base total de 364.5 millones de UGI lo que representa una caída de 0.9% A/A después de desconectar 1.6m de suscriptores de prepago principalmente en Brasil.

Por otro lado, los costos de operación y los gastos comerciales y de administración aumentaron 11.5% vs 2T15 debido al efecto de la escisión de Telesites, mayores gastos de retención de suscriptores y un aumento en gastos de mantenimiento. Con base en lo anterior, AMX reportó una caída de 10.8% en el EBITDA lo que equivale a una erosión de 4.9pp en el margen de EBITDA para ubicarse en 26.1%. Además de la debilidad en la operación, la empresa reportó un incremento del 15.1% en los gastos financieros con lo que la utilidad neta cayó 45.2% A/A siendo por debajo de nuestros estimados. Incorporando los resultados trimestrales, el múltiplo FV/EBITDA y el P/U U12m se encarecen por lo que recomendamos cautela y mantener una sub-exposición en las carteras de inversión.

En el balance, AMX reportó un nivel de deuda mayor. La fluctuación de las monedas latinoamericanas frente al dólar llevó a la deuda con costo de la compañía a un monto de P\$727,085m, es decir un incremento de 9.7% A/A mientras tanto, la Deuda Neta avanzó 13.4% A/A. Con este monto y el deterioro del EBITDA U12m, la razón de DN/EBITDA subió de 2.2x del 1T16 a 2.4x. Aunque el indicador previo no se encuentra en un nivel muy elevado, consideramos que este es una limitante para el precio de la acción.

AMX – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	219,999	233,383	6.1%	234,022	-0.3%
Utilidad de Operación	36,346	25,758	-29.1%	32,340	-20.4%
Ebitda	68,333	60,983	-10.8%	66,167	-7.8%
Utilidad Neta	14,048	7,700	-45.2%	9,212	-16.4%
Márgenes					
Margen Operativo	16.5%	11.0%	-5.5pp	13.8%	-2.8pp
Margen Ebitda	31.1%	26.1%	-4.9pp	28.3%	-2.1pp
UPA	\$0.21	\$0.12	-44.2%	\$0.14	-16.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año Trimestre	2015 2	2016 1	2016 2	Variación % A/A	Variación % T/T
Ventas Netas	219,999	222,985	233,383	6.1%	4.7%
Costo de Ventas	132,628	142,195	151,796	14.5%	6.8%
Utilidad Bruta	87,371	80,791	81,587	-6.6%	1.0%
Gastos Generales	51,026	51,167	54,238	6.3%	6.0%
Utilidad de Operación	36,346	28,042	25,758	-29.1%	-8.1%
Margen Operativo	0	0	0	(5.5pp)	(1.5pp)
Depreciación Operativa	31,988	33,692	35,224	10.1%	4.5%
EBITDA	68,333	61,735	60,983	-10.8%	-1.2%
Margen EBITDA	0	0	0	(4.9pp)	(1.6pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(11,008)	(20,698)	(12,671)	15.1%	-38.8%
Intereses Pagados	8,481	7,935	8,154	-3.9%	2.8%
Intereses Ganados	2,868	987	914	-68.1%	-7.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	7,541	(11,912)	6,396	-15.2%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(12,935)	(1,839)	(11,826)	-8.6%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1,395)	37	33	N.A.	-12.9%
Utilidad antes de Impuestos	23,943	7,381	13,120	-45.2%	77.7%
Provisión para Impuestos	10,108	2,223	4,547	-55.0%	104.6%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	13,835	5,159	8,573	-38.0%	66.2%
Participación Minoritaria	(213)	360	873	N.A.	142.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	14,048	4,798	7,700	-45.2%	60.5%
Margen Neto	6.4%	2.2%	3.3%	(3.1pp)	1.1pp
UPA	0.210	0.073	0.117	-44.2%	61.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2015	2016	2016	Variación %	Variación %
Activo Circulante	350,600	333,577	364,019	3.8%	9.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	118,610	102,618	110,307	-7.0%	7.5%
Activos No Circulantes	938,953	986,499	1,074,757	14.5%	8.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	577,815	589,168	646,936	12.0%	9.8%
Activos Intangibles (Neto)	240,546	129,849	141,634	-41.1%	9.1%
Activo Total	1,289,552	1,320,076	1,438,775	11.6%	9.0%
Pasivo Circulante	406,101	381,991	451,183	11.1%	18.1%
Deuda de Corto Plazo	77,482	87,928	115,186	48.7%	31.0%
Proveedores	78,889	208,666	247,368	213.6%	18.5%
Pasivo a Largo Plazo	702,266	752,511	769,756	9.6%	2.3%
Deuda de Largo Plazo	585,179	600,766	611,900	4.6%	1.9%
Pasivo Total	1,108,367	1,134,502	1,220,939	10.2%	7.6%
Capital Contable	181,186	185,574	217,836	20.2%	17.4%
Participación Minoritaria	(213)	360	873	N.A.	142.2%
Capital Contable Mayoritario	129,284	136,446	165,774	28.2%	21.5%
Pasivo y Capital	1,289,552	1,320,076	1,438,775	11.6%	9.0%
Deuda Neta	662,661	586,077	616,779	-6.9%	5.2%

Estado de Flujo de Efectivo

	2015	2016	2016
Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	985.9	915.9	1,382.9
Flujos generado en la Operación	(35,203.3)	53,688.5	31,444.6
Flujo Neto de Actividades de Inversión	6,613.6	(25,590.7)	(26,882.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	15,017.7	(34,349.4)	(12,069.3)
Incremento (disminución) efectivo	(12,586.1)	(5,335.8)	(6,124.3)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ASUR B (Mantener, PO 2016 \$315.00)
En línea con lo esperado en el 2T16

Asur reportó sus resultados al 2T16 en línea con nuestros estimados. El grupo tuvo variaciones en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 5.8%, 19.1%, 18.4% y 18.2%, ubicándose en P\$2,244m, P\$1,207m, P\$1,338m y P\$867m, respectivamente.

En el 2T16, Asur presentó un crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 5.4% (vs. 2T15); los pasajeros nacionales aumentaron 5.7% y los internacionales 5.1%. La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 16.7%, ubicándose en P\$1,862m. Lo anterior se debió a un mayor turismo reflejado en el principal aeropuerto del grupo, Cancún (+6.4%) y resaltamos el gran avance en el ingreso por pasajero (+10.7%).

El margen operativo subió 6.0pp, colocándose en 53.8%; y el margen Ebitda avanzó 6.4pp, ubicándose en 59.6%. Lo anterior se debe principalmente a un alza en los ingresos de 5.8% comparado con una reducción en el total de costos y gastos de operación de 6.4%. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 2T16 vs. 2T15, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción los resultados indican que la rentabilidad del grupo sigue al alza (64.8% el margen operativo y 71.8% el de Ebitda) vs. 2T15 (63.5% y 70.8%, respectivamente).

La utilidad neta del periodo tuvo un incremento de 18.2% debido principalmente a los mejores resultados operativos y una menor pérdida en el resultado integral de financiamiento de P\$11.3m (vs. pérdida de P\$16.6m en el 2T15), que fueron parcialmente compensados por un incremento en los impuestos a la utilidad de 35.7% vs. 2T15, ubicándose en P\$387m en comparación con el monto del 2T15 de P\$285m. Asur mencionó que en el 2T16 el tráfico total de pasajeros transportados en el aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico (“SJU”) creció 4.3%.

ASUR – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	2,120	2,244	5.8%	2,118	6.0%
Utilidad de Operación	1,013	1,207	19.1%	1,195	1.0%
Ebitda	1,129	1,338	18.4%	1,323	1.1%
Utilidad Neta	733	867	18.2%	821	5.6%
Márgenes					
Margen Operativo	47.8%	53.8%	6.0pp	56.4%	-2.7pp
Margen Ebitda	53.3%	59.6%	6.4pp	62.5%	-2.9pp
Margen Neto	34.6%	38.6%	4.1pp	38.8%	-0.1pp
UPA	\$2.443	\$2.889	18.2%	\$2.737	5.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,120.4	2,077.4	2,243.8	5.8%	8.0%
Costo de Ventas	34.7	46.9	44.5	28.2%	-5.1%
Utilidad Bruta	2,085.7	2,030.5	2,199.3	5.4%	8.3%
Gastos Generales	1,072.9	744.3	992.7	-7.5%	33.4%
Utilidad de Operación	1,012.8	1,286.2	1,206.6	19.1%	-6.2%
Margen Operativo	47.8%	61.9%	53.8%	6.0pp	(8.1pp)
Depreciación Operativa	116.4	128.4	130.9	12.4%	1.9%
EBITDA	1,129.3	1,414.6	1,337.5	18.4%	-5.4%
Margen EBITDA	53.3%	68.1%	59.6%	6.4pp	(8.5pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(16.6)	(18.5)	(11.3)	-32.1%	-39.0%
Intereses Pagados	24.3	31.9	29.3	20.8%	-8.2%
Intereses Ganados	38.2	36.7	45.6	19.5%	24.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(30.5)	(23.3)	(27.6)	-9.6%	18.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	21.7	49.9	58.2	168.3%	16.7%
Utilidad antes de Impuestos	1,017.9	1,317.5	1,253.5	23.1%	-4.9%
Provisión para Impuestos	285.0	389.1	386.9	35.7%	-0.6%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	732.9	928.3	866.6	18.2%	-6.6%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	732.9	928.3	866.6	18.2%	-6.6%
Margen Neto	34.6%	44.7%	38.6%	4.1pp	(6.1pp)
UPA	2.443	3.094	2.889	18.2%	-6.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,766.7	3,953.2	3,254.1	-13.6%	-17.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,172.2	2,945.6	2,675.3	-15.7%	-9.2%
Activos No Circulantes	20,625.2	23,187.6	23,621.5	14.5%	1.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	321.2	321.8	322.5	0.4%	0.2%
Activos Intangibles (Neto)	16,828.5	19,012.2	19,179.8	14.0%	0.9%
Activo Total	24,391.9	27,140.7	26,875.6	10.2%	-1.0%
Pasivo Circulante	697.9	599.9	698.4	0.1%	16.4%
Deuda de Corto Plazo	113.5	20.1	48.8	-57.0%	142.5%
Proveedores	19.0	24.3	28.5	50.1%	16.9%
Pasivo a Largo Plazo	4,889.8	5,207.9	5,517.5	12.8%	5.9%
Deuda de Largo Plazo	3,277.3	3,676.8	3,939.9	20.2%	7.2%
Pasivo Total	5,587.7	5,807.8	6,215.9	11.2%	7.0%
Capital Contable	18,804.2	21,332.9	20,659.7	9.9%	-3.2%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	18,804.2	21,332.9	20,659.7	9.9%	-3.2%
Pasivo y Capital	24,391.9	27,140.7	26,875.6	10.2%	-1.0%
Deuda Neta	218.5	751.3	1,313.4	>500%	74.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,268.7		
Flujos generado en la Operación	45.9	999.4	1,627.3
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(467.8)	(137.9)	(214.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,530.0)	0.0	(1,683.0)
Incremento (disminución) efectivo	316.9	861.5	(270.3)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AXTEL CPO (Mantener, PO 2016 P\$6.75)
Debilidad en ingresos afecta guía de 2016

Manuel Jiménez Zaldivar
 19 de julio de 2016

Resultados pro forma con caídas en ingresos y en el EBITDA. Además, la empresa dejó de calcular el EBITDA Ajustado alineándose a las políticas de Alfa.

La Base de Unidades Generadoras de Ingresos (UGI) retrocedió 9.3% A/A. Axtel reportó una base de UGI de 1.06 millones lo que equivale a 22 mil cancelaciones netas. Desglosando por tipo de servicio, la empresa registró una caída de 13.1% en las UGI del servicio de voz, una reducción de 10.5% en el servicio de acceso a internet y un incremento de 20.2% en los suscriptores de TV de paga.

Con cifras pro forma los ingresos consolidados cayeron 13.4% A/A y el EBITDA se redujo 3.3%. Axtel reportó ingresos consolidados de P\$3,478m representando un alza de 36.8% A/A por la consolidación de Alestra, no obstante, la comparación adecuada es con las cifras pro forma con las cuales los ingresos caen 13.4% A/A. La reducción en ingresos pro forma se debe principalmente a una caída de 19.6% en los ingresos de telecomunicaciones. Además, los ingresos generados por el mercado masivo retrocedieron 3.2% mientras que los ingresos de Tecnologías de la Información (TI) aumentaron 4.2%. Los ingresos de redes administradas incluyen la cancelación de una provisión de un proyecto de gobierno en el periodo. Axtel reportó un EBITDA de P\$1,139m lo que representa una caída interanual de 3.3% y una En expansión de 3.4pp en el margen de EBITDA para finalizar en 32.8%. Por debajo de las cifras operativas, la empresa reportó gastos financieros por un monto de P\$1,563m (+120.7% vs el 2T15). La empresa reportó una pérdida neta mayoritaria de P\$951m, significativamente mayor a la pérdida esperada.

Por la debilidad en los ingresos, la administración recortó su guía para el EBITDA 2016 a P\$4,500m lo cual hemos incorporado a nuestros estimados y al precio objetivo.

AXTEL – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T16	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estím.
Ventas	2,542	3,478	36.8%	4,089	-14.9%
Utilidad de Operación	-135	155	N.A.	540	-71.3%
Ebitda	471	1,139	141.9%	1,415	-19.5%
Utilidad Neta	-537	-951	NA	-69	NA
Márgenes					
Margen Operativo	-5.3%	4.5%	9.8pp	13.2%	-8.8pp
Margen Ebitda	18.5%	33.5%	14.9pp	34.6%	-1.1pp
Margen Neto	-21.1%	-27.4%	-6.2pp	-1.7%	-25.7pp
UPA	-\$0.41	-\$0.05	NA	-\$0.03	NA

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,542.0	2,839.6	3,478.2	36.8%	22.5%
Costo de Ventas	569.4	1,208.8	1,410.1	147.7%	16.7%
Utilidad Bruta	1,972.6	1,630.8	2,068.2	4.8%	26.8%
Gastos Generales	1,775.8	1,575.9	1,885.2	6.2%	19.6%
Utilidad de Operación	(135.4)	(439.3)	155.0	N.A.	N.A.
Margen Operativo	-5.3%	-15.5%	4.5%	9.8pp	19.9pp
Depreciación Operativa	606.4	798.3	981.2	61.8%	22.9%
EBITDA	471.0	853.2	1,164.2	147.2%	36.5%
Margen EBITDA	18.5%	30.0%	33.5%	14.9pp	3.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(570.8)	(1,196.1)	(1,563.0)	173.8%	30.7%
Intereses Pagados	295.3	1,015.2	260.9	-11.7%	-74.3%
Intereses Ganados	11.7	5.2	3.9	-66.8%	-25.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(9.5)	(8.8)	(94.8)	>500%	>500%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(277.7)	(177.4)	(1,211.1)	336.1%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(706.2)	(1,635.4)	(1,408.0)	99.4%	-13.9%
Provisión para Impuestos	(169.5)	(494.2)	(455.5)	168.7%	-7.8%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	(536.7)	(1,141.2)	(952.4)	77.5%	-16.5%
Participación Minoritaria		2.8	(1.0)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(536.7)	(1,144.0)	(951.4)	77.3%	-16.8%
Margen Neto	-21.1%	-40.3%	-27.4%	(6.2pp)	12.9pp
UPA	(0.407)	(0.059)	(0.050)	-87.7%	-16.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	6,364.5	6,864.5	6,933.0	8.9%	1.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,772.1	695.9	1,128.3	-59.3%	62.1%
Activos No Circulantes	15,728.9	25,206.3	25,536.6	62.4%	1.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	13,423.6	19,872.3	19,692.8	46.7%	-0.9%
Activos Intangibles (Neto)	149.4	1,525.8	1,604.8	>500%	5.2%
Activo Total	22,093.4	32,070.8	32,469.6	47.0%	1.2%
Pasivo Circulante	4,928.7	7,838.8	6,788.3	37.7%	-13.4%
Deuda de Corto Plazo	519.1	2,034.0	630.3	21.4%	-69.0%
Proveedores	2,635.6	4,753.8	4,893.8	85.7%	2.9%
Pasivo a Largo Plazo	11,767.0	17,833.9	20,246.3	72.1%	13.5%
Deuda de Largo Plazo	11,469.3	17,075.4	19,450.4	69.6%	13.9%
Pasivo Total	16,695.7	25,672.7	27,034.6	61.9%	5.3%
Capital Contable	5,397.7	6,398.1	5,434.9	0.7%	-15.1%
Participación Minoritaria		2.8	(1.0)	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	5,397.7	6,382.0	5,434.9	0.7%	-14.8%
Pasivo y Capital	22,093.4	32,070.8	32,469.6	47.0%	1.2%
Deuda Neta	9,216.2	18,413.5	18,952.5	105.6%	2.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	46.6	92.5	33.5		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	108.1	(31.9)	1,522.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(470.3)	(1,025.7)	(765.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(134.9)	(914.2)	(358.2)		
Incremento (disminución) efectivo	(450.5)	(1,879.3)	432.4		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AZTECA CPO (Mantener, PO 2016 En Revisión)
Analizará opciones estratégicas en Telecoms

Manuel Jiménez Zaldivar
 21 de julio de 2016

Por segundo trimestre consecutivo TV Azteca logró buenos resultados por reembolsos del gobierno peruano. Azteca registró crecimiento en ingresos y EBITDA de 20.2% y 143.9%, respectivamente siendo muy superiores a nuestros estimados. Los principales factores que dieron un impulso a los ingresos fueron: 1) El reembolso del gobierno peruano por pagos hechos por la compañía para la construcción y mantenimiento de la red de fibra óptica lo que representó ingresos por P\$221m (equivalente al 6% de los ingresos consolidados) y 2) un crecimiento de 14% en los ingresos de publicidad en México.

Sólido avance del EBITDA consolidado, no obstante, Comunicaciones Colombia continúa con fuertes pérdidas operativas. TV Azteca reportó un EBITDA de P\$990m +143.9% A/A. Los costos y gastos aumentaron 1% A/A por mayores costos de producción, programación y transmisión así como el reconocimiento de costos asociados a los negocios de telecomunicaciones. Los costos de producción reflejan los derechos de exhibición de los partidos de la Copa América y la Eurocopa así como el efecto de la fortaleza del dólar en la compra de contenido, estos fueron parcialmente compensados con una mayor eficiencia en la generación de contenido. Comunicaciones Colombia contribuyó con P\$315m a los costos y con un margen de EBITDA de -78% nivel que esperamos se mantenga este año. La combinación de un aumento de 57% en la deuda neta y una reducción en el EBITDA de los últimos doce meses ha elevado la razón de deuda neta a EBITDA de 2.8x en el 2T15 a 4.3x nivel que creemos es necesario reducir.

El Consejo de Administración solicitó la valuación y perspectivas de sus inversiones en telecomunicaciones en Sudamérica para determinar el enfoque estratégico de largo plazo. Una vez realizado el análisis estratégico, la administración formulará un plan de acción en la segunda mitad del año

AZTECA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	2,982	3,583	20.2%	3,017	18.8%
Utilidad de Operación	85	645	>500%	103	>500%
Ebitda	406	990	143.9%	402	146.0%
Utilidad Neta	-630	-522	NA%	-894	NA
Márgenes					
Margen Operativo	2.9%	18.0%	15.1pp	3.4%	14.6pp
Margen Ebitda	13.6%	27.6%	14.0pp	13.3%	14.3pp
Margen Neto	-21.1%	-14.6%	6.6pp	-29.6%	15.1pp
UPA	-\$0.21	-\$0.17	NA	-\$0.30	NA

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,981.7	2,861.3	3,582.9	20.2%	25.2%
Costo de Ventas	2,313.7	2,313.0	2,420.7	4.6%	4.7%
Utilidad Bruta	668.0	548.4	1,162.2	74.0%	111.9%
Gastos Generales	431.5	347.8	379.1	-12.1%	9.0%
Utilidad de Operación	85.0	114.0	644.9	>500%	466.0%
Margen Operativo	2.9%	4.0%	18.0%	15.1pp	14.0pp
Depreciación Operativa	169.2	209.3	206.5	22.0%	-1.3%
EBITDA	405.7	409.9	989.6	143.9%	141.4%
Margen EBITDA	13.6%	14.3%	27.6%	14.0pp	13.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(517.9)	(338.4)	(880.7)	70.0%	160.2%
Intereses Pagados	305.6	343.3	345.3	13.0%	0.6%
Intereses Ganados	30.6	23.8	18.8	-38.5%	-20.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(24.5)	(30.5)	(40.2)	63.9%	31.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(218.4)	11.5	(514.0)	135.3%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	9.0	3.8	2.8	-69.0%	-26.9%
Utilidad antes de Impuestos	(423.9)	(220.7)	(232.9)	-45.1%	5.6%
Provisión para Impuestos	211.4	339.4	295.6	39.8%	-12.9%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	(635.3)	(560.1)	(528.5)	-16.8%	-5.6%
Participación Minoritaria	(5.5)	(6.6)	(6.5)	19.0%	-0.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	(629.8)	(553.5)	(522.0)	-17.1%	-5.7%
Margen Neto	-21.1%	-19.3%	-14.6%	6.6pp	4.8pp
UPA	(0.211)	(0.185)	(0.174)	-17.4%	-5.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2015	2016	2016	Variación	Variación
				% A/A	% T/T
Activo Circulante	16,359.5	15,392.5	16,586.7	1.4%	7.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	6,335.7	2,414.3	2,754.8	-56.5%	14.1%
Activos No Circulantes	22,479.2	22,976.8	22,849.7	1.6%	-0.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,200.7	4,079.2	4,105.3	-2.3%	0.6%
Activos Intangibles (Neto)	9,742.8	10,118.3	10,429.6	7.0%	3.1%
Activo Total	38,838.6	38,369.2	39,436.5	1.5%	2.8%
Pasivo Circulante	10,800.5	12,853.4	13,336.8	23.5%	3.8%
Deuda de Corto Plazo	1,176.4			N.A.	N.A.
Proveedores	157.1	7,519.0	7,574.3	>500%	0.7%
Pasivo a Largo Plazo	17,246.9	17,933.1	19,003.5	10.2%	6.0%
Deuda de Largo Plazo	13,797.2	15,213.0	16,318.4	18.3%	7.3%
Pasivo Total	28,047.4	30,786.5	32,340.4	15.3%	5.0%
Capital Contable	10,791.3	7,582.7	7,096.1	-34.2%	-6.4%
Participación Minoritaria	(5.5)	(6.6)	(6.5)	19.0%	-0.6%
Capital Contable Mayoritario	10,747.2	7,548.3	7,068.2	-34.2%	-6.4%
Pasivo y Capital	38,838.6	38,369.2	39,436.5	1.5%	2.8%
Deuda Neta	8,638.0	12,798.7	13,563.5	57.0%	6.0%

Estado de Flujo de Efectivo

	2015	2016	2016	Variación	Variación
				% A/A	% T/T
Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes					
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	1,065.6	(267.6)	1,160.6		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(955.4)	(627.6)	247.6		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(246.7)	(411.9)	(284.6)		
Incremento (disminución) efectivo	(136.4)	(1,307.1)	1,123.5		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

BIMBO A (Mantener, PO 2016 En Revisión)
Buen trimestre, mantiene rentabilidad

Crece rentabilidad, impulsa EE.UU. Bimbo reportó cifras positivas, arriba de nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo. Durante el 2T16, los ingresos crecieron 13.8% A/A resultado del sólido dinamismo de la operaciones en México y del efecto positivo del tipo de cambio en EE.UU y Canadá. Los ingresos en EE.UU. crecieron +18.7% A/A, seguidos de Europa +13.9%, Latinoamérica 10.0% y México 7.1%. A nivel operativo, el EBITDA creció 21.0% (vs 16.0%e y 18.9% consenso) con una expansión en el margen de EBITDA de 70pb, donde los mercados de EE.UU y Europa mostraron el mayor avance operativo debido a menores costos en los precios de materias primas y eficiencias en gastos de reestructura en EE.UU. La utilidad neta creció 10.2%, ante mayores costos financieros e impuestos en EE.UU y la cancelación de impuestos diferidos por pérdidas fiscales en Brasil.

Resultados en México Durante el 2T16, los ingresos crecieron 7.1% A/A, en línea con nuestro estimado de 7.0%. El crecimiento refleja un entorno positivo en el consumo, mejor desempeño y expansión en la distribución, sumado a un crecimiento en todas las categorías. El EBITDA no reportó variaciones. **Estados Unidos y Canadá** representaron en el 2T16 el 63% de los ingresos y el 47% del EBITDA. Los ingresos crecieron 18.7%, atribuible en gran medida, al beneficio del tipo de cambio. Latam Durante el 2T16 los ingresos en la región crecieron 10.0%. Dentro de los elementos que contribuyeron a este crecimiento destacan un mejor desempeño en los volúmenes de algunos mercados como Brasil, Perú y Centroamérica. En el mercado europeo las ventas crecieron 13.9%, reflejando los beneficios por tipo de cambio.

Ponemos en revisión nuestro PO2016. Estaremos realizando una actualización en nuestro PO2016, al incorporar las operaciones de Panrico a partir del 3T16. Reiteramos Mantener.

BIMBO – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	53,267	60,626	13.8%	59,029	2.7%
Utilidad de Operación	3,989	4,861	21.9%	4,740	2.5%
Ebitda	5,652	6,838	21.0%	6,556	4.3%
Utilidad Neta	1,729	1,906	10.2%	2,054	-7.2%
Márgenes					
Margen Operativo	7.5%	8.0%	0.5pp	8.0%	0.0pp
Margen Ebitda	10.6%	11.3%	0.7pp	11.1%	0.2pp
Margen Neto	3.2%	3.1%	-0.1pp	3.5%	-0.3pp
UPA	\$0.368	\$0.405	10.2%	\$0.21	93.0%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	53,267.4	56,638.0	60,626.2	13.8%	7.0%
Costo de Ventas	24,876.6	26,359.7	27,649.5	11.1%	4.9%
Utilidad Bruta	28,390.8	30,278.3	32,976.7	16.2%	8.9%
Gastos Generales	23,102.0	26,245.3	27,421.2	18.7%	4.5%
Utilidad de Operación	3,988.7	3,879.1	4,861.2	21.9%	25.3%
Margen Operativo	7.5%	6.8%	8.0%	0.5pp	1.2pp
Depreciación Operativa	1,643.0	1,821.4	1,921.4	16.9%	5.5%
EBITDA	5,652.3	5,750.5	6,838.1	21.0%	18.9%
Margen EBITDA	10.6%	10.2%	11.3%	0.7pp	1.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,008.8)	(1,248.0)	(1,226.3)	21.6%	-1.7%
Intereses Pagados	1,098.7	1,298.1	1,304.6	18.7%	0.5%
Intereses Ganados	61.1	50.5	41.0	-32.9%	-18.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	30.0	45.5	22.5	-25.1%	-50.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(1.2)	(45.8)	14.8	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(6.5)	5.8	38.9	N.A.	>500%
Utilidad antes de Impuestos	2,973.4	2,637.0	3,673.9	23.6%	39.3%
Provisión para Impuestos	1,033.1	1,052.1	1,553.1	50.3%	47.6%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,940.3	1,584.8	2,120.8	9.3%	33.8%
Participación Minoritaria	211.1	212.7	214.7	1.7%	0.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,729.2	1,372.1	1,906.1	10.2%	38.9%
Margen Neto	3.2%	2.4%	3.1%	(0.1pp)	0.7pp
UPA	0.368	0.292	0.405	10.2%	38.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	29,051.3	35,288.5	35,960.9	23.8%	1.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,274.5	6,406.7	4,631.4	41.4%	-27.7%
Activos No Circulantes	155,429.6	169,976.1	183,866.1	18.3%	8.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	54,165.9	58,994.1	64,336.8	18.8%	9.1%
Activos Intangibles (Neto)	85,987.0	91,830.7	91,830.7	6.8%	
Activo Total	184,480.9	205,264.6	219,826.9	19.2%	7.1%
Pasivo Circulante	41,660.7	43,864.5	39,789.9	-4.5%	-9.3%
Deuda de Corto Plazo	10,008.1	11,257.5	3,485.0	-65.2%	-69.0%
Proveedores	11,843.0	12,213.2	13,647.6	15.2%	11.7%
Pasivo a Largo Plazo	88,042.9	96,335.7	110,111.6	25.1%	14.3%
Deuda de Largo Plazo			73,605.9	N.A.	N.A.
Pasivo Total	129,703.6	140,200.2	149,901.5	15.6%	6.9%
Capital Contable	54,777.3	65,064.5	3,127.2	-94.3%	-95.2%
Participación Minoritaria	211.1	212.7	214.7	1.7%	0.9%
Capital Contable Mayoritario	51,634.7	61,911.2	2,120.8	-95.9%	-96.6%
Pasivo y Capital	184,480.9	205,264.6	153,028.7	-17.0%	-25.4%
Deuda Neta	60,900.0	67,050.6	77,090.9	26.6%	15.0%

Estado de Flujo de Efectivo		
Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	(651.4)	189.3
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	6,823.1	2,887.6
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,945.4)	(1,510.2)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,205.5)	1,014.9
Incremento (disminución) efectivo	1,020.9	2,581.6

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

CEMEX CPO (Compra, PO 2016 \$15.50)
Reporte positivo del 2T16 con mejora en flujo

Cemex reportó sus resultados al 2T16 con un decremento en ventas de 0.7% y un alza en Ebitda de 6.3%, ubicándose en US\$3,682m y US\$771m, respectivamente. Se registró una utilidad neta mayoritaria de US\$205m (+80.6% vs. 2T15). En general, los resultados fueron ligeramente mejores a nuestros estimados. Los volúmenes mostraron un avance en el trimestre (estrategia de valor antes que volumen) y continuaron caídas en los precios de los productos en dólares ante las fluctuaciones en las tasas de cambio respecto al dólar. En moneda local, la mayoría de los precios tuvieron alzas. Por otro lado, la reducción de costos y gastos llevaron a una mayor rentabilidad, que junto con otras iniciativas resultaron en una mayor generación de flujo de efectivo libre.

El Ebitda presentó un aumento de 6.3% vs. 2T15, colocándose en US\$771m. Con lo anterior el margen Ebitda fue de 20.9%, con una variación positiva de 1.3pp vs. 2T15. México mostró sólidos incrementos (Ventas +7% y Ebitda +18%) y mejor rentabilidad (37.9% en el 2T16 vs. 34.3% en el 2T15), EE.UU. (región clave en el proceso de mejora continua operativa) continuó creciendo (Ventas +3% y Ebitda +10%) y mejorando su rentabilidad (se ubicó en 16.6% vs. 15.5% en el 2T15), y Europa mostró buenos resultados (-2% y +4%). En contraparte, se presentaron caídas en Sudamérica (-10% y -5%) y Asia, Medio Oriente y África (-4% y -2%). De forma comparable para las operaciones existentes y ajustadas por las fluctuaciones cambiarias, el Ebitda aumentó 16%.

Cemex registró una Utilidad Neta Mayoritaria en el 2T16 de US\$205m. Su flujo de efectivo libre fue de US\$422m en el 2T16 (+573% vs. 2T15).

La deuda neta disminuyó 3.3% vs. 1T16 y hubo una mejora en el indicador de apalancamiento (4.9x de 5.2x en el 1T16).

CEMEX – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	57,358	66,232	15.5%	67,130	-1.3%
Utilidad de Operación	7,431	8,960	20.6%	8,843	1.3%
Ebitda	11,216	13,862	23.6%	13,650	1.5%
Utilidad Neta	1,759	3,695	110.0%	2,104	75.6%
Márgenes					
Margen Operativo	13.0%	13.5%	0.6pp	13.2%	0.4pp
Margen Ebitda	19.6%	20.9%	1.4pp	20.3%	0.6pp
Margen Neto	3.1%	5.6%	2.5pp	3.1%	2.4pp
UPA	\$0.13	\$0.27	109.5%	\$0.15	82.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	57,357.6	57,084.6	66,231.7	15.5%	16.0%
Costo de Ventas	37,741.8	38,717.1	42,576.0	12.8%	10.0%
Utilidad Bruta	19,615.8	18,367.5	23,655.7	20.6%	28.8%
Gastos Generales	12,184.4	12,241.8	14,695.4	20.6%	20.0%
Utilidad de Operación	7,431.4	6,125.6	8,960.4	20.6%	46.3%
Margen Operativo	13.0%	10.7%	13.5%	0.6pp	2.8pp
Depreciación Operativa	3,729.7	4,009.8	4,172.7	11.9%	4.1%
EBITDA	11,215.6	10,398.0	13,861.6	23.6%	33.3%
Margen EBITDA	19.6%	18.2%	20.9%	1.4pp	2.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(4,524.8)	(4,557.8)	(4,841.7)	7.0%	6.2%
Intereses Pagados	4,011.0	4,323.3	4,111.3	2.5%	-4.9%
Intereses Ganados	42.1	54.3	48.9	16.4%	-9.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(1,142.2)	(281.4)	(2,730.4)	139.0%	>500%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	586.4	(7.5)	1,951.1	232.7%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	193.0	42.9	249.3	29.2%	481.0%
Utilidad antes de Impuestos	3,099.6	1,610.7	4,368.0	40.9%	171.2%
Provisión para Impuestos	1,266.0	(757.5)	705.8	-44.2%	N.A.
Operaciones Discontinuadas	175.3	18.9	429.9	145.3%	>500%
Utilidad Neta Consolidada	2,008.9	872.1	4,092.1	103.7%	369.2%
Participación Minoritaria	249.7	239.2	396.9	59.0%	66.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,759.2	632.9	3,695.2	110.0%	483.8%
Margen Neto	3.1%	1.1%	5.6%	2.5pp	4.5pp
UPA	0.131	0.047	0.275	109.5%	483.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	70,067.3	86,059.4	80,386.6	14.7%	-6.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,723.9	21,998.4	11,241.7	45.5%	-48.9%
Activos No Circulantes	464,050.7	470,236.2	482,961.5	4.1%	2.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	209,567.8	213,360.8	216,639.2	3.4%	1.5%
Activos Intangibles (Neto)	205,881.3	220,646.0	229,418.0	11.4%	4.0%
Activo Total	534,118.0	556,295.6	563,348.1	5.5%	1.3%
Pasivo Circulante	69,650.8	70,525.0	74,686.1	7.2%	5.9%
Deuda de Corto Plazo	6,145.7	505.4	3,479.8	-43.4%	>500%
Proveedores	26,680.9	28,654.7	32,637.3	22.3%	13.9%
Pasivo a Largo Plazo	308,337.9	324,143.2	316,033.3	2.5%	-2.5%
Deuda de Largo Plazo	236,948.5	268,291.6	260,143.5	9.8%	-3.0%
Pasivo Total	377,988.7	394,668.2	390,719.3	3.4%	-1.0%
Capital Contable	156,129.3	161,627.3	172,628.8	10.6%	6.8%
Participación Minoritaria	18,418.5	20,352.6	21,927.9	19.1%	7.7%
Capital Contable Mayoritario	137,710.8	141,274.7	150,700.9	9.4%	6.7%
Pasivo y Capital	534,118.0	556,295.6	563,348.1	5.5%	1.3%
Deuda Neta	235,370.3	246,798.6	252,381.6	7.2%	2.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	20,437.4				
Flujos generado en la Operación	(11,026.8)	6,639.8	14,843		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(6,501.7)	(2,965.6)	(2,179.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(7,774.4)	3,044.1	(23,420.3)		
Incremento (disminución) efectivo	(4,865.5)	6,718.3	(10,801.7)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

CREAL * (Compra, PO 2016 \$45.00)

Gastos de Instacredit opacan utilidad neta

Marissa Garza Ostos

27 de julio de 2016

Fuerte crecimiento en cartera. Los resultados del 2T16 de Creal muestran un comportamiento mixto. Aun cuando observamos crecimientos importantes a nivel operativo, a nivel neto las utilidades quedaron por debajo de nuestras expectativas. Lo anterior se explica por la consolidación de las operaciones de Instacredit con presencia en Costa Rica, Nicaragua y Panamá. La cartera de créditos aumentó 50.0% en forma anual para ubicarse en P\$22,192.7m.

Margen Financiero crece impulsado por la cartera. Este trimestre, el favorable desempeño en la cartera de créditos impulsó el aumento del 67.4% en el Margen Financiero a P\$1,232m. Los ingresos por intereses aumentaron 69.5% en forma anual, mientras que los gastos por intereses crecieron 76.0%. Esto último se explica por el aumento cercano al 60% en la deuda de la compañía para la adquisición de Instacredit, el incremento en las tasas y la consolidación de AFS e Instacredit.

Morosidad mejora trimestre a trimestre. El índice de cartera vencida a cartera total se ubicó en 2.3% en el 2T16, por arriba del 2.1% en el 2T15, ante los cambios en la mezcla de cartera, pero por debajo del 2.7% del 1T16.

Deterioro en el índice de eficiencia. En el trimestre, los gastos operativos aumentaron 236.8% como resultado de la consolidación de Instacredit y AFS Acceptance, principalmente, y una mayor inversión en campañas para reconocimiento de marca. Con ello el índice de eficiencia aumentó a 59.1% en el 2T16 vs. 32.3% en el 2T15. Si excluimos la consolidación de los nuevos negocios el índice de eficiencia se hubiese ubicado en 37.0%.

Utilidad neta por debajo de lo esperado. A pesar del sólido desempeño en el Margen Financiero, los mayores gastos e impuestos (tasa efectiva del 27.7% en 2T16 vs 22.5% en el 2T15) mitigaron el crecimiento en la utilidad neta al ubicarse en P\$375m, mostrando un aumento del 12.6%, por debajo de nuestros estimados.

CREAL – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	976	1,655	69.5%	1,474	12.3%
Margen Financiero	736	1,232	67.4%	1,151	7.0%
Utilidad de Operación	408	538	31.6%	459	17.1%
Utilidad Neta	333	375	12.6%	404	-7.2%
Márgenes					
ROE	21.6%	19.7%	-1.9pp	20.8%	-1.1pp
MIN	16.1%	16.5%	0.3pp	17.0%	-0.5pp
CV/CT	2.1%	2.3%	0.2pp	2.7%	-0.4pp
Provisiones/CV	127.3%	159.9%	32.6pp	112.6%	47.3pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Activo Total	21,679.3	30,958.1	33,080.8	52.6%	6.9%
Disponibilidades e Instr Finan	2,302.8	3,054.1	3,183.8	38.3%	4.2%
Cartera de Crédito Neta	14,790.3	20,735.4	22,192.7	50.0%	7.0%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-391.7	-803.6	-825.6	110.8%	2.7%
Cartera de Crédito Vigente	14,482.6	20,181.8	21,676.5	49.7%	7.4%
Cartera Vencida	307.7	553.6	516.2	67.8%	-6.8%
Otras Cuentas por Cobrar	1,946.0	3,002.0	3,368.5	73.1%	12.2%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	119.0	235.4	251.0	111.0%	6.6%
Inversiones Permanentes	792.6	863.0	891.2	0.1	3.3%
Impuestos y PTU Diferidos				N.A.	N.A.
Otros Activos	2,120.3	3,871.7	4,019.3	89.6%	3.8%
Pasivo Total	15,693.0	23,402.0	24,896.5	58.6%	6.4%
Pasivos Bursátiles	9,650.1	10,968.2	12,848.4	33.1%	17.1%
Préstamos Bancarios	4,571.0	10,593.4	9,939.8	117.5%	-6.2%
Otras cuentas por Pagar	551.6	726.9	905.3	64.1%	24.5%
Capital Contable	5,986.3	7,556.2	8,184.3	36.7%	8.3%
Participación Minoritaria	7.9	524.4	594.3	>500%	13.3%
Capital Contable Mayoritario	5,978.4	7,031.7	7,590.0	27.0%	7.9%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	976.2	1,339.3	1,654.7	69.5%	23.5%
Gastos Financieros	(240.3)	(322.8)	(422.9)	76.0%	31.0%
Margen Financiero	735.9	1,016.5	1,231.8	67.4%	21.2%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	(58.8)	(47.3)	(208.0)	254.0%	339.4%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	677.1	969.2	1,023.8	51.2%	5.6%
Comisiones Netas	50.6	206.4	182.8	261.5%	-11.4%
Resultado por Intermediación		8.0	69.1	N.A.	>500%
Gastos Operativos	(221.6)	(563.8)	(746.6)	236.8%	32.4%
Utilidad de Operación	408.4	556.1	537.6	31.6%	-3.3%
Impuestos	91.9	132.7	148.9	62.0%	12.2%
Subsidiarias	17.5	17.8	31.6	80.8%	77.3%
Participación Minoritaria	(0.9)	(34.9)	(45.3)	>500%	29.8%
Utilidad Neta Mayoritaria	333.1	406.2	374.9	12.6%	-7.7%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

CULTIBA B (Compra, PO 2016 \$29.00)
Otro trimestre positivo, mantiene rentabilidad

Marisol Huerta Mondragón
 20 de julio de 2016

Precio e innovaciones en el portafolio impulsan bebidas. Cultiba presentó nuevamente un trimestre positivo, con un sólido crecimiento en ventas y en rentabilidad, impulsado por la mejor estructura en precios, presentaciones más rentables y eficiencias operativas. Los resultados fueron por arriba de nuestras estimaciones a nivel operativo y neto. Durante el trimestre, los ingresos consolidados crecieron 9.2% al sumar P\$10,833m. El segmento de bebidas que aporta el 94% de los ingresos, creció 10.4% A/A, impulsado por el crecimiento de 7.4% en el precio por caja unidad y por el avance de 2.8% en el volumen consolidado de bebidas. Cabe señalar que el volumen de carbonatadas aumentó 1.9% A/A, menor a nuestras expectativas de 5.0%. El segmento de agua de garrafón creció 3.8% A/A, arriba de lo esperado. De forma consolidada el EBITDA creció 20.3% con un margen de 12.4% registrando una expansión de 110pb, que se atribuye a un mejor desempeño en las ventas, eficiencias administrativas y de producción en los ingenios, que compensaron los mayores costos de materias primas denominadas en dólares (alta fructosa y resina de PET). La utilidad neta creció 5.2%, por mayores gastos financieros e impuestos.

Resultados por unidad de negocio: Bebidas, durante el 2T16 los ingresos en la división de bebidas sumaron P\$10,213m, con un avance de 10.4% A/A. Lo anterior como reflejo de mayores precios (+7.4%) y de un crecimiento de 2.8% en los volúmenes de venta. **El negocio azucarero,** presentó un retroceso en ingresos de 7%, afectado por un clima adverso. A nivel operativo se observó un retroceso de 41.5% en el EBITDA, lo anterior relacionado con el menor nivel en ventas.

Reiteramos PO2016 de P\$29.00 y recomendación de COMPRA. Estimamos que la estrategia de innovación en el portafolio de bebidas, mayores precios y mejor cobertura de rutas impulse las ventas en 2016.

CULTIBA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	9,917	10,833	9.2%	11,332	-4.4%
Utilidad de Operación	542	769	41.9%	614	25.3%
Ebitda*	1,119	1,347	20.4%	1,292	4.2%
Utilidad Neta	138	145	5.2%	120	20.8%
Márgenes					
Margen Operativo	5.5%	7.2%	1.7pp	5.4%	1.7pp
Margen Ebitda	11.3%	12.4%	1.1pp	11.4%	1.4pp
Margen Neto	1.4%	1.3%	-0.1pp	\$0.011	0.3pp
UPA	\$0.192	\$0.20	5.2%	0.2%	20.0pp

*EBITDA ajustado

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	9,916.9	8,816.1	10,832.6	9.2%	22.9%
Costo de Ventas	5,759.8	5,122.3	5,122.0	-11.1%	0.0%
Utilidad Bruta	4,157.2	3,693.7	4,443.2	6.9%	20.3%
Gastos Generales	3,615.3	3,426.8	3,673.8	1.6%	7.2%
Utilidad de Operación	541.9	269.0	775.1	43.0%	188.2%
Margen Operativo	5.5%	3.1%	7.2%	1.7pp	4.1pp
Depreciación Operativa	567.6	654.2	555.2	-2.2%	-15.1%
EBITDA	1,137.5	921.1	1,368.6	20.3%	48.6%
Margen EBITDA	11%	10%	12%	1.2pp	2.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(106.6)	(64.1)	(163.0)	52.9%	154.1%
Intereses Pagados	36.8	45.9	N.A.	N.A.	N.A.
Intereses Ganados	2.6	2.7	N.A.	N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.1	(1.0)	N.A.	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(72.4)	(19.9)	N.A.	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas		(24.2)	28.6	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	438.6	180.7	640.7	46.1%	254.6%
Provisión para Impuestos	151.5	110.4	323.5	113.5%	193.0%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	287.0	70.3	317.2	10.5%	351.3%
Participación Minoritaria	149.2	60.2	172.3	15.5%	186.3%
Utilidad Neta Mayoritaria	137.8	10.1	144.9	5.2%	>500%
Margen Neto	1.4%	0.1%	1.3%	(0.1pp)	1.2pp
UPA	0.192	0.014	0.202	5.2%	>500%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	6,090.0	8,696.2	8,898.7	46.1%	2.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	627.0	343.5	346.1	-44.8%	0.7%
Activos No Circulantes	22,081.0	21,864.9	22,692.9	2.8%	3.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	14,369.0	14,013.5	14,935.7	3.9%	6.6%
Activos Intangibles (Neto)	5,826.0	4,378.5	4,373.4	-24.9%	-0.1%
Activo Total	28,171.0	30,561.1	31,591.6	12.1%	3.4%
Pasivo Circulante	6,718.0	9,266.2	9,708.2	44.5%	4.8%
Deuda de Corto Plazo	2,980.0	2,382.9	2,706.7	-9.2%	13.6%
Proveedores	3,050.0	6,051.8	6,530.7	114.1%	7.9%
Pasivo a Largo Plazo	4,994.0	4,765.3	5,433.3	8.8%	14.0%
Deuda de Largo plazo	3,169.0	5,460.1	6,289.9	98.5%	15.2%
Pasivo Total	11,712.0	14,031.5	15,141.5	29.3%	7.9%
Capital Contable	16,459.0	16,529.5	16,450.2	-0.1%	-0.5%
Participación Minoritaria	149.2	60.2	172.3	15.5%	186.3%
Capital Contable Mayoritario	9,437.0	9,310.6	9,261.8	-1.9%	-0.5%
Pasivo y Capital	28,171.0	30,561.1	31,591.6	12.1%	3.4%
Deuda Neta	5,522.0	5,116.6	5,943.8	7.6%	16.2%

Estado de Flujo de Efectivo		
Flujo del resultado antes de Impuestos	1,161.5	756.6
Flujos generado en la Operación	717.6	(106.1)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(652.9)	(274.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(638.6)	1,577.8
Incremento (disminución) efectivo	587.6	1,953.6

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

FEMSA UBD (Mantener, PO 2016 \$185.00)
Sólido crecimiento por adquisiciones

Marisol Huerta Mondragón
 27 de julio de 2016

Reporte positivo a nivel de ingresos. Los ingresos del trimestre presentaron un avance de 25.9% (vs 20.8%e y 23% consenso) al sumar P\$94,543m, derivado de la integración de Socofar en la división de comercial (Oxxo) y del avance en ingresos de 9.3% de la división de bebidas (KOF). El EBITDA consolidado del trimestre avanzó 16.2% A/A al sumar P\$12,835m. El margen EBITDA registró una caída de 110pb, derivado de mayores costos y gastos en la división comercial que reflejaron la integración de las estaciones de Oxxo gas y de farmacias. La utilidad neta mayoritaria fue de P\$4,873m, una avance de 25.9%, (vs 12.6%e y 13.3% consenso) debido, principalmente, al avance operativo que compensó mayores gastos financieros y gastos no operativos.

Resultados Trimestrales por Subsidiaria Oxxo con crecimientos positivos. El negocio comercial (Oxxo), sin considerar las gasolineras y farmacias, presentó un crecimiento de 12.6% A/A en ingresos, reflejando un avance de 5.1% en VMT, y la apertura de 263 tiendas, (menor a nuestro estimado de 300 unidades), con lo que llega 14,461 unidades. Las ventas estuvieron impulsadas por un incremento de 5.6% en el ticket promedio frente a una contracción de 0.5% en el tráfico. **KOF** presentó resultados del 2T16, en línea con el mercado y ligeramente por arriba de nuestras expectativas a nivel operativo, no así a nivel neto. Los resultados, mostraron un avance de 9.3% en ingresos y de 9.5% en EBITDA.

Reiteramos nuestra recomendación de Mantener y PO2016 de P\$185.00. Estimamos que cada una de sus divisiones; bebidas (KOF), Comercio (Oxxo), Salud y Combustibles, tendrán un sólido ritmo de crecimiento, ante un mejor entorno en el consumo e iniciativas comerciales de precio y mercadotecnia. No obstante, el negocio de combustibles y de Salud (Farmacias), mantendrán bajo presión la rentabilidad.

FEMSA – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	75,120	94,543	25.9%	90,734	4.2%
Utilidad de Operación	8,325	9,409	13.0%	9,049	4.0%
Ebitda	11,046	12,835	16.2%	13,227	-3.0%
Utilidad Neta	3,872	4,873	25.9%	4,360	11.8%
Márgenes					
Margen Operativo	11.1%	10.0%	-1.1pp	10.0%	0.0pp
Margen Ebitda	14.7%	13.6%	-1.1pp	14.6%	-1.0pp
Margen Neto	5.2%	5.2%	0.0pp	4.8%	0.3pp
UPA	\$0.216	\$0.272	25.9%	\$0.240	13.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	75,120.4	85,856.1	94,542.5	25.9%	10.1%
Costo de Ventas	45,721.9	54,672.7	59,215.0	29.5%	8.3%
Utilidad Bruta	29,398.5	31,183.4	35,327.5	20.2%	13.3%
Gastos Generales	21,073.1	24,320.4	26,062.7	23.7%	7.2%
Utilidad de Operación	8,325.4	6,818.0	9,409.0	13.0%	38.0%
Margen Operativo	11.1%	7.9%	10.0%	(1.1pp)	2.0pp
Depreciación Operativa	2,720.9	3,390.6	3,426.4	25.9%	1.1%
EBITDA	11,046.3	10,209.6	12,835.0	16.2%	25.7%
Margen EBITDA	14.7%	11.9%	13.6%	(1.1pp)	1.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,430.4)	(1,778.4)	(1,644.2)	14.9%	-7.5%
Intereses Pagados	1,780.1	2,034.0	2,411.4	35.5%	18.6%
Intereses Ganados	256.9	193.5	282.7	10.1%	46.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	140.8	383.0	307.3	118.2%	-19.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(48.1)	(321.0)	177.1	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	891.1	1,204.8	1,228.1	37.8%	1.9%
Utilidad antes de Impuestos	7,525.6	5,850.9	8,048.1	6.9%	37.6%
Provisión para Impuestos	2,230.0	1,495.4	1,892.5	-15.1%	26.6%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	5,295.5	4,355.6	6,155.6	16.2%	41.3%
Participación Minoritaria	1,424.0	1,356.5	1,283.0	-9.9%	-5.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	3,871.5	2,999.0	4,872.6	25.9%	62.5%
Margen Neto	5.2%	3.5%	5.2%	0.0pp	1.7pp
UPA	0.216	0.168	0.272	25.9%	62.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2015	2016	2016	Variación	Variación
				% A/A	% T/T
Activo Circulante	75,429.5	108,257.0	110,984.7	47.1%	2.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	36,675.6	50,387.2	49,956.2	36.2%	-0.9%
Activos No Circulantes	298,506.1	336,266.1	362,527.5	21.4%	7.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	74,335.5	81,950.4	87,534.6	17.8%	6.8%
Activos Intangibles (Neto)	99,421.3	81,390.5	83,633.4	-15.9%	2.8%
Activo Total	373,935.6	444,523.1	473,512.2	26.6%	6.5%
Pasivo Circulante	52,575.7	76,682.8	73,338.7	39.5%	-4.4%
Deuda de Corto Plazo	3,956.9	24,251.6	18,160.4	359.0%	-25.1%
Proveedores	23,751.5	44,342.2	48,280.6	103.3%	8.9%
Pasivo a Largo Plazo	97,626.8	128,938.4	142,602.2	46.1%	10.6%
Deuda de Largo Plazo	181,878.0	128,938.4	121,350.1	-33.3%	-5.9%
Pasivo Total	150,202.5	205,621.2	215,940.9	43.8%	5.0%
Capital Contable	223,733.1	238,901.9	257,571.3	15.1%	7.8%
Participación Minoritaria	1,424.0	1,356.5	1,283.0	-9.9%	-5.4%
Capital Contable Mayoritario	166,725.1	179,785.4	192,843.1	15.7%	7.3%
Pasivo y Capital	373,935.6	444,523.1	473,512.2	26.6%	6.5%
Deuda Neta	51,985.8	84,826.3	89,554.3	72.3%	5.6%

Estado de Flujo de Efectivo

	2015	2016	2016
Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	308.3	(339.7)	985.3
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	11,538.9	6,920.4	11,161.0
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,963.8)	(4,804.4)	(3,244.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(6,732.8)	19,214.5	(9,333.4)
Incremento (disminución) efectivo	2,150.7	20,990.9	(431.1)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

FIHO 12 (Compra, PO 2016 \$17.00)
Buenos datos operativos en el 2T16

FIHO reportó en el 2T16 crecimientos (a/a) en Ingresos Totales, Contribución Hotelera, NOI y Ebitda de 26.7%, 24.2%, 24.6% y 28.6%, ubicándose en P\$635m, P\$201m, P\$193m y P\$154m, respectivamente. La utilidad operativa ajustada de P\$50m (-23.1% vs. 2T15). En términos de rentabilidad hubo variaciones mixtas de -0.6pp en el de contribución hotelera, -0.5pp en el NOI y de +0.4pp en el Ebitda, ubicándose en 31.7%, 30.4% y 24.3%, respectivamente. Lo anterior se debió al mayor número de hoteles en *ramp-up* (vs. 2T15). Por otro lado, la utilidad neta del trimestre fue de P\$47m (-38.7% vs. 2T15), afectada por los gastos extraordinarios y un costo integral de financiamiento (vs. beneficio en el 2T15) y el flujo operativo ajustado (“AFFO”) de P\$119m (+9.2% vs. 2T15).

Continúa con su proceso de crecimiento. En el 2T16, FIHO abrió 3 hoteles y adquirió uno más, lo que llevó a que cerrara el trimestre con 83 hoteles y 11,525 cuartos (+18.6% vs. 2T15), incluyendo 70 hoteles en operación (9,782 cuartos) y 13 en desarrollo (1,743 cuartos).

Aumenta la ocupación y la tarifa efectiva. La tarifa promedio continuó con una tendencia favorable de buen crecimiento y destacamos el aumento en la ocupación del portafolio en el 2T16, lo que dio un mayor incremento a la tarifa efectiva. Para los 55 hoteles estabilizados en operación al 2T16, la tarifa promedio se ubicó en P\$994 (+6.2% vs. 2T15), la ocupación en 67.9% (+4.0%) y la tarifa efectiva en P\$675 (+12.8%).

Realizará distribución de efectivo de P\$0.2408 por CBFÍ (yield de 1.7%) el 5 de agosto. FIHO cerró el 2T16 con un endeudamiento de P\$1,611m y con un total de activos de P\$11,464m, correspondiendo a un nivel de endeudamiento del 14.1%. El índice de cobertura del servicio de la deuda es de 1.2x (el mínimo requerido es de 1.0x).

FIHO – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	501	635	26.7%	560	13.4%
NOI	155	193	24.6%	173	11.9%
Ebitda	120	154	28.6%	133	15.8%
Utilidad Neta	77	47	-38.7%	61	-22.7%
Márgenes					
Margen NOI	31.0%	30.4%	-0.5pp	30.8%	-0.4pp
Margen Ebitda	23.9%	24.3%	0.4pp	23.8%	0.5pp
Margen Neto	15.3%	7.4%	-7.9pp	10.9%	-3.5pp
Distribución de efectivo	\$0.22	\$0.24	9.3%	\$0.23	2.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	501.3	533.5	635.2	26.7%	19.1%
Costo de Ventas	339.0	368.1	433.7	27.9%	17.8%
Utilidad Bruta	162.3	165.4	201.5	24.2%	21.8%
Gastos Generales	96.9	109.5	151.4	56.2%	38.3%
NOI	155.3	156.8	193.4	24.6%	23.3%
Margen NOI	31.0%	29.4%	30.4%	(0.5pp)	1.1pp
Utilidad de Operación Ajustada	65.1	55.9	50.1	-23.1%	-10.5%
Margen Operativo	13.0%	10.5%	7.9%	(5.1pp)	(2.6pp)
Depreciación Operativa	47.9	58.0	64.5	34.7%	11.2%
EBITDA	120.0	118.3	154.3	28.6%	30.4%
Margen EBITDA	23.9%	22.2%	24.3%	0.4pp	2.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	11.7	(2.1)	(2.3)	N.A.	9.4%
Intereses Pagados	0.0	0.1	0.0	N.A.	N.A.
Intereses Ganados	11.6	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	77.0	55.5	48.0	-37.6%	-13.5%
Impuesto causado	0.2	(1.6)	0.9	458.3%	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	76.9	57.1	47.1	-38.7%	-17.5%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	76.9	57.1	47.1	-38.7%	-17.5%
Margen Neto	15.3%	10.7%	7.4%	(7.9pp)	(3.3pp)
FFO	124.8	115.1	111.6	-10.5%	-3.0%
AFFO	108.9	92.4	118.9	9.2%	28.8%
Distribución de efectivo	0.220	0.200	0.241	9.3%	20.2%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	1,874.3	1,268.4	1,032.6	-44.9%	-18.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,465.3	792.7	542.6	-63.0%	-31.5%
Activos No Circulantes	8,077.8	10,003.4	10,431.5	29.1%	4.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,752.4	7,931.6	9,366.6	38.7%	18.1%
Propiedades en desarrollo	1,316.3	2,044.0	1,034.1	-21.4%	-49.4%
Activo Total	9,952.0	11,271.8	11,464.2	15.2%	1.7%
Pasivo Circulante	260.8	405.4	443.4	70.0%	9.4%
Deuda de Corto Plazo	0.0	33.9	44.4	N.A.	31.1%
Proveedores	131.8	281.8	227.5	72.6%	-19.3%
Pasivo a Largo Plazo	0.0	1,362.1	1,566.9	N.A.	15.0%
Deuda de Largo Plazo	0.0	1,362.1	1,566.9	N.A.	15.0%
Pasivo Total	260.8	1,767.4	2,010.3	>500%	13.7%
Capital Contable	9,691.2	9,504.3	9,453.9	-2.4%	-0.5%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	9,691.2	9,504.3	9,453.9	-2.4%	-0.5%
Pasivo y Capital	9,952.0	11,271.8	11,464.2	15.2%	1.7%
Deuda Neta	(1,465.3)	603.3	1,068.7	N.A.	77.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	112.9	111.0	109.2		
Flujos generado en la Operación	(49.7)	95.6	10.6		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(406.5)	(200.7)	(486.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(101.3)	410.0	116.4		
Incremento (disminución) efectivo	(444.6)	415.8	(250.1)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GAP B (Mantener, PO 2016 \$203.00)
Fuerte tráfico de pasajeros impulsa el 2T16

José Itzamna Espitia Hernández
 28 de julio de 2016

Gap reportó sus resultados al 2T16 con alzas en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de 27.4%, 19.1%, 17.6% y 43.2%, ubicándose en P\$2,726m, P\$1,220m, P\$1,553m y P\$850m, respectivamente. Los resultados fueron en línea con lo estimado y la rentabilidad (sin cambios contables) fue mejor. Por otro lado, la compañía revisó al alza su guía de estimados para 2016.

En el 2T16, Gap tuvo un aumento en el tráfico total de pasajeros de 14.8% (vs. 2T15). El tráfico total de pasajeros de los 12 aeropuertos que opera en México presentó un crecimiento de 16.4% y el aeropuerto MJB registró un aumento de 1.8% en sus pasajeros totales. Los ingresos derivados de la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un alza de 18.9%, con un crecimiento en los aeronáuticos de 18.8% y en los no aeronáuticos de 19.1%. Los ingresos por adiciones a bienes concesionados subieron 91.4%.

El margen de operación disminuyó 3.1pp, colocándose en 44.7%. De manera similar, el margen Ebitda tuvo una baja de 4.7pp, con lo cual se ubicó en 57.0%. Lo anterior se debe principalmente a un aumento en los ingresos totales de 27.4% que fue menor al presentado en el total de costos y gastos de operación de 34.9%. Comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados indican ligeras variaciones en rentabilidad: 54.3% el margen operativo y 69.1% el de Ebitda vs. 54.2% y 69.9% en el 2T15.

La utilidad neta e integral mayoritaria del periodo tuvo un alza de 43.2% ante los mejores resultados operativos, menores impuestos y una diferencia en cambio por conversión en moneda extranjera de P\$337m, que fueron parcialmente compensados por un mayor costo integral de financiamiento de P\$283m (vs. P\$84m en el 2T15).

GAP – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	2,141	2,726	27.4%	2,515	8.4%
Utilidad de Operación	1,024	1,220	19.1%	1,232	-1.0%
Ebitda	1,321	1,553	17.6%	1,563	-0.6%
Utilidad Neta	593	850	43.2%	848	0.2%
Márgenes					
Margen Operativo	47.8%	44.7%	-3.1pp	49.0%	-4.3pp
Margen Ebitda	61.7%	57.0%	-4.7pp	62.1%	-5.2pp
Margen Neto	27.7%	31.2%	3.5pp	33.7%	-2.6pp
UPA	\$1.06	\$1.52	43.2%	\$1.51	0.2%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,140.7	2,763.7	2,726.2	27.4%	-1.4%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	2,140.7	2,763.7	2,726.2	27.4%	-1.4%
Gastos Generales	1,116.9	1,487.5	1,506.5	34.9%	1.3%
Utilidad de Operación	1,023.9	1,276.3	1,219.7	19.1%	-4.4%
Margen Operativo	47.8%	46.2%	44.7%	(3.1pp)	(1.4pp)
Depreciación Operativa	297.1	332.1	333.7	12.3%	0.5%
EBITDA	1,321.0	1,608.3	1,553.4	17.6%	-3.4%
Margen EBITDA	61.7%	58.2%	57.0%	(4.7pp)	(1.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(84.1)	(50.1)	(283.5)	236.9%	466.3%
Intereses Pagados	64.8	82.1	193.5	198.3%	135.6%
Intereses Ganados	28.2	60.0	118.4	319.7%	97.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(47.5)	(27.9)	(258.5)	444.1%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	(1.0)	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	939.7	1,226.2	935.3	-0.5%	-23.7%
Provisión para Impuestos	368.5	269.3	354.3	-3.9%	31.6%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta e Integral	571.2	956.9	581.0	1.7%	-39.3%
Participación Minoritaria	28.7	23.8	40.4	40.7%	69.3%
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	593.5	1,002.6	849.9	43.2%	-15.2%
Margen Neto	27.7%	36.3%	31.2%	3.5pp	(5.1pp)
UPA	1.058	1.787	1.515	43.2%	-15.2%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,977.0	5,661.7	4,800.3	20.7%	-15.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,253.0	4,886.2	4,114.9	26.5%	-15.8%
Activos No Circulantes	26,878.8	28,282.2	28,697.1	6.8%	1.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,199.6	1,545.2	1,575.0	31.3%	1.9%
Activos Intangibles (Neto)	20,622.1	21,176.3	21,650.4	5.0%	2.2%
Activo Total	30,855.9	33,943.9	33,497.3	8.6%	-1.3%
Pasivo Circulante	5,988.7	1,641.8	3,559.1	-40.6%	116.8%
Deuda de Corto Plazo	3,043.1	39.2	70.0	-97.7%	78.7%
Proveedores	215.9	409.9	304.4	41.0%	-25.7%
Pasivo a Largo Plazo	4,674.6	9,113.0	9,720.5	107.9%	6.7%
Deuda de Largo Plazo	2,982.6	7,409.1	7,917.9	165.5%	6.9%
Pasivo Total	10,663.3	10,754.8	13,279.6	24.5%	23.5%
Capital Contable	20,192.6	23,189.1	20,217.8	0.1%	-12.8%
Participación Minoritaria	789.8	912.6	980.6	24.2%	7.4%
Capital Contable Mayoritario	19,402.8	22,276.5	19,237.2	-0.9%	-13.6%
Pasivo y Capital	30,855.9	33,943.9	33,497.3	8.6%	-1.3%
Deuda Neta	2,772.7	2,768.3	3,880.9	40.0%	40.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,676.7				
Flujos generado en la Operación	(199.9)	1,511.3	1,255.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(3,011.3)	(519.4)	(333.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	2,191.9	897.8	(1,694.0)		
Incremento (disminución) efectivo	1,657.5	1,889.7	(771.3)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GENTERA * (Compra, PO 2016 \$38.00)
Muy buen trimestre, por arriba de lo esperado

Marissa Garza Ostos
 26 de julio de 2016

Genera con crecimientos constantes. Este trimestre los resultados de Genera fueron positivos y superaron nuestras expectativas y las del consenso del mercado. En el trimestre, el grupo obtuvo una utilidad neta por P\$1,054m mostrando un incremento del 55.0% en forma anual y arriba de nuestro estimado por P\$887m.

Margen Financiero alineado a nuestras expectativas. Este trimestre los ingresos financieros aumentaron 15.5% A/A impulsados por el crecimiento en cartera. Lo anterior, se vio parcialmente compensado con el aumento del 24.4% en los gastos por intereses que se explica por el crecimiento del 16.6% en los pasivos contratados para fondar el crecimiento y los mayores niveles en las tasas de referencia. De esta forma, el Margen Financiero se ubicó en P\$4,555m representando un incremento del 15.0% A/A, en línea con nuestros estimados.

Destaca la mejora en el Índice de Eficiencia. Este trimestre los gastos operativos aumentaron únicamente 7.1% A/A como resultado de la apertura de nuevas oficinas de servicio y la implementación de proyectos estratégicos. De esta forma, el índice de eficiencia se ubicó en 64.1% en el 2T16 mostrando una mejoría respecto del 65.1% en el 1T16 y del 70.9% registrado en el 2T15.

Comisiones y liberación de reservas de Yastás impulsan la utilidad neta. En el trimestre, las comisiones netas aumentaron 54.5% en forma anual al ubicarse en P\$140.9m. Adicionalmente, se registraron otros ingresos por P\$163m y que comparan muy favorablemente con los egresos registrados hace un año por P\$21m, lo cual se relaciona con la liberación de una provisión de P\$144m de pérdidas fiscales acumuladas durante los primeros años de operación de Yastás. De esta forma la utilidad neta aumentó 55.0% A/A a P\$1,054m. El ROE se ubica en 25.9% vs. 23.3% en el 1T16.

GENTERA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	4,179	4,825	15.5%	4,685	3.0%
Margen Financiero	3,962	4,555	15.0%	4,425	2.9%
Utilidad de Operación	1,019	1,492	46.5%	1,354	10.2%
Utilidad Neta	680	1,054	55.0%	887	18.8%
Márgenes					
ROE	27.8%	25.9%	-2.0pp	24.1%	1.8pp
MIN	42.4%	46.1%	3.7pp	47.1%	-1.0pp
CV/CT	3.0%	3.4%	0.4pp	3.9%	-0.5pp
Provisiones/CV	172.4%	163.8%	-8.6pp	153.0%	10.8pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Activo Total	32,470.7	36,761.9	38,711.0	19.2%	5.3%
Disponibilidades	2,678.0	3,632.3	4,153.9	55.1%	14.4%
Cartera de Crédito Neta	24,171.0	26,696.7	28,525.2	18.0%	6.8%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,336.4	-1,690.9	-1,694.6	26.8%	0.2%
Cartera de Crédito Vigente	26,573.0	27,300.2	29,185.2	9.8%	6.9%
Cartera Vencida	775.1	1,087.4	1,034.6	33.5%	-4.9%
Otras Cuentas por Cobrar	654.2	2,213.5	1,477.8	125.9%	-33.2%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	989.5	1,064.8	1,049.4	6.0%	-1.4%
Inversiones Permanentes	90.7	94.9	80.7	(0.1)	-15.0%
Impuestos y PTU Diferidos	610.5	702.7	823.2	34.8%	17.2%
Otros Activos	2,794.1	2,234.4	2,454.8	-12.1%	9.9%
Pasivo Total	20,716.7	22,477.1	24,415.7	17.9%	8.6%
Captación Tradicional	10,510.5	10,886.3	11,559.4	10.0%	6.2%
Préstamos Interbancarios	8,260.2	9,193.9	10,227.1	23.8%	11.2%
Otras cuentas por Pagar	1,885.1	2,339.7	2,569.3	36.3%	9.8%
Capital Contable	11,754.0	14,284.9	14,295.2	21.6%	0.1%
Participación Minoritaria	12.2	36.1	37.5	206.9%	3.8%
Capital Contable Mayoritario	11,741.8	14,248.8	14,257.8	21.4%	0.1%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	4,179.0	4,622.1	4,825.3	15.5%	4.4%
Gastos Financieros	216.8	252.8	270.3	24.7%	6.9%
Margen Financiero	3,962.0	4,369.3	4,554.9	15.0%	4.2%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	535.8	657.4	712.7	33.0%	8.4%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	3,426.0	3,711.9	3,842.2	12.1%	3.5%
Comisiones Netas	91.2	148.3	140.9	54.5%	-4.9%
Resultado por Intermediación	6.8	6.9	5.6	-17.8%	-18.6%
Otros ingresos (egresos) de la operación	(21.0)	(5.0)	163.0	N.A.	N.A.
Gastos Operativos	2,484.0	2,515.1	2,659.5	7.1%	5.7%
Utilidad de Operación	1,019.0	1,346.8	1,492.5	46.5%	10.8%
Impuestos	329.5	419.8	424.0	28.7%	1.0%
Utilidad Neta Consolidada	680.0	897.9	1,054.1	55.0%	17.4%
Participación Minoritaria	1.1	2.9	1.6	39.6%	-46.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	678.8	895.0	1,052.5	55.0%	17.6%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GFINTER O (Compra, PO 2016 \$122.00)
[Mantiene la inercia de crecimiento](#)

Marissa Garza Ostos
 28 de julio de 2016

GFINTER, crecimiento sostenido. Los resultados del 2T16 confirman una tendencia de crecimiento sostenida para el grupo. La cartera de créditos logró incrementarse en 14.1% A/A al ubicarse en P\$92,862m, en línea con nuestras expectativas. Lo anterior gracias al desempeño favorable que se mantiene en prácticamente todos los segmentos de negocio.

Crecimiento en cartera impulsa Margen Financiero. En el trimestre, el aumento en la cartera impulsó el crecimiento del 24.2% en los ingresos por intereses. Mientras que los gastos financieros aumentaron 26.2% resultado del incremento en las fuentes de fondeo, con lo que el Margen Financiero mostró un aumento del 18.9% A/A al ubicarse en P\$779 millones.

Crecimiento anual modesto en las comisiones pero se recuperan trimestre a trimestre. Las comisiones netas mostraron un incremento anual del 5.2% para ubicarse en P\$846m, pero trimestre a trimestre aumentaron 73.0%. Esto se explica por el buen desempeño en los segmentos de Infraestructura y Arrendamiento, principalmente. Lo anterior compensó las disminuciones en las comisiones de negocio en Banca Pyme como resultado de la estrategia del grupo de reducir la exposición a Pemex

Utilidad neta mejor a lo esperado. Este trimestre los gastos operativos muestran un crecimiento de apenas el 5.8% A/A, siendo menores a nuestra expectativa. De esta forma el índice de eficiencia mejora al ubicarse en 34.6% en el 2T16 vs. 35.6% del 2T15, y mucho mejor al 36.8% del 1T16. Así, la utilidad neta logra incrementarse en 13.1% a P\$612m.

Reiteramos recomendación de COMPRA y PO2016 de P\$122.00. Los resultados confirman las perspectivas positivas para la compañía. Con los resultados del trimestre las acciones de la compañía cotizan a un P/U de 10.4x y un P/VL de 1.7x que consideramos atractivos.

GFINTER – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,417	3,003	24.2%	2,971	1.1%
Margen Financiero	655	779	18.9%	683	14.1%
Utilidad de Operación	740	807	9.1%	768	5.1%
Utilidad Neta	541	612	13.1%	554	10.5%
ROE	14.3%	16.3%	2.0pp	16.4%	-0.1pp
MIN	0.5%	0.6%	0.1pp	0.5%	0.1pp
CV/CT	0.1%	0.1%	0.0pp	0.1%	0.0pp
Provisiones/CV	1338.6%	1647.1%	308.5pp	1047.0%	600.1pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Activo Total	191,237.0	216,433.0	212,017.0	10.9%	-2.0%
Disponibilidades e Instr Finan	102,887.0	123,594.0	112,644.0	9.5%	-8.9%
Cartera de Crédito Neta	79,841.0	85,999.0	91,429.0	14.5%	6.3%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,526.0	-1,351.0	-1,433.0	-6.1%	6.1%
Cartera de Crédito Vigente	81,253.0	87,221.0	92,775.0	14.2%	6.4%
Cartera Vencida	114.0	129.0	87.0	-23.7%	-32.6%
Otras Cuentas por Cobrar	6,197.0	4,381.0	5,911.0	-4.6%	34.9%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	402.0	151.0	150.0	-62.7%	-0.7%
Inversiones Permanentes	60.0	52.0	53.0	(0.1)	1.9%
Impuestos y PTU Diferidos	441.0	679.0	763.0	73.0%	12.4%
Otros Activos	645.0	850.0	1,067.0	65.4%	25.5%
Pasivo Total	178,145.0	201,914.0	196,988.0	10.6%	-2.4%
Captación Tradicional	76,943.0	87,529.0	89,928.0	16.9%	2.7%
Préstamos Interbancarios	12,324.0	14,863.0	16,593.0	34.6%	11.6%
Otras cuentas por Pagar	88,878.0	99,522.0	90,467.0	1.8%	-9.1%
Capital Contable	13,092.0	14,519.0	15,029.0	14.8%	3.5%
Participación Minoritaria					
Capital Contable Mayoritario	13,091.9	14,518.9	15,029.0	14.8%	3.5%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	2,417.0	2,768.0	3,003.0	24.2%	8.5%
Gastos Financieros	1,762.0	2,099.0	2,224.0	26.2%	6.0%
Margen Financiero	655.0	669.0	779.0	18.9%	16.4%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	436.0	396.0	495.0	13.5%	25.0%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	219.0	273.0	284.0	29.7%	4.0%
Comisiones Netas	804.0	489.0	846.0	5.2%	73.0%
Resultado por Intermediación	154.0	142.0	6.0	-96.1%	-95.8%
Gastos Operativos	651.0	610.0	689.0	5.8%	13.0%
Utilidad de Operación	740.0	650.0	807.0	9.1%	24.2%
Impuestos	200.0	141.0	198.0	-1.0%	40.4%
Utilidad Neta Consolidada	541.0	509.0	612.0	13.1%	20.2%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	541.0	509.0	612.0	13.1%	20.2%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GICSA B (Compra, PO 2016 \$16.00)
Buen trimestre, empieza la entrega del pipeline

La tasa de ocupación se mantuvo prácticamente estable en 90.84%. El Área Bruta Rentable (ABR) de GICSA alcanzó 620,052m² (+0.4% vs 2T15), mientras que la tasa de ocupación se logró expandir 18pbs a 90.84%.

La renta promedio se incrementó 10.1%, 3.9x la inflación promedio del trimestre. El precio promedio de arrendamiento por metro cuadrado al cierre del periodo fue de P\$325, equivalente +10.1% A/A. Esta cifra representa 3.9x la tasa de inflación promedio del trimestre en México (2.56%) y se debe al *lease-spread* de 14.5%, alcanzado con la renovación de 39,729m².

Los ingresos avanzan 6.1%, ligeramente por arriba de nuestros estimados. Los ingresos netos de GICSA en el 2T16 alcanzaron P\$900m, equivalentes a un avance interanual de 6.1%, por una mayor contribución de las empresas de servicio a los ingresos no operativos del grupo.

El NOI alcanzó P\$667m, en línea con nuestras expectativas. El ingreso operativo neto (NOI) creció 8.1% a P\$667m, como resultado de mayores ingresos en el portafolio estabilizado, en conjunción con un buen control de los gastos generales de las propiedades. De esta manera, el margen NOI aumentó 1.4pp vs el 2T15, para ubicarse en 74.1%.

Crece el EBITDA 7.7%, por arriba de nuestra expectativa, como resultado de una mayor contribución al EBITDA de lo estimado por parte de las empresas de servicio. De esta manera, el EBITDA alcanzó P\$730m, y el margen EBITDA se expandió 1.2pp a 81.1%.

A pesar del buen desempeño a nivel operativo, la utilidad neta cayó 8.9%. El beneficio neto de GICSA se vio afectado por un mayor costo financiero neto, el cual se atribuye a: (1) pérdidas cambiarias y (2) un incremento en el pago de intereses.

GMEXICO – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	848	900	6.1%	847	6.2%
NOI	617	667	8.1%	634	5.2%
Ebitda	678	730	7.7%	644	13.4%
Utilidad Neta	246	224	-8.9%	263	-14.8%
Márgenes					
Margen NOI	72.8%	74.1%	1.4pp	74.9%	-0.7pp
Margen Ebitda	80.0%	81.1%	1.2pp	76.0%	5.1pp
Margen Neto	29.0%	24.9%	-4.1pp	31.0%	-6.2pp
UPA	\$0.160	\$0.146	-8.9%	\$0.172	-14.8%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	848.0	920.0	900.0	6.1%	-2.2%
Costo de Ventas	231.0	224.0	233.0	0.9%	4.0%
Utilidad Bruta	617.0	696.0	667.0	8.1%	-4.2%
Gastos Generales	61.0	(24.0)	63.0	3.3%	N.A.
NOI	617.0	696.0	667.0	8.1%	-4.2%
Margen NOI	72.8%	75.7%	74.1%	1.4pp	(1.5pp)
Depreciación Operativa				N.A.	N.A.
EBITDA	678.0	672.0	730.0	7.7%	8.6%
Margen EBITDA	80.0%	73.0%	81.1%	1.2pp	8.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	121.1	(244.3)	(621.0)	N.A.	154.2%
Intereses Pagados	136.5	189.6	209.0	53.2%	10.2%
Intereses Ganados	17.5	45.3	56.0	219.1%	23.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	321.2			N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	240.0	(99.9)	(468.0)	N.A.	368.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas		6.5		N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	265.0	1,149.0	133.0	-49.8%	-88.4%
Provisión para Impuestos	66.0	327.5	(32.0)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	199.0	821.5	165.0	-17.1%	-79.9%
Participación Minoritaria	(47.0)	343.4	(59.0)	25.5%	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	246.0	478.1	224.0	-8.9%	-53.1%
Margen Neto	29.0%	52.0%	24.9%	(4.1pp)	(27.1pp)
UPA	0.160	0.312	0.146	-8.9%	-53.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	6,376.1	9,028.8	7,998.0	25.4%	-11.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,042.6	6,977.7	5,540.0	37.0%	-20.6%
Activos No Circulantes	36,337.8	41,230.6	42,068.0	15.8%	2.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	401.4	1,011.1	1,314.0	227.4%	30.0%
Activos Intangibles (Neto)		83.1		N.A.	N.A.
Activo Total	42,713.9	50,259.3	50,065.0	17.2%	-0.4%
Pasivo Circulante	3,675.2	5,556.4	5,111.0	39.1%	-8.0%
Deuda de Corto Plazo	1,252.8	3,939.6	2,704.0	115.8%	-31.4%
Proveedores	1,553.3	1,367.5	1,597.0	2.8%	16.8%
Pasivo a Largo Plazo	14,985.2	18,485.3	18,609.0	24.2%	0.7%
Deuda de Largo Plazo	8,956.0	11,106.7	10,917.0	21.9%	-1.7%
Pasivo Total	18,660.5	24,041.6	23,720.0	27.1%	-1.3%
Capital Contable	24,053.5	26,217.7	26,346.0	9.5%	0.5%
Participación Minoritaria	(47.0)	343.4	(59.0)	25.5%	N.A.
Capital Contable Mayoritario	17,742.9	18,771.5	18,959.0	6.9%	1.0%
Pasivo y Capital	42,713.9	50,259.3	50,065.0	17.2%	-0.4%
Deuda Neta	6,166.2	8,068.7	8,081.0	31.1%	0.2%

Estado de Flujo de Efectivo		
Flujo del resultado antes de Impuestos	809.2	(56.7)
Flujos generado en la Operación	2,021.7	37.1
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,591.4)	(322.9)
Flujo neto de actividades de financiamiento	4,102.6	859.9
Incremento (disminución) efectivo	4,342.0	517.4

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GMEXICO B (Mantener, PO 2016 \$45.00)
Mejora rentabilidad aún con debilidad en precios

Marissa Garza Ostos
 26 de julio de 2016

Destaca mayor rentabilidad a pesar de debilidad en precios de metales. Durante el 2T16, los ingresos de Gmexico bajaron 4.8% A/A al ubicarse en US\$2,089m, en línea con nuestro estimado. A nivel de EBITDA la compañía generó US\$883m, representado una disminución anual del 3.7% ligeramente mejor a nuestras expectativas de US\$843m. De esta forma el margen EBITDA logró expandirse en 0.4pp a 42.3% logrando una mejor rentabilidad a pesar de un entorno de debilidad en precios. Lo anterior se dio gracias no solo a las iniciativas de estricto control en costos implementadas por la compañía para hacer frente a las difíciles condiciones que prevalecen en la industria, sino también a mayores volúmenes en Minería y mayor rentabilidad en las divisiones de Transporte y de Infraestructura.

Dividendo trimestral de P\$0.15 por acción. Gmexico decretó el pago de un dividendo en efectivo a razón de P\$0.15 por acción, similar al decretado el trimestre anterior. Este dividendo representa un rendimiento del 0.4% sobre precios actuales y será distribuido a partir del 26 de agosto próximo.

Reiteramos PO2016 de P\$45.00 y MANTENER. Los resultados siguen confirmando que la diversificación de negocios de la compañía, a través de las divisiones de Transporte e Infraestructura ayudan a darle mayor estabilidad al volátil negocio de la Minería y más ante un entorno como el actual. No obstante lo anterior, desde nuestro punto de vista, los precios actuales de las acciones de Gmexico ya reflejan las perspectivas de crecimiento y recuperación en volúmenes y rentabilidad para este año. Al incorporar los resultados del trimestre, el múltiplo FV/EBITDA se ubica en 9.4x, a nuestro parecer elevado, aún ante la expectativa de recuperación en los resultados en los siguientes trimestres. El múltiplo promedio del sector FV/EBITDA 2016E de acuerdo con Bloomberg es de 9.2x.

GMEXICO – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estím.
Ventas	2,195	2,089	-4.8%	2,100	-0.5%
Utilidad de Operación	720	623	-13.4%	626	-0.4%
Ebitda	917	883	-3.7%	843	4.8%
Utilidad Neta	366	350	-4.3%	326	7.5%
Márgenes					
Margen Operativo	32.7%	29.8%	-2.8pp	29.8%	0.0pp
Margen Ebitda	41.9%	42.3%	0.4pp	40.1%	2.1pp
UPA	\$0.047	\$0.045	-4.3%	\$0.042	7.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,195.1	1,920.6	2,089.2	-4.8%	8.8%
Costo de Ventas	1,188.4	1,082.3	1,163.3	-2.1%	7.5%
Utilidad Bruta	1,001.8	838.3	925.9	-7.6%	10.5%
Gastos Generales	286.2	296.8	302.5	5.7%	1.9%
Utilidad de Operación	719.7	541.5	623.4	-13.4%	15.1%
Margen Operativo	32.7%	28.2%	29.8%	(2.8pp)	1.6pp
Depreciación Operativa	217.5	229.2	260.0	19.6%	13.5%
EBITDA	917.4	728.3	883.4	-3.7%	21.3%
Margen EBITDA	41.9%	37.9%	42.3%	0.4pp	4.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(54.7)	151.4	36.9	N.A.	-75.6%
Intereses Pagados	72.8	98.6	97.0	33.2%	-1.6%
Intereses Ganados	12.2	3.8	4.3	-64.8%	11.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	5.9	246.2	129.6	>500%	-47.4%
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	5.3	5.9	5.2	-1.5%	-12.3%
Utilidad antes de Impuestos	666.2	692.9	660.3	-0.9%	-4.7%
Provisión para Impuestos	212.7	228.5	216.1	1.6%	-5.4%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	453.4	470.3	449.4	-0.9%	-4.4%
Participación Minoritaria	87.5	63.4	87.3	-0.3%	37.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	365.9	406.9	350.3	-4.3%	-13.9%
Margen Neto	16.7%	21.2%	16.8%	0.1pp	(4.4pp)
UPA	0.047	0.052	0.045	-4.3%	-13.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	6,436.2	4,122.9	4,098.7	-36.3%	-0.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,558.3	1,328.3	1,326.2	-48.2%	-0.2%
Activos No Circulantes	16,338.9	17,607.7	17,689.8	8.3%	0.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	13,181.3	13,520.0	13,547.0	2.8%	0.2%
Activos Intangibles (Neto)	3,157.6	4,087.7	4,142.7	31.2%	1.3%
Activo Total	22,775.1	21,730.6	21,788.5	-4.3%	0.3%
Pasivo Circulante	1,541.4	1,356.6	1,256.4	-18.5%	-7.4%
Deuda de Corto Plazo	372.7	135.5	127.9	-65.7%	-5.6%
Proveedores	498.0			N.A.	N.A.
Pasivo a Largo Plazo	9,189.6	8,834.2	8,860.1	-3.6%	0.3%
Deuda de Largo Plazo	7,473.1	7,380.7	7,307.1	-2.2%	-1.0%
Pasivo Total	10,396.3	10,190.8	10,116.4	-2.7%	-0.7%
Capital Contable	12,044.1	11,539.8	10,117.4	-16.0%	-12.3%
Participación Minoritaria	1,753.1	1,560.0	1,554.6	-11.3%	-0.3%
Capital Contable Mayoritario	10,291.0	9,979.8	8,562.8	-16.8%	-14.2%
Pasivo y Capital	22,775.1	21,730.6	20,233.8	-11.2%	-6.9%
Deuda Neta	5,287.5	6,187.9	6,108.8	15.5%	-1.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,946.6
Flujos generado en la Operación	(1,127.0)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(782.2)
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,115.9
Incremento (disminución) efectivo	1,153.3

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

HERDEZ * (Mantener, PO 2016 \$45.00)
Positivo en ventas pero débil a nivel operativo

Marisol Huerta Mondragón
 21 de julio de 2016

Presión en rentabilidad, por mayores costos de insumos. Herdez reportó nuevamente un trimestre con debilidad a nivel operativo. Los resultados fueron en línea con nuestras expectativas. En el 2T16, los ingresos sumaron P\$4,431m, un avance de 12.3% A/A. El EBITDA consolidado sumó P\$662m, un retroceso 7.1% y una contracción en el margen de EBITDA de 320pb, derivado de los mayores costos de los insumos en dólares, cargos extraordinarios relacionados con ajustes de inventarios en Nutrisa y mayores costos en la división de atún. Derivado de lo anterior y de un registro mayor en el pago de impuestos por la actualización de pasivos fiscales, la utilidad neta retrocedió 19.8%, al sumar P\$176m.

Resultados por segmento de negocio. Durante el 2T16 los ingresos de México crecieron 12.4% al ubicarse en P\$3,401m, impulsados por un mejor desempeño en el volumen, derivado de las estrategias de promoción que realizó la compañía, sumado a un positivo desempeño en el consumo de las familias. A lo que se une el aumento en precios. El EBITDA cayó 1.3% con una caída en el margen de 240pb a 17.0% desde 19.4%. Las ventas de **Congelados** crecieron 14.3%, derivado de un mejor clima y del efecto positivo de la temporada alta en el segmento de helados Nestlé. A nivel operativo, la división congelados reportó un caída de 38.3% en el EBITDA y una contracción de 7.1pp en el margen de Ebitda, como reflejó de los mayores costos y gastos relacionados con cargos extraordinarios por P\$19m debido a ajustes de inventario en Nutrisa. Las ventas de **exportación** sumaron P\$236m un avance de 4.9%. La terminación de un contrato en la división de congelados, mitigó el efecto positivo por el fortalecimiento del dólar frente al peso. A nivel operativo, el deterioro en ventas, resultó en una caída de 10% en el EBITDA con un retroceso de 130pb en el margen.

HERDEZ – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	3,946	4,431	12.3%	4,432	0.0%
Utilidad de Operación	602	539	-10.5%	554	-2.7%
Ebitda	713	662	-7.1%	641	3.4%
Utilidad Neta	220	176	-19.8%	175	1.0%
Márgenes					
Margen Operativo	15.3%	12.2%	-3.1pp	12.5%	-0.3pp
Margen Ebitda	18.1%	14.9%	-3.2pp	14.5%	0.5pp
Margen Neto	5.6%	4.0%	-1.6pp	3.9%	0.0pp
UPA	\$0.511	\$0.408	-20.2%	\$0.562	72.6%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,945.8	4,328.0	4,430.7	12.3%	2.4%
Costo de Ventas	2,232.3	2,711.0	2,674.2	19.8%	-1.4%
Utilidad Bruta	1,713.5	1,617.0	1,756.5	2.5%	8.6%
Gastos Generales	1,107.1	1,123.0	1,232.0	11.3%	9.7%
Utilidad de Operación	602.2	502.0	539.0	-10.5%	7.4%
Margen Operativo	15.3%	11.6%	12.2%	(3.1pp)	0.6pp
Depreciación Operativa	110.6	422.0	123.3	11.5%	-70.8%
EBITDA	712.8	603.0	662.3	-7.1%	9.8%
Margen EBITDA	18.1%	13.9%	14.9%	(3.1pp)	1.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(116.4)	(125.0)	(94.4)	-18.8%	-24.4%
Intereses Pagados	101.7		115.6	13.7%	N.A.
Intereses Ganados	8.4		4.5	-46.3%	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(23.1)	(26.0)	16.6	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	112.3	150.0	145.6	29.6%	-3.0%
Utilidad antes de Impuestos	598.2	527.0	590.1	-1.3%	12.0%
Provisión para Impuestos	193.3	167.0	217.2	12.3%	30.0%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	404.9	360.0	372.9	-7.9%	3.6%
Participación Minoritaria	185.1	198.0	196.6	6.2%	-0.7%
Utilidad Neta Mayoritaria	219.8	162.0	176.3	-19.8%	8.8%
Margen Neto	5.6%	3.7%	4.0%	(1.6pp)	0.3pp
UPA	0.511	0.375	0.408	-20.2%	8.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	6,092.0	6,776.0	6,878.9	12.9%	1.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,368.1	1,607.0	1,119.5	-18.2%	-30.3%
Activos No Circulantes	18,084.9	18,487.0	18,828.4	4.1%	1.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,822.4	5,351.0	5,344.9	10.8%	-0.1%
Activos Intangibles (Neto)	7,235.2	6,813.0	2,549.9	-64.8%	-62.6%
Activo Total	24,176.8	25,263.0	25,707.3	6.3%	1.8%
Pasivo Circulante	2,595.0	3,164.0	3,456.0	33.2%	9.2%
Deuda de Corto Plazo	569.2	350.0	960.9	68.8%	174.5%
Proveedores	1,060.1	1,532.0	2,100.7	98.2%	37.1%
Pasivo a Largo Plazo	8,002.2	8,213.0	8,331.6	4.1%	1.4%
Deuda de Largo Plazo	6,744.3	5,708.0	7,153.9	6.1%	25.3%
Pasivo Total	10,597.2	11,377.0	11,787.6	11.2%	3.6%
Capital Contable	13,579.6	13,887.0	13,919.7	2.5%	0.2%
Participación Minoritaria	185.1	198.0	196.6	6.2%	-0.7%
Capital Contable Mayoritario	6,607.2	6,918.0	6,789.1	2.8%	-1.9%
Pasivo y Capital	24,176.8	25,264.0	25,707.3	6.3%	1.8%
Deuda Neta	5,945.5	4,451.0	6,995.4	17.7%	57.2%

Estado de Flujo de Efectivo					
Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes					
Flujos generado en la Operación	(497.7)	628.7	(235.7)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(18.1)	(123.1)	(28.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(587.9)	(57.2)	(508.8)		
Incremento (disminución) efectivo	(1,103.7)	448.4	(773.4)		

Fuente: Banorte Ixe, BMV

HOTEL * (Compra, PO 2016 \$10.00)
[Continúa con solidez a nivel operativo en el 2T16](#)

José Itzamna Espitia Hernández
 21 de julio de 2016

Los ingresos totales de HOTEL presentaron un incremento en el 2T16 a/a de 24.4% a/a, la utilidad de operación de 46.2% y el Ebitda de 27.8%, para ubicarse en P\$272m, P\$47m y P\$82m, respectivamente. La empresa presentó una pérdida neta de P\$20m (vs. pérdida de P\$0.5m en el 2T15).

HOTEL cerró el 2T16 con un total de 16 hoteles en operación, de los cuales 9 son propios (5 estabilizados y 4 en etapa de maduración) y 7 son hoteles en administración. El número de habitaciones totales en operación al 2T16 fue de 4,265, un incremento de 14.6% vs. 2T15. Contabilizando los hoteles en desarrollo y ampliaciones, los hoteles en operación ascenderán a 19 y las habitaciones en operación a 5,022.

Los mayores ingresos en el trimestre se vieron impulsados principalmente por las métricas favorables de los hoteles propios (que son 9): número de habitaciones de 2,172 al 2T16 (+12.1% vs. 2T15), ocupación de 65.6% (+3.5%), ADR de P\$1,212 (+5.3%) y RevPAR de P\$795 (+11.3%). Para el total de hoteles en operación (16), los aumentos son los siguientes: número de habitaciones de 3,968 (+24.8%), ocupación de 68.7% (+0.8%), ADR de P\$1,293 (+11.1%) y RevPAR de P\$888 (+12.5%).

Sigue en aumento el margen Ebitda por el alza en ventas y el apalancamiento operativo. El margen Ebitda en el 2T16 tuvo un incremento de 0.8pp. vs. 2T15, colocándose en 30.0%, derivado de eficiencias operativas. De la misma forma, el margen de operación también presentó un avance de 2.6pp. (vs. 2T15), ubicándose en 17.4%.

HOTEL cerró con una posición de efectivo de P\$1,691m y un indicador Deuda Neta/Ebitda de -1.4x (vs. 2.5x al 1T16). La compañía informó que el 82.5% de su deuda financiera está contratada en dólares. La razón de cobertura de servicio de deuda se ubicó en 2.0x.

HOTEL – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estím.
Ventas	219	272	24.4%	273	-0.2%
Utilidad de Operación	32	47	46.2%	61	-22.0%
Ebitda	64	82	27.8%	91	-10.7%
Utilidad Neta	0	-20	N.A.	1	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	14.8%	17.4%	2.6pp	22.2%	-4.8pp
Margen Ebitda	29.2%	30.0%	0.8pp	33.5%	-3.5pp
Margen Neto	0.0%	-7.5%	-7.5pp	0.5%	-8.0pp
UPA	-\$0.00	-\$0.04	>500%	\$0.00	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	218.6	322.2	271.9	24.4%	-15.6%
Costo de Ventas	68.3	86.9	167.0	144.5%	92.1%
Utilidad Bruta	150.3	235.2	104.9	-30.2%	-55.4%
Gastos Generales	118.1	136.4	57.7	-51.1%	-57.7%
Utilidad de Operación	32.3	98.8	47.2	46.2%	-52.2%
Margen Operativo	14.8%	30.7%	17.4%	2.6pp	(13.3pp)
Depreciación Operativa	21.6	24.6	24.8	15.0%	0.6%
EBITDA	63.8	129.3	81.6	27.8%	-36.9%
Margen EBITDA	29.2%	40.1%	30.0%	0.8pp	(10.1pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(32.6)	(6.0)	(74.8)	129.1%	>500%
Intereses Pagados	10.2	12.5	11.4	11.6%	-8.8%
Intereses Ganados	1.9	0.4	1.7	-11.8%	331.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.1)	(1.4)	(0.8)	435.9%	-47.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(24.2)	7.6	(64.3)	165.8%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.1	0.7	0.4	369.9%	-45.1%
Utilidad antes de Impuestos	(0.3)	93.6	(27.2)	>500%	N.A.
Provisión para Impuestos	(0.2)	23.2	(6.8)	>500%	N.A.
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	(0.1)	70.4	(20.4)	>500%	N.A.
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(0.1)	70.4	(20.4)	>500%	N.A.
Margen Neto	0.0%	21.9%	-7.5%	(7.5pp)	(29.3pp)
UPA	(0.000)	0.256	(0.042)	>500%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	312.7	384.6	2,169.5	>500%	464.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	83.9	117.5	1,691.3	>500%	>500%
Activos No Circulantes	2,995.6	3,266.3	3,365.8	12.4%	3.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,665.0	2,941.8	3,038.9	14.0%	3.3%
Activos Intangibles (Neto)	118.5	108.0	108.0	-8.9%	0.0%
Activo Total	3,308.2	3,650.9	5,535.3	67.3%	51.6%
Pasivo Circulante	226.5	298.9	302.8	33.7%	1.3%
Deuda de Corto Plazo	75.6	93.9	101.7	34.6%	8.3%
Proveedores	26.8	74.8	63.9	138.6%	-14.6%
Pasivo a Largo Plazo	949.3	1,084.1	1,221.5	28.7%	12.7%
Deuda de Largo Plazo	863.3	994.2	1,132.1	31.1%	13.9%
Pasivo Total	1,175.8	1,383.0	1,524.3	29.6%	10.2%
Capital Contable	2,188.0	2,267.9	4,011.0	83.3%	76.9%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	2,188.0	2,267.9	4,011.0	83.3%	76.9%
Pasivo y Capital	3,363.8	3,650.9	5,535.3	64.6%	51.6%
Deuda Neta	855.1	970.6	(457.5)	N.A.	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	132.9				
Flujos generado en la Operación	33.1	129.2	100.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(313.7)	(129.8)	(118.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(304.0)	20.7	1,587.7		
Incremento (disminución) efectivo	(451.8)	19.8	1,573.8		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

IENOVA * (Compra, PO 2016 \$88.50)
Un trimestre mixto, por debajo de lo esperado

Marissa Garza Ostos
 28 de julio de 2016

Un trimestre mixto para Ienova. En el 2T16, la compañía registró ingresos por US\$139m mostrando una disminución anual del 2.8%, debido principalmente a los menores precios del gas natural que se vieron compensados con mayores volúmenes. Por su parte, el EBITDA Ajustado (incluye el ajuste de la participación del flujo generado en negocios conjuntos) se ubicó en US\$106m, por debajo de nuestras expectativas, que eran un tanto optimistas, y las del consenso del mercado, representando un incremento del 12.1% A/A. Este crecimiento se explica por la entrada en operaciones del Etanoducto y el proyecto Energía Sierra Juárez a mediados de 2015 y el inicio de operaciones del gasoducto Los Ramones Norte en febrero de este año. A nivel neto la compañía generó utilidades por US\$39m, que representan una disminución del 18.3% A/A, ante una menor capitalización de intereses y mayores gastos financieros por el mayor nivel de deuda.

Dividendo con yield atractivo. Se aprobó un dividendo en efectivo por US\$140m, equivalente a alrededor de US\$0.1213 por acción (aproximadamente P\$2.28) que equivale a un rendimiento del 2.9% sobre precios actuales y se distribuirá el 9 de agosto próximo.

Reiteramos COMPRA y PO2016 de P\$88.50.

Desde nuestro punto de vista, los resultados de Ienova son neutrales. Ha sido favorable que la compañía haya resultado ganadora del gasoducto marino Sur de Texas-Tuxpan en una co-participación con TransCanada, aunque aún no se conocen los detalles respecto de la forma en que este proyecto se financiara. Recordemos que la inversión estimada es de US\$2,100m y Ienova tiene una participación del 40%, mientras que TransCanada tiene el 60% restante. Ahora la atención se centra en la evolución del proyecto de GdC y el posible aumento de capital para financiarlo. La perspectiva con los proyectos que mantiene la compañía es positiva y aún faltan varios tanto del lado de gasoductos como licitaciones de transmisión de electricidad.

IENOVA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	143	139	-2.8%	155	-10.8%
Utilidad de Operación	59	50	-15.0%	59	-14.8%
Ebitda Ajustado	95	106	12.1%	127	-16.6%
Utilidad Neta	48	39	-18.3%	52	-24.2%
Márgenes					
Margen Operativo	41.4%	36.2%	-5.2pp	37.9%	-1.7pp
Margen Ebitda Aj	66.4%	76.6%	10.2pp	81.9%	-5.3pp
UPA	\$0.042	\$0.034	-18.3%	\$0.045	-24.2%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	142.8	133.3	138.7	-2.8%	4.1%
Costo de Ventas	54.4	45.3	46.2	-15.1%	1.9%
Utilidad Bruta	88.4	87.9	92.5	4.7%	5.2%
Gastos Generales	29.2	33.5	42.3	44.7%	26.3%
Utilidad de Operación	59.2	54.5	50.3	-15.0%	-7.7%
Margen Operativo	41.4%	40.9%	36.2%	(5.2pp)	(4.6pp)
Depreciación Operativa	35.7	14.3	56.0	57.1%	291.8%
EBITDA Ajustado	94.8	110.3	106.3	12.1%	-3.6%
Margen EBITDA Aj	66.4%	82.8%	76.6%	10.2pp	(6.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	5.0	(0.3)	0.4	-91.9%	N.A.
Intereses Pagados	0.4	1.8	4.0	>500%	125.1%
Intereses Ganados	1.8	1.5	1.5	-15.3%	-2.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	3.7		2.9	-20.6%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	11.5	27.4	12.0	3.8%	-56.3%
Utilidad antes de Impuestos	75.7	83.3	62.7	-17.2%	-24.7%
Provisión para Impuestos	27.5	17.3	23.2	-15.3%	34.0%
Operaciones Discontinuadas	(6.7)	(33.2)	(5.1)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	48.3	32.8	39.4	-18.3%	20.3%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	48.3	32.8	39.4	-18.3%	20.3%
Margen Neto	33.8%	24.6%	28.4%	(5.4pp)	3.8pp
UPA	0.042	0.028	0.034	-18.3%	20.3%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	225.3	512.8	472.5	109.7%	-7.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	60.4	44.9	53.5	-11.5%	19.2%
Activos No Circulantes	3,281.8	3,027.2	3,119.5	-4.9%	3.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,595.8	2,376.6	2,446.0	-5.8%	2.9%
Activos Intangibles (Neto)		25.7		N.A.	N.A.
Activo Total	3,507.1	3,540.0	3,592.0	2.4%	1.5%
Pasivo Circulante	543.3	612.2	645.9	18.9%	5.5%
Deuda de Corto Plazo	434.6	428.3	465.2	7.0%	8.6%
Proveedores	61.6	71.0	74.7	21.3%	5.2%
Pasivo a Largo Plazo	783.9	730.9	734.3	-6.3%	0.5%
Deuda de Largo Plazo	471.4	335.5	470.7	-0.2%	40.3%
Pasivo Total	1,327.2	1,343.1	1,380.2	4.0%	2.8%
Capital Contable	2,179.9	2,196.9	2,211.8	1.5%	0.7%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	2,179.9	2,196.9	2,211.8	1.5%	0.7%
Pasivo y Capital	3,507.1	3,540.0	3,592.0	2.4%	1.5%
Deuda Neta	845.5	718.9	882.3	4.3%	22.7%

Estado de Flujo de Efectivo		
Flujo del resultado antes de Impuestos	129.0	75.2
Flujos generado en la Operación	(31.0)	44.2
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(83.1)	(27.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(18.2)	(8.2)
Incremento (disminución) efectivo	(3.3)	83.4

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

KOF L (Mantener, PO 2016 \$148.00)
[Reporte positivo, a la espera de adquisiciones.](#)

Marisol Huerta Mondragón
 27 de julio de 2016

Reporte positivo. KOF reportó resultados del 2T16 positivos, ligeramente por arriba de nuestras expectativas a nivel operativo, no así a nivel neto. Los resultados, mostraron un avance de 9.3% A/A en ingresos y de 9.6% en EBITDA. A nivel neto los resultados fueron por debajo de lo esperado, con un retroceso de 25.0% (vs -11.2%e y +6.9% consenso), por mayores gastos financieros relacionados con la depreciación del peso frente al dólar. Los ingresos consolidados fueron impulsados por un crecimiento en el precio promedio de caja unidad de 10.0% que compensó el retroceso de 0.4% en el volumen, principalmente en Sudamérica. El flujo operativo EBITDA sumó P\$8,091m, con un crecimiento de 9.6% y un avance en el margen de EBITDA de 10pb a 20.3%. Cabe señalar que el margen bruto retrocedió 170pb, derivado de mayores precios del azúcar y la depreciación de las monedas en Sudamérica aplicados a los costos de materia prima en dólares, lo que contrarrestó el beneficio de menores precios en el PET. La presión en costos fue compensada con los beneficios del programa de eficiencias operativas en sus diferentes mercados.

Reiteramos nuestro PO 2016 en P\$148.00 con una recomendación de MANTENER.

Consideramos que KOF mantendrá sólidos crecimientos por un mejor desempeño en México, precios, y eficiencias operativas, lo que compensará las presiones en costos referenciados en dólares. No obstante, estamos siendo cautelosos sobre la implementación de un nuevo IEPS a bebidas en el mercado mexicano, lo que creemos mantendrá volátil al sector de bebidas. A lo que se suma el incremento que tendrá en el concentrado por parte The Coca Cola Co, por US\$35m, mismo que será de manera gradual por un periodo de tres años. La empresa tratará de contrarrestar este efecto vía precios y eficiencias operativas.

KOF – Resultados estimados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	36,550	39,939	9.3%	38,519	3.7%
Utilidad de Operación	5,630	5,631	0.0%	5,289	6.5%
Ebitda	7,385	8,091	9.6%	7,650	5.8%
Utilidad Neta	2,668	2,001	-25.0%	2,370	-15.6%
Márgenes					
Margen Operativo	15.4%	14.1%	-1.3pp	13.7%	0.4pp
Margen Ebitda	20.2%	20.3%	0.1pp	19.9%	0.4pp
Margen Neto	7.3%	5.0%	-2.3pp	6.2%	1.1pp
UPA	\$1.29	\$0.97	-25.0%	\$1.14	-15.3%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	36,549.6	37,096.7	39,938.6	9.3%	7.7%
Costo de Ventas	19,057.6	20,181.4	21,494.6	12.8%	6.5%
Utilidad Bruta	17,492.0	16,915.3	18,444.0	5.4%	9.0%
Gastos Generales	11,862.1	12,033.5	12,629.5	6.5%	5.0%
Utilidad de Operación	5,629.9	4,908.0	5,630.5	0.0%	14.7%
Margen Operativo	15.4%	13.2%	14.1%	(1.3pp)	0.9pp
Depreciación Operativa	1,755.6	2,122.5	2,087.5	18.9%	-1.7%
EBITDA	7,385.5	7,031.3	8,091.0	9.6%	15.1%
Margen EBITDA	20.2%	19.0%	20.3%	0.1pp	1.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,568.2)	(1,270.0)	(2,650.2)	69.0%	108.7%
Intereses Pagados	1,442.2	1,578.3	1,826.5	26.6%	15.7%
Intereses Ganados	95.2	117.7	143.7	50.9%	22.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	59.0	35.1	273.6	363.6%	-22.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(280.2)	(160.5)	(1,241.0)	342.9%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	3,913.1	3,361.4	2,894.3	-26.0%	-13.9%
Provisión para Impuestos	1,217.5	875.8	751.8	-38.2%	-14.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	2,695.6	2,485.7	2,142.5	-20.5%	-13.8%
Participación Minoritaria	27.6	87.9	141.4	412.3%	60.8%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,668.0	2,397.7	2,001.1	-25.0%	-16.5%
Margen Neto	7.3%	6.5%	5.0%	(2.3pp)	(1.5pp)
UPA	1.287	1.157	0.965	-25.0%	-16.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	34,417.5	44,189.8	42,167.8	22.5%	-4.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	13,529.5	18,223.2	15,645.7	15.6%	-14.1%
Activos No Circulantes	173,168.8	173,201.1	187,440.4	8.2%	8.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	48,692.0	50,823.5	54,946.7	12.8%	8.1%
Activos Intangibles (Neto)	93,715.8	71,410.7	75,421.2	-19.5%	5.6%
Activo Total	207,586.3	217,390.9	229,608.1	10.6%	5.6%
Pasivo Circulante	28,875.8	36,737.8	33,231.4	15.1%	-9.5%
Deuda de Corto Plazo	3,574.8	12,704.1	8,540.9	138.9%	-32.8%
Proveedores	11,535.7	19,107.3	20,227.4	75.3%	5.9%
Pasivo a Largo Plazo	73,966.9	74,735.6	82,207.8	11.1%	10.0%
Deuda de Largo Plazo			73,268.6	N.A.	N.A.
Pasivo Total	102,842.7	111,473.4	115,439.2	12.2%	3.6%
Capital Contable	104,743.6	105,917.5	114,168.9	9.0%	7.8%
Participación Minoritaria	27.6	87.9	141.4	412.3%	60.8%
Capital Contable Mayoritario	100,525.4	101,623.9	109,239.5	8.7%	7.5%
Pasivo y Capital	207,586.3	217,390.9	229,608.1	10.6%	5.6%
Deuda Neta	55,973.1	60,545.3	66,163.8	18.2%	9.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	236.2	(315.4)	736.9		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	6,505.2	5,340.1	8,933.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,085.7)	(2,567.4)	(2,538.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(4,504.1)	(223.3)	(7,275.9)		
Incremento (disminución) efectivo	151.6	2,234.0	(143.8)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

LAB B (Mantener, PO2016 P\$22.60)
Se acabó el ajuste de inventarios en México

Reporte negativo. LAB reportó cifras del 2T16 negativas, menor a nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo. Los ingresos retrocedieron 4.6%, derivado de una baja de 4.4% en las ventas de México. Destacó que en este trimestre finalizó su proceso de ajuste de inventarios en México, con lo que logró un nivel de inventario de entre 45 y 60 días, en línea con lo que operan a nivel internacional. En EE.UU los ingresos crecieron 3.3% y en Latinoamérica presentó un retroceso de 6.7%, afectados por la debilidad económica de los países en los que opera y la volatilidad cambiaria. El margen bruto presentó un incremento de 60pb, atribuible a mejoras en las políticas comerciales, principalmente de las operaciones en México. No obstante, el rubro de gastos fue mayor, derivado de pagos de indemnización. Derivado de lo anterior el EBITDA retrocedió 11.6% con un margen de 18.6%. Este fue mejor a lo proyectado, por la empresa.

Fijamos nuestro PO2016 en P\$22.60. Nuestro Precio objetivo, fue obtenido a través del nuestro modelo de DCF. A ese precio representa un rendimiento esperado de 6.3% al precio de cierre de hoy (P\$21.27). El múltiplo objetivo de FV/EBITDA 2016e es de 12.7x, en línea con el promedio actual de las empresas comerciales en México. Si bien esperaríamos que las medidas de comercialización implementadas para México, así como el mayor control sobre el ciclo conversión de efectivo, seguirán mejorando el desempeño de las operaciones en México, los resultados de LATAM y EE.UU. muestran un deterioro respecto a lo esperado Derivado de lo anterior preferimos ser cautelosos y esperar que la guía proporcionada se cumpla. Nuestra recomendación es de MANTENER.

LAB – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	2,975	2,838	-4.6%	3,174	-10.5%
Utilidad de Operación	568	505	-11.1%	544	-7.2%
Ebitda	596	527	-11.6%	579	-9.0%
Utilidad Neta	359	355	-0.9%	347	-2.5%
Márgenes					
Margen Operativo	19.1%	17.8%	-1.3pp	20.9%	-0.6pp
Margen Ebitda	20.0%	18.6%	-1.5pp	21.8%	-0.3pp
Margen Neto	12.1%	12.5%	0.5pp	13.1%	-1.6pp
UPA	\$0.342	\$0.339	-0.9%	\$0.310	9.3%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,974.7	2,850.6	2,838.3	-4.6%	-0.4%
Costo de Ventas	870.3	849.0	814.6	-6.4%	-4.1%
Utilidad Bruta	2,104.4	2,001.6	2,023.7	-3.8%	1.1%
Gastos Generales	1,544.7	1,508.0	1,543.3	-0.1%	2.3%
Utilidad de Operación	567.7	466.5	504.9	-11.1%	8.2%
Margen Operativo	19.1%	16.4%	17.8%	(1.3pp)	1.4pp
Depreciación Operativa	28.5	28.6	22.0	-22.9%	-23.2%
EBITDA	596.2	495.0	526.8	-11.6%	6.4%
Margen EBITDA	20.0%	17.4%	18.6%	(1.5pp)	1.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(47.0)	80.8	12.6	N.A.	-84.5%
Intereses Pagados	98.0	74.7	77.7	-20.7%	4.1%
Intereses Ganados	7.6	5.2	6.4	-15.8%	21.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(5.8)	(0.1)	(0.6)	-89.1%	460.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	49.3	150.4	84.5	71.5%	-43.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1.4)	0.8	17.7	N.A.	>500%
Utilidad antes de Impuestos	519.3	548.1	535.1	3.0%	-2.4%
Provisión para Impuestos	167.7	121.9	165.7	-1.2%	35.9%
Operaciones Discontinuas	36.4				
Utilidad Neta Consolidada	388.0	426.2	369.4	-4.8%	-13.3%
Participación Minoritaria	29.3	67.6	14.1	-51.8%	-79.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	358.8	358.7	355.3	-0.9%	-0.9%
Margen Neto	12.1%	12.6%	12.5%	0.5pp	(0.1pp)
UPA	0.342	0.342	0.339	-0.9%	-0.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	16,477.2	7,691.9	8,048.4	-51.2%	4.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,731.7	2,013.7	1,859.7	7.4%	-7.6%
Activos No Circulantes	8,288.0	10,008.9	9,663.9	16.6%	-3.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	407.1	379.7	325.2	-20.1%	-14.4%
Activos Intangibles (Neto)	7,118.6	6,425.5	6,512.0	-8.5%	1.3%
Activo Total	24,765.2	17,700.7	17,712.3	-28.5%	0.1%
Pasivo Circulante	6,170.9	2,449.8	2,384.3	-61.4%	-2.7%
Deuda de Corto Plazo	272.9	1,240.3	1,074.0	293.5%	-13.4%
Proveedores	1,037.8	740.2	940.8	-9.3%	27.1%
Pasivo a Largo Plazo	7,727.3	5,870.6	5,854.7	-24.2%	-0.3%
Deuda de Largo Plazo	6,815.3	5,865.7	5,850.3	-14.2%	-0.3%
Pasivo Total	13,898.2	8,320.4	8,238.9	-40.7%	-1.0%
Capital Contable	10,867.0	9,380.3	9,473.4	-12.8%	1.0%
Participación Minoritaria	29.3	67.6	14.1	-51.8%	-79.2%
Capital Contable Mayoritario	10,647.6	9,142.4	9,203.2	-13.6%	0.7%
Pasivo y Capital	24,765.2	17,700.7	17,712.3	-28.5%	0.1%
Deuda Neta	5,356.5	5,092.2	5,064.6	-5.5%	-0.5%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	9.3	(138.1)	155.0		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	300.3	754.1	424.8		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(10.7)	(26.5)	8.1		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(366.7)	(301.7)	(741.9)		
Incremento (disminución) efectivo	(67.8)	287.8	(154.0)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

LALA B (Mantener, PO 2016 \$49.00)
[Esperaríamos incursión en EE.UU. y Costa Rica](#)

Marisol Huerta Mondragón
 25 de julio de 2016

Mantiene avance en rentabilidad. Grupo Lala presentó cifras del 2T16 positivas, en línea con nuestros estimados y los del mercado. Los ingresos sumaron P\$12,903m con un crecimiento de 8.9% (vs 7.5% mercado y 7.1%e). Nuevamente observamos un trimestre favorable, ante el buen desempeño de cada una de las categorías de negocio en México y en Centroamérica, aunado a los efectos de la integración de Lácteos La Perfecta, que aportó el 1.5% del crecimiento en ventas. A nivel operativo, el margen bruto se contrajo 60pb, como reflejo de efecto de la depreciación del peso frente al dólar en los costos de algunas materias primas. Esto fue contrarrestado por menores gastos de operación (70pb), derivado de las eficiencias de control de gastos y ahorros. El EBITDA se incrementó 12.9% A/A con una expansión en margen de 50pb. La utilidad neta creció 10%, beneficiada de los resultados operativos.

Reiteramos PO 2016 en P\$49.00 y subimos a COMPRA. En el último trimestre Lala anunció acuerdos para incursionar en EE.UU. con Laguna Dairy y una asociación con Florida Bebidas en Costa Rica. Laguna Dairy en EE.UU. es una operación valuada en U\$200m y será liquidada con recursos propios. La adquisición comprende tres plantas productoras y 5 marcas. La transacción agregaría cerca de 7.0% a las ventas estimadas a Grupo Lala en 2016. El acuerdo es positivo ya que permite expandir el negocio de Lala a un mercado atractivo como lo es EE.UU. Adicionalmente, la compañía anunció en julio un acuerdo de producción, distribución y venta de productos LALA en Costa Rica, mercado atractivo en términos de consumo per cápita de lácteos. Consideramos que esta operación fortalece los negocios de Centroamérica, que estimamos representan cerca del 3% de los ingresos consolidados. Creemos que estos acuerdos se concretarán en el 2S2016 y serán un catalizador para la acción.

LALA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	11,847	12,903	8.9%	12,688	1.7%
Utilidad de Operación	1,381	1,543	11.8%	1,523	1.4%
Ebitda	1,672	1,888	12.9%	1,903	-0.8%
Utilidad Neta	990	1,090	10.2%	1,094	-0.3%
Márgenes					
Margen Operativo	11.7%	12.0%	0.3pp	12.0%	0.0pp
Margen Ebitda	14.1%	14.6%	0.5pp	15.0%	-0.4pp
Margen Neto	8.4%	8.4%	0.1pp	8.6%	-0.2pp
UPA	\$0.400	\$0.440	10.1%	\$0.440	0.0pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	11,846.7	12,508.9	12,903.0	8.9%	3.2%
Costo de Ventas	7,145.1	7,548.6	7,853.1	9.9%	4.0%
Utilidad Bruta	4,701.6	4,960.3	5,049.9	7.4%	1.8%
Gastos Generales	3,324.9	3,398.4	3,532.6	6.2%	3.9%
Utilidad de Operación	1,380.7	1,557.3	1,543.5	11.8%	-0.9%
Margen Operativo	0.1	0.1	0.1	0.3pp	(0.5pp)
Depreciación Operativa	291.5	331.9	344.2	18.1%	3.7%
EBITDA	1,672.2	1,893.8	1,887.7	12.9%	-0.3%
Margen EBITDA	0.1	0.2	0.1	0.5pp	(0.5pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	69.3	58.5	89.2	28.7%	52.4%
Intereses Pagados	2.2	7.6	6.9	216.8%	-9.8%
Intereses Ganados	62.8	86.1	76.5	21.9%	-11.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	24.3	(7.8)	4.3	-82.4%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(15.6)	(12.1)	15.4	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	5.4	1.9	(4.2)	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,455.4	1,617.7	1,628.5	11.9%	0.7%
Provisión para Impuestos	456.1	506.4	527.8	15.7%	4.2%
Operaciones Discontinuadas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	999.3	1,111.3	1,100.6	10.1%	-1.0%
Participación Minoritaria	9.6	14.7	10.4	8.9%	-29.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	989.7	1,096.7	1,090.2	10.2%	-0.6%
Margen Neto	8.4%	8.8%	8.4%	0.1pp	(0.3pp)
UPA	0.400	0.443	0.440	10.1%	-0.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	16,799.0	18,536.5	18,831.1	12.1%	1.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,914.4	7,327.6	7,811.9	-1.3%	6.6%
Activos No Circulantes	15,242.1	17,272.8	17,652.6	15.8%	2.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,901.4	14,223.4	14,614.3	13.3%	2.7%
Activos Intangibles (Neto)	1,607.3	1,176.8	1,180.7	-26.5%	0.3%
Activo Total	32,041.2	35,809.3	36,483.7	13.9%	1.9%
Pasivo Circulante	5,893.9	8,299.9	8,471.9	43.7%	2.1%
Deuda de Corto Plazo	31.9	60.4	82.4	158.4%	36.5%
Proveedores	2,193.2	6,200.0	5,466.6	149.3%	-11.8%
Pasivo a Largo Plazo	2,165.6	2,066.4	1,383.5	-36.1%	-33.0%
Pasivos por Impuestos Diferidos	646.7	500.6	530.1	-18.0%	5.9%
Pasivo Total	8,059.5	10,366.3	9,855.3	22.3%	-4.9%
Capital Contable	23,981.7	25,443.1	25,644.4	6.9%	0.8%
Participación Minoritaria	9.6	14.7	10.4	8.9%	-29.0%
Capital Contable Mayoritario	23,716.5	25,139.7	25,355.7	6.9%	0.9%
Pasivo y Capital	32,041.2	35,809.3	35,499.8	10.8%	-0.9%
Deuda Neta	(7,849.0)	(7,232.9)	(7,711.8)	-1.7%	6.6%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	3.9	(18.3)	(3.7)		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	671.8	1,404.6	1,267.3		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	46.4	(1,769.1)	(396.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(524.8)	(274.6)	(383.2)		
Incremento (disminución) efectivo	197.2	(657.4)	484.4		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEGA CPO (Mantener, PO 2016 \$79.00)
La guía de 2016 es alcanzable

Megacable registró un sólido crecimiento en ingresos y en EBITDA. Los resultados de la empresa superaron nuestras expectativas a pesar de registrar una ligera desaceleración en el crecimiento de las adiciones netas. Megacable finalizó el trimestre con 5.91 millones de UGI siendo equivalente a un crecimiento de 20% A/A y 110 mil adiciones netas (vs un promedio de 247 mil en los últimos 8 trimestres). En este periodo, la tasa de desconexión de cada uno de los servicios se elevó por la desincorporación de clientes que se habían conectado intempestivamente durante el apagón analógico.

Ingresos trimestrales alcanzan un nuevo record. La compañía reportó ingresos consolidados por un monto de P\$4,222m siendo impulsados principalmente por las operaciones de cable que compensó un deterioro de los ingresos empresariales. Desglosando los ingresos por tipo de servicio, Megacable reportó avances de 20.2% en video, 34.6% en accesos a internet, 8.2% en telefonía mientras que los ingresos al sector empresarial disminuyeron 15.6%.

Expansión en márgenes por economías de escala y cambio en la mezcla de ventas. Consideramos que es positiva la expansión de 2.9pp en el margen de EBITDA a pesar de registrarse mayores costos de programación. El aumento en costos va directamente relacionado con el incremento de suscriptores y la depreciación del peso aumentando el costo de programación y de enlaces.

Consistente generación de Flujo Libre de Efectivo. La estructura financiera de la empresa es muy sólida (DN/EBITDA 0.2x) y ante la ausencia de un nivel de deuda significativo creemos que la generación de efectivo va a compensar la reducción temporal de 36% en la caja. La disminución del efectivo está asociada principalmente con el pago de un dividendo de P\$1,169m.

MEGA – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	3,708	4,223	13.9%	4,166	1.4%
Utilidad de Operación	995	1,194	20.0%	1,097	8.8%
Ebitda	1,387	1,703	22.8%	1,583	7.6%
Utilidad Neta	667	824	23.5%	695	18.5%
Márgenes					
Margen Operativo	26.8%	28.3%	1.4pp	26.3%	1.9pp
Margen Ebitda	37.4%	40.3%	2.9pp	38.0%	2.3pp
Margen Neto	18.0%	19.5%	152.1%	16.7%	2.8pp
UPA	\$0.78	\$0.51	-34.3%	\$0.81	-37.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,707.7	4,059.3	4,222.7	13.9%	4.0%
Costo de Ventas	1,374.6	1,237.5	1,399.8	1.8%	13.1%
Utilidad Bruta	2,333.1	2,821.7	2,822.9	21.0%	0.0%
Gastos Generales	1,404.8	1,531.1	1,637.0	16.5%	6.9%
Utilidad de Operación	995.2	1,309.9	1,194.4	20.0%	-8.8%
Margen Operativo	26.8%	32.3%	28.3%	1.4pp	(4.0pp)
Depreciación Operativa	458.7	477.7	517.2	12.8%	8.3%
EBITDA	1,386.9	1,768.4	1,703.0	22.8%	-3.7%
Margen EBITDA	37.4%	43.6%	40.3%	2.9pp	(3.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1.2)	69.4	(113.1)	>500%	N.A.
Intereses Pagados		40.0	48.7	N.A.	21.8%
Intereses Ganados	11.7	41.2	61.1	422.8%	48.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(12.9)	68.2	(125.4)	>500%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	994.0	1,379.3	1,081.4	8.8%	-21.6%
Provisión para Impuestos	266.7	286.4	205.7	-22.9%	-28.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	727.2	1,092.9	875.7	20.4%	-19.9%
Participación Minoritaria	60.2	71.8	51.8	-14.0%	-27.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	667.0	1,021.0	823.9	23.5%	-19.3%
Margen Neto	18.0%	25.2%	19.5%	1.5pp	(5.6pp)
UPA	0.776	0.594	0.510	-34.3%	-14.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	7,924.8	8,098.2	7,154.0	-9.7%	-11.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,477.6	4,183.5	2,857.5	-36.2%	-31.7%
Activos No Circulantes	20,325.9	23,418.0	24,237.9	19.2%	3.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	15,611.1	17,833.6	18,787.2	20.3%	5.3%
Activos Intangibles (Neto)	4,502.9	221.6	209.8	-95.3%	-5.3%
Activo Total	28,250.7	31,516.2	31,391.9	11.1%	-0.4%
Pasivo Circulante	3,732.4	7,214.3	7,459.7	99.9%	3.4%
Deuda de Corto Plazo	386.1	3,767.4	4,218.4	>500%	12.0%
Proveedores	3,213.1	3,447.0	3,241.4	0.9%	-6.0%
Pasivo a Largo Plazo	5,954.7	2,923.9	2,917.4	-51.0%	-0.2%
Deuda de Largo Plazo	2,667.0	1,171.5	113.5	-95.7%	-90.3%
Pasivo Total	9,687.1	10,138.2	10,377.1	7.1%	2.4%
Capital Contable	18,563.6	21,378.0	21,014.8	13.2%	-1.7%
Participación Minoritaria	60.2	71.8	51.8	-14.0%	-27.9%
Capital Contable Mayoritario	17,983.5	20,476.9	20,061.9	12.7%	-2.0%
Pasivo y Capital	28,250.7	31,516.2	31,391.9	11.1%	-0.4%
Deuda Neta	(1,424.6)	(284.2)	1,474.4	N.A.	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	21.2	(104.0)	104.0		
Flujo Neto de efectivo de Actividades de Operación	286.8	502.3	2,113.0		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,619.3)	(654.1)	(1,486.5)		
Flujo Neto de actividades de financiamiento	315.6	1,635.4	(2,056.4)		
Incremento (disminución) efectivo	(995.6)	1,379.6	(1,325.9)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEXCHEM * (En Revisión)
Importante cargo por PMV afecta los resultados

Marissa Garza Ostos

27 de julio de 2016

Trimestre afectado por los cargos relacionados con el incendio en PMV (Pajaritos). Los resultados reportados por la compañía en el 2T16 se vieron impactados por el cargo no recurrente por US\$286m relacionado con el accidente en la planta de VCM (monómero de cloruro de vinilo) de la alianza estratégica con Pemex denominada PMV (Petroquímica Mexicana de Vinilo) y donde Mexchem mantiene una participación del 54%. Estos US\$286m representan prácticamente la totalidad de la inversión que se tenía estimada por la compañía cercana a los US\$290m (US\$200m en efectivo y el resto en activos). La compañía afirmó que US\$244m no representan un cargo en efectivo ya que se relacionan con la baja del activo. No obstante, el impacto a nivel del EBITDA refleja una pérdida por US\$29m y a nivel neto la pérdida ascendió a US\$129m.

MEXCHEM mantiene guía de EBITDA, al excluir el cargo por el accidente. La compañía ha afirmado que excluyendo el cargo extraordinario, espera mantener la inercia en sus negocios y alcanzar la guía de EBITDA (ajustada en este caso) por US\$900m. Desde nuestro punto de vista, aunque la compañía mantiene pólizas de seguros para sus plantas, que incluyen la interrupción del negocio, aún es incierto el tiempo en que pudieran recuperarse las cantidades bajo dichas pólizas, y de entrada, la valuación se ve afectada. Es cierto que por el momento este cargo no representa en su totalidad una salida de efectivo, pero son inversiones que la compañía ya había desembolsado y de las cuales se esperaban rendimientos en el corto plazo. Con los resultados del trimestre el múltiplo VE/EBITDA se ubica en 11.7x (8.4x si excluimos el cargo por US\$244m), elevado a nuestro parecer ante la incertidumbre en el tiempo para la recuperación. Por lo anterior hemos decidido poner en revisión nuestro precio objetivo y recomendación.

MEXCHEM – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	1,519	1,427	-6.1%	1,458	-2.1%
Utilidad de Operación	173	-121	N.A.	138	N.A.
Ebitda	266	-29	N.A.	226	N.A.
Utilidad Neta	64	-33	N.A.	61	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	11.4%	-8.5%	-19.9pp	9.5%	-17.9pp
Margen Ebitda	17.5%	-2.0%	-19.5pp	15.5%	-17.5pp
UPA	\$0.031	-\$0.016	N.A.	\$0.029	-154.1%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,519.0	1,262.4	1,427.0	-6.1%	13.0%
Costo de Ventas	1,086.3	903.0	998.0	-8.1%	10.5%
Utilidad Bruta	433.0	359.4	429.0	-0.9%	19.4%
Gastos Generales	259.8	250.1	549.0	111.3%	119.5%
Utilidad de Operación	173.0	109.3	(121.0)	N.A.	N.A.
Margen Operativo	11.4%	8.7%	-8.5%	(19.9pp)	(17.1pp)
Depreciación Operativa	92.5	91.1	92.0	-0.5%	0.9%
EBITDA	265.7	200.4	(29.0)	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	17.5%	15.9%	-2.0%	(19.5pp)	(17.9pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(61.6)	(43.4)	(42.0)	-31.8%	-3.3%
Intereses Pagados	55.7			N.A.	N.A.
Intereses Ganados	4.6			N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.7)			N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(9.8)			N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.2	(0.9)	(3.0)	N.A.	223.6%
Utilidad antes de Impuestos	111.8	66.8	(160.0)	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	43.2	17.4	(30.0)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuadas	(0.6)	0.6	1.0	N.A.	71.5%
Utilidad Neta Consolidada	68.0	50.0	(129.0)	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	3.6	(0.6)	(96.0)	N.A.	>500%
Utilidad Neta Mayoritaria	64.4	50.6	(33.0)	N.A.	N.A.
Margen Neto	4.2%	4.0%	-2.3%	(6.6pp)	(6.3pp)
UPA	0.031	0.024	(0.016)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,523.3	2,251.9	2,366.6	-6.2%	5.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	604.0	586.5	661.5	9.5%	12.8%
Activos No Circulantes	6,115.0	6,546.3	16,872.0	175.9%	157.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,824.1			N.A.	N.A.
Activos Intangibles (Neto)	1,974.4			N.A.	N.A.
Activo Total	8,638.3	8,840.5	8,762.0	1.4%	-0.9%
Pasivo Circulante	1,761.5	1,829.9	1,925.8	9.3%	5.2%
Deuda de Corto Plazo	35.8	61.4	62.5	74.5%	1.7%
Proveedores	1,129.0	1,239.8	1,244.4	10.2%	0.4%
Pasivo a Largo Plazo	3,341.4	3,211.0	3,078.7	-7.9%	-4.1%
Deuda de Largo Plazo	2,355.7	2,280.0	2,263.5	-3.9%	-0.7%
Pasivo Total	5,102.9	5,040.9	5,004.5	-1.9%	-0.7%
Capital Contable	3,535.4	3,799.5	3,757.5	6.3%	-1.1%
Participación Minoritaria	601.7	816.3	775.1	28.8%	-5.1%
Capital Contable Mayoritario	2,933.7	2,983.2	2,982.4	1.7%	0.0%
Pasivo y Capital	8,638.3	8,840.5	8,762.0	1.4%	-0.9%
Deuda Neta	1,787.5	1,754.9	1,664.5	-6.9%	-5.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	470.1
Flujos generado en la Operación	(88.8)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(278.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(118.1)
Incremento (disminución) efectivo	(15.5)

Fuente: Banorte-ixe, BMV

NEMAK A (Compra, PO 2016 \$28.50)
Aumenta la rentabilidad más de lo esperado

Crece el volumen. El volumen total durante el 2T16 creció interanualmente 1.6%, alcanzando 13.1m de unidades equivalentes. El sólido desempeño de Europa (32.1% del volumen total) compensó la contracción registrada en NAFTA (60.3%) y el Resto del Mundo (7.3%). El volumen en Norteamérica se contrajo 1.5% a 7.9m de piezas equivalentes. Mientras tanto, en Europa, la producción se incrementó un impresionante 16.7% a 4.2m de unidades y en el RM el volumen cayó 9.1% a 1m de piezas.

El aluminio nuevamente impactó los ingresos en dólares. La caída en el precio del aluminio en conjunción con la depreciación del euro afectaron los ingresos de Nematik. Por el contrario, la mejor mezcla de ventas coadyuvó a aminorar el impacto en los ingresos y a elevar la rentabilidad. De esta manera, los ingresos alcanzaron US\$1,122m (-3.9% A/A), en línea con nuestro estimado de US\$1,112m (-4.6%e). Los ingresos crecieron 13.3% en términos de pesos, alcanzando un nueva cifra récord.

Sorprende mejora en rentabilidad. Los resultados de Nematik resultaron mejor a nuestras previsiones a nivel operativo. El EBITDA creció 8.3% a US\$221m (P\$3,996m) vs nuestro estimado de US\$206m (P\$3,727m). Dicha cifra se explica por una mezcla de ventas más favorable, al tiempo que el crecimiento en el volumen permitió una mejor absorción de los costos fijos (palanca operativa), y se mantuvo control en los gastos. Asimismo, la empresa tuvo beneficios por tipo de cambio, con lo que el margen EBITDA se expandió 2.3pp a 19.7%.

Pérdidas cambiarias y pago de intereses limitan el crecimiento neto. La utilidad neta se mantuvo estable respecto del 2T15 en US\$77m (+18% en pesos), debido un mayor costo financiero, atribuible a pérdidas cambiarias, principalmente.

NEMAK – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	17,885	20,255	13.3%	20,126	0.6%
Utilidad de Operación	2,014	2,573	27.8%	2,593	-0.8%
Ebitda	3,124	3,996	27.9%	3,727	7.2%
Utilidad Neta	1,179	1,391	18.0%	1,460	-4.7%
Márgenes					
Margen Operativo	11.3%	12.7%	1.4pp	12.9%	-0.2pp
Margen Ebitda	17.5%	19.7%	2.3pp	18.5%	1.2pp
Margen Neto	6.6%	6.9%	0.3pp	7.3%	-0.4pp
UPA	\$0.39	\$0.45	15.8%	\$0.47	-4.7%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	17,885.2	19,382.2	20,255.1	13.3%	4.5%
Costo de Ventas	13,694.5	15,741.7	16,585.7	21.1%	5.4%
Utilidad Bruta	4,190.7	3,640.5	3,669.5	-12.4%	0.8%
Gastos Generales	1,100.4	1,232.9	1,096.6	-0.3%	-11.1%
Utilidad de Operación	2,013.6	2,417.2	2,573.1	27.8%	6.5%
Margen Operativo	11.3%	12.5%	12.7%	1.4pp	0.2pp
Depreciación Operativa	1,114.9	1,353.2	1,425.3	27.8%	5.3%
EBITDA	3,124.0	3,773.0	3,996.0	27.9%	5.9%
Margen EBITDA	17.5%	19.5%	19.7%	2.3pp	0.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(267.3)	(18.3)	(586.6)	119.4%	>500%
Intereses Pagados	284.5	267.9	328.2	15.3%	22.5%
Intereses Ganados	7.1	10.7	10.8	51.5%	1.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(150.3)	(6.0)	(16.5)	-89.0%	174.5%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	160.4	245.0	(252.7)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	22.2	(0.7)	21.2	-4.5%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,768.5	2,398.2	2,007.7	13.5%	-16.3%
Provisión para Impuestos	589.2	659.3	616.7	4.7%	-6.5%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,179.4	1,738.9	1,391.0	17.9%	-20.0%
Participación Minoritaria	0.8			N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	1,178.6	1,738.9	1,391.0	18.0%	-20.0%
Margen Neto	6.6%	9.0%	6.9%	0.3pp	(2.1pp)
UPA	0.390	0.564	0.452	15.8%	-20.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	20,945.5	24,754.2	27,840.2	32.9%	12.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,723.8	1,758.1	2,121.7	23.1%	20.7%
Activos No Circulantes	44,327.0	51,880.6	57,448.3	29.6%	10.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	34,270.5	40,344.9	44,365.6	29.5%	10.0%
Activos Intangibles (Neto)	7,235.8	3,002.1	3,316.5	-54.2%	10.5%
Activo Total	65,272.5	76,634.8	85,288.5	30.7%	11.3%
Pasivo Circulante	34,525.5	20,441.1	23,082.4	-33.1%	12.9%
Deuda de Corto Plazo	6,798.3	3,030.6	3,970.1	-41.6%	31.0%
Proveedores	10,522.2	17,020.7	18,613.7	76.9%	9.4%
Pasivo a Largo Plazo	18,797.1	25,870.5	28,552.8	51.9%	10.4%
Deuda de Largo Plazo	14,709.1	21,993.2	23,742.4	61.4%	8.0%
Pasivo Total	53,322.6	46,311.5	51,635.2	-3.2%	11.5%
Capital Contable	11,949.9	30,323.3	33,653.3	181.6%	11.0%
Participación Minoritaria	0.8			N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	11,949.9	30,323.3	33,653.3	181.6%	11.0%
Pasivo y Capital	65,272.5	76,634.8	85,288.5	30.7%	11.3%
Deuda Neta	19,783.6	23,265.7	25,590.8	29.4%	10.0%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	51.7	(666.7)	67.1		
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	2,830.4	870.6	2,930.0		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,716.1)	(2,339.6)	(2,332.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(437.9)	2,100.9	(301.2)		
Incremento (disminución) efectivo	728.1	(34.8)	363.7		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

OMA B (Compra, PO2016 P\$128.00)
Fuertes crecimientos en el 2T16 y sube guía 2016E

José Itzamna Espitia Hernández
 25 de julio de 2016

Oma reportó sólidos resultados al 2T16 por arriba de nuestras expectativas. Los pasajeros totales de Oma tuvieron un incremento de 8.7% A/A, lo cual fue la base para los buenos crecimientos en ingresos totales, utilidad de operación, EBITDA Ajustada y utilidad neta mayoritaria de 21.0%, 46.2%, 36.8% y 61.8%, ubicándose en P\$1,339m, P\$660m, P\$808m y P\$447m, respectivamente.

Los ingresos aeronáuticos presentaron un alza de 27.0% y los no aeronáuticos de 24.5%, mientras que los ingresos de servicios de construcción presentaron una baja de 44.1%. **La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un aumento de 26.4%**, ubicándose en P\$1,292m. De lo anterior, observamos que el ingreso por pasajero, que es la suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos (sin actividades de diversificación) / tráfico total, fue de P\$285, que representa un crecimiento de 16.2% vs. 2T15.

El margen de operación aumentó 8.5pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 49.3%. Por otro lado, el EBITDA Ajustado presentó un crecimiento de 36.8%. El margen EBITDA Ajustado tuvo un aumento de 4.8pp, colocándose en 62.5%. Lo anterior se debe principalmente a un aumento en los ingresos totales de 21.0%, en comparación con el menor crecimiento en el total de costos y gastos de 3.6%, principalmente por el menor monto de servicios de construcción.

La utilidad neta mayoritaria subió 61.8% debido a los mejores resultados operativos y un menor costo integral de financiamiento (-47.2% vs. 2T15) por utilidades cambiarias, que fueron parcialmente compensados por un mayor monto en los impuestos a la utilidad en 60.1% vs. 2T15.

El total de la deuda del grupo al 2T16 es de P\$4,699m con una razón Deuda Neta/EBITDA Ajustada 12m de 1.0x vs. 0.7x en el 1T16.

OMA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	1,106	1,339	21.0%	1,351	-0.9%
Utilidad de Operación	452	660	46.2%	593	11.3%
Ebitda Ajustada	590	808	36.8%	762	6.0%
Utilidad Neta	276	447	61.8%	385	16.0%
Márgenes					
Margen Operativo	40.8%	49.3%	8.5pp	43.9%	5.4pp
Margen Ebitda Ajustado	57.7%	62.5%	4.8pp	61.6%	0.9pp
Margen Neto	25.0%	33.4%	8.4pp	28.5%	4.9pp
UPA	\$0.69	\$1.12	61.8%	\$0.963	16.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,106.2	1,127.8	1,338.8	21.0%	18.7%
Costo de Ventas	501.5	403.2	925.5	84.6%	129.5%
Utilidad Bruta	604.7	724.6	413.2	-31.7%	-43.0%
Gastos Generales	153.2	131.4	(247.0)	N.A.	N.A.
Utilidad de Operación	451.5	593.2	660.3	46.2%	11.3%
Margen Operativo	40.8%	52.6%	49.3%	8.5pp	(3.3pp)
Depreciación Operativa	58.9	68.9	67.6	14.8%	-2.0%
EBITDA	510.4	662.1	727.8	42.6%	9.9%
Margen EBITDA	46.1%	58.7%	54.4%	8.2pp	(4.3pp)
EBITDA Ajustada	590.2	704.8	807.5	36.8%	14.6%
Margen EBITDA Ajustado	57.7%	63.8%	62.5%	4.8pp	(1.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(60.5)	(69.8)	(32.0)	-47.2%	-54.2%
Intereses Pagados	77.0	80.3	80.6	4.6%	0.4%
Intereses Ganados	20.3	14.5	21.0	3.2%	44.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(3.8)	(4.1)	27.6	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	391.0	523.4	628.3	60.7%	20.0%
Provisión para Impuestos	114.2	149.5	182.8	60.1%	22.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	276.8	373.8	445.5	60.9%	19.2%
Participación Minoritaria	0.6	1.2	(1.5)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	276.3	372.6	447.1	61.8%	20.0%
Margen Neto	25.0%	33.0%	33.4%	8.4pp	0.4pp
UPA	0.691	0.931	1.118	61.8%	20.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,778.2	3,775.0	2,761.7	-0.6%	-26.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,031.5	2,884.8	1,916.4	-5.7%	-33.6%
Activos No Circulantes	9,172.9	9,314.6	9,286.5	1.2%	-0.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,360.6	2,419.6	2,441.6	3.4%	0.9%
Activos Intangibles (Neto)	6,281.6	6,324.4	6,320.3	0.6%	-0.1%
Activo Total	11,951.1	13,089.6	12,048.2	0.8%	-8.0%
Pasivo Circulante	967.4	1,037.4	883.0	-8.7%	-14.9%
Deuda de Corto Plazo	47.4	46.5	49.7	4.9%	6.9%
Proveedores	292.8	295.8	270.6	-7.6%	-8.5%
Pasivo a Largo Plazo	5,662.3	5,720.1	5,732.9	1.2%	0.2%
Deuda de Largo Plazo	4,682.1	4,654.8	4,648.8	-0.7%	-0.1%
Pasivo Total	6,629.7	6,757.6	6,615.9	-0.2%	-2.1%
Capital Contable	5,321.3	6,332.1	5,432.3	2.1%	-14.2%
Participación Minoritaria	68.9	90.3	108.0	56.9%	19.6%
Capital Contable Mayoritario	5,252.5	6,241.7	5,324.3	1.4%	-14.7%
Pasivo y Capital	11,951.1	13,089.6	12,048.2	0.8%	-8.0%
Deuda Neta	2,698.0	1,816.5	2,782.1	3.1%	53.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,125.3		
Flujos generado en la Operación	(164.0)	358.2	538.3
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(224.7)	(53.0)	(66.7)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,513.2)	(86.1)	(1,440.0)
Incremento (disminución) efectivo	(776.6)	219.2	(968.4)

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

PINFRA * (Compra, PO 2016 \$243.00)
Crecimientos de doble dígito, mejor a lo esperado

José Itzamna Espitia Hernández
 26 de julio de 2016

Pinfra reportó sólidos crecimientos en sus resultados del 2T16: Ingresos +4.7% a P\$2,756m, Utilidad Operativa +19.5% a P\$1,524m, Ebitda +19.2% a P\$1,609m y Utilidad Neta Mayoritaria +11.0% a P\$1,206m. Los resultados operativos del 2T16 de la compañía estuvieron por arriba de lo esperado y se presentó una mejor rentabilidad en Ebitda.

Pinfra presentó un avance en sus ingresos consolidados de 4.7% derivado del alza de 7.7% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (contribución de 48.5% en el total de ingresos U12m), un aumento de 21.7% en los ingresos de Plantas (peso de 5.0%) y una ligera alza de 0.5% en el segmento de Construcción (pesa 46.5%).

La Utilidad de Operación se incrementó en 19.5% vs. el 2T15, colocándose en P\$1,524m, con un aumento en el margen de operación de 6.8pp, ubicándose en 55.3%. Por otro lado, el Ebitda generado por la compañía tuvo un crecimiento de 19.2% A/A, ubicándose en P\$1,609m, con una alza en el margen de 7.1pp, con lo cual finalizó en 58.4%. Lo anterior se debió a un decremento en el costo de ventas (45.3% como porcentaje de ingresos vs. 52.5% en el 2T15) por el ajuste de los proyectos de construcción. Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Concesiones +6.1%, Plantas +60.5% y Construcción +59.0%.

La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$1,206m, siendo 11.0% mayor en comparación con el 2T15. Lo anterior se debió a los crecimientos en los resultados operativos y a un beneficio en el resultado integral de financiamiento de P\$31m, en comparación con la pérdida en el 2T15 de P\$59m, que fueron parcialmente compensados por mayores impuestos (+121% vs. 2T15).

PINFRA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	2,631	2,756	4.7%	2,773	-0.6%
Utilidad de Operación	1,275	1,524	19.5%	1,359	12.1%
Ebitda	1,350	1,609	19.2%	1,445	11.4%
Utilidad Neta	1,086	1,206	11.0%	1,134	6.4%
Márgenes					
Margen Operativo	48.4%	55.3%	6.8pp	49.0%	6.3pp
Margen Ebitda	51.3%	58.4%	7.1pp	52.1%	6.3pp
Margen Neto	41.3%	43.8%	2.5pp	40.9%	2.9pp
UPA	\$2.536	\$2.807	10.7%	\$2.639	6.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,631.3	2,728.8	2,755.7	4.7%	1.0%
Costo de Ventas	1,381.3	1,336.2	1,248.9	-9.6%	-6.5%
Utilidad Bruta	1,250.0	1,392.5	1,053.1	-15.8%	-24.4%
Gastos Generales	(24.7)	(16.9)	(16.9)	-31.5%	-0.2%
Utilidad de Operación	1,274.7	1,409.4	1,523.7	19.5%	8.1%
Margen Operativo	48.4%	51.7%	55.3%	6.8pp	3.6pp
Depreciación Operativa	75.1	83.3	85.5	13.8%	2.7%
EBITDA	1,349.8	1,492.7	1,609.2	19.2%	7.8%
Margen EBITDA	51.3%	54.7%	58.4%	7.1pp	3.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	58.7	145.1	(30.1)	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	111.1	94.3	112.0	0.8%	18.7%
Intereses Ganados	77.0	61.6	78.6	2.2%	27.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(64.0)	(58.6)	(67.8)	6.0%	15.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	39.4	(53.7)	131.3	233.1%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	79.8	122.6	112.7	41.2%	-8.1%
Utilidad antes de Impuestos	1,295.8	1,386.9	1,666.5	28.6%	20.2%
Provisión para Impuestos	208.9	344.5	460.7	120.5%	33.7%
Operaciones Discontinuadas	(0.4)	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	1,086.5	1,042.4	1,205.4	10.9%	15.6%
Participación Minoritaria	0.1	0.1	0.1	3.6%	47.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,086.4	1,042.3	1,205.6	11.0%	15.7%
Margen Neto	41.3%	38.2%	43.8%	2.5pp	5.6pp
UPA	2.536	2.427	2.807	10.7%	15.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	11,011.2	11,141.1	13,664.8	24.1%	22.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	9,505.3	9,266.2	12,486.7	31.4%	34.8%
Activos No Circulantes	18,679.7	20,940.0	21,612.7	15.7%	3.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	755.2	844.5	867.2	14.8%	2.7%
Activos Intangibles (Neto)	13,833.2	15,490.8	16,311.6	17.9%	5.3%
Activo Total	29,691.0	32,081.1	35,277.5	18.8%	10.0%
Pasivo Circulante	2,867.2	2,947.0	2,938.0	2.5%	-0.3%
Deuda de Corto Plazo	552.0	984.1	971.5	76.0%	-1.3%
Proveedores	118.7	144.5	193.5	62.9%	33.9%
Pasivo a Largo Plazo	6,145.4	5,262.1	7,259.8	18.1%	38.0%
Deuda de Largo Plazo	5,939.4	5,255.1	7,252.9	22.1%	38.0%
Pasivo Total	9,012.6	8,209.1	10,197.9	13.2%	24.2%
Capital Contable	20,678.4	23,872.0	25,079.6	21.3%	5.1%
Participación Minoritaria	4.4	4.6	4.8	7.2%	3.1%
Capital Contable Mayoritario	20,673.9	23,867.4	25,074.9	21.3%	5.1%
Pasivo y Capital	29,691.0	32,081.1	35,277.5	18.8%	10.0%
Deuda Neta	(3,013.8)	(3,027.0)	(3,262.4)	8.2%	7.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,030.5		
Flujos generado en la Operación	364.7	552.4	918.4
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,056.6)	(252.8)	(2,805.5)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(996.7)	(221.8)	1,968.8
Incremento (disminución) efectivo	342.0	(483.0)	2,220.5

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

RASSINI A (Compra, PO 2016 \$47.00)
Otro trimestre de nuevos máximos a nivel operativo

Contrato extraordinario, solidez de la demanda en NAFTA, y contratos nuevos impulsan el negocio de suspensiones. Las suspensiones en NAFTA incrementaron su volumen 16.3% A/A (3.7x el crecimiento de la producción de vehículos en la región), debido a un incremento en muelles de 17.5%, en tanto que los resorte helicoidales crecieron 10.4%. Por otra parte, la división de frenos creció su volumen 4.3%, mientras que el negocio en Brasil observó una contracción en el volumen de producción de 16.4%.

Los ingresos alcanzan la cifra histórica de P\$4,000m. De nueva cuenta, las ventas de Rassini alcanzaron un nuevo máximo histórico, al incrementarse interanualmente 25.3% a P\$4,000m. Dicha cifra se debió a un mayor volumen de venta en conjunción con la creciente contribución de piezas de mayor valor agregado. Las suspensiones en NAFTA incrementaron sus ventas 33.8% a P\$2,442m (61% del total de ingresos), mientras que los discos de freno lo hicieron 25.3% para alcanzar P\$1,247m (31% de las ventas). Finalmente, los ingresos en Brasil que representaron el 8% del total de la compañía, cayeron 16.4%.

Mejor mezcla de ventas impulsa fuertemente la rentabilidad. El EBITDA de Rassini creció 48.8% A/A a P\$808m, alcanzando un nuevo máximo histórico que resultó muy por encima de nuestro estimado de P\$660m y de P\$695m del consenso de Bloomberg. La expansión en la rentabilidad de 3.2pp, para ubicar su margen EBITDA en 20.2%, se debió a una mezcla de ventas más favorable, en conjunción con un mayor apalancamiento operativo.

A pesar de una mayor carga financiera y fiscal, la utilidad neta creció 53.2%. La utilidad neta de la compañía creció interanualmente 53.2% a P\$351m, muy por encima de nuestro estimado de P\$317m, como resultado de la mejor rentabilidad que contrarrestó un mayor pago por intereses y de impuestos.

RASSINI – Resultados 2T16
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	3,192	4,000	25.3%	3,880	3.1%
Utilidad de Operación	366	601	64.1%	492	22.2%
Ebitda	543	808	48.8%	660	22.4%
Utilidad Neta	229	351	53.2%	317	10.8%
Márgenes					
Margen Operativo	11.5%	15.0%	3.6pp	12.7%	2.3pp
Margen Ebitda	17.0%	20.2%	3.2pp	17.0%	3.2pp
Margen Neto	7.2%	8.8%	1.6pp	8.2%	0.6pp
UPA	\$0.716	\$1.097	53.2%	\$0.990	10.8%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,192.4	3,809.2	4,000.1	25.3%	5.0%
Costo de Ventas	2,457.2	2,963.1	3,123.2	27.1%	5.4%
Utilidad Bruta	735.3	846.1	876.9	19.3%	3.6%
Gastos Generales	219.8	274.1	288.6	31.3%	5.3%
Utilidad de Operación	366.0	575.2	600.7	64.1%	4.4%
Margen Operativo	11.5%	15.1%	15.0%	3.6pp	(0.1pp)
Depreciación Operativa	149.6	174.0	184.7	23.5%	6.2%
EBITDA	543.0	779.0	808.0	48.8%	3.7%
Margen EBITDA	17.0%	20.5%	20.2%	3.2pp	(0.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(63.7)	(9.3)	(85.6)	34.2%	>500%
Intereses Pagados	66.5	71.5	81.8	22.8%	14.3%
Intereses Ganados	6.7	1.4	1.1	-83.8%	-23.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(3.9)	60.8	(4.9)	24.5%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.7	7.7	13.5	74.9%	75.3%
Utilidad antes de Impuestos	310.0	573.7	528.7	70.6%	-7.8%
Provisión para Impuestos	91.1	77.4	188.2	106.6%	143.0%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	218.9	496.2	340.5	55.6%	-31.4%
Participación Minoritaria	(10.4)	(6.1)	(10.8)	3.9%	77.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	229.3	502.3	351.3	53.2%	-30.1%
Margen Neto	7.2%	13.2%	8.8%	1.6pp	(4.4pp)
UPA	0.716	1.569	1.097	53.2%	-30.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	3,705.2	4,084.9	4,285.9	15.7%	4.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,026.3	1,178.8	975.2	-5.0%	-17.3%
Activos No Circulantes	7,573.1	8,221.4	8,937.1	18.0%	8.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,311.8	6,982.3	7,627.3	20.8%	9.2%
Activos Intangibles (Neto)	510.6	182.5	175.5	-65.6%	-3.8%
Activo Total	11,278.3	12,306.4	13,223.0	17.2%	7.4%
Pasivo Circulante	4,372.6	4,468.1	5,146.2	17.7%	15.2%
Deuda de Corto Plazo	1,261.9	1,201.8	1,385.9	9.8%	15.3%
Proveedores	2,081.5	2,258.9	2,603.5	25.1%	15.3%
Pasivo a Largo Plazo	3,370.1	3,290.0	3,315.5	-1.6%	0.8%
Deuda de Largo Plazo	1,811.0	1,498.2	1,456.6	-19.6%	-2.8%
Pasivo Total	7,742.7	7,758.1	8,461.6	9.3%	9.1%
Capital Contable	3,535.6	4,548.3	4,761.4	34.7%	4.7%
Participación Minoritaria	(10.4)	(6.1)	(10.8)	3.9%	77.2%
Capital Contable Mayoritario	3,314.3	4,374.8	4,568.1	37.8%	4.4%
Pasivo y Capital	11,278.3	12,306.4	13,223.0	17.2%	7.4%
Deuda Neta	2,046.6	1,521.1	1,867.3	-8.8%	22.8%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	492.7	463.8	518.1
Flujos generado en la Operación	(6.4)	561.9	612.7
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(138.7)	(208.6)	(224.7)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(137.4)	(152.5)	(734.2)
Incremento (disminución) efectivo	210.2	664.6	171.9

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SORIANA B (Compra, PO 2016 P\$50.00)
CCM y Falabella seguirán impulsando resultados

Marisol Huerta Mondragón
 27 de julio de 2016

Reporte positivo. Soriana reportó resultados positivos, en línea con nuestras expectativas a nivel operativo y mejor a nivel neto. Durante el 2T16 los ingresos del trimestre crecieron 36.9% al sumar P\$36,892m, impulsados por el crecimiento de 6.9% en VMT (6.5%e), aunado a la incorporación de las tiendas de Comercial Mexicana (CCM) y la correcta implementación de la campaña de “Julio Regalado” en todas sus tiendas. Durante el 2T16 el margen bruto presentó un incremento de 160pb a 22.4% desde 20.8%. Lo anterior debido a la integración de Comercial Mexicana y mejores condiciones comerciales. Por su parte, los gastos presentaron una baja de 20pb como porcentaje de las ventas, mostrando una reducción en electricidad y en gasto de tiendas como efecto de la generación de sinergias. Derivado de lo anterior, el flujo operativo EBITDA durante el trimestre se ubicó en P\$2,993m reportando un avance de 71.9% (vs 66.6%e), y un margen Ebitda de 8.1% con una expansión de 170pb. La utilidad neta presentó un avance de 29%, lo anterior como resultado de un mayor costo financiero ante el incremento de la deuda por la adquisición de CCM y mayores pérdidas cambiarias.

Reiteramos a la emisora en nuestra lista de emisoras favoritas para 2016. Nos mantenemos optimistas de los beneficios en rentabilidad que se logrará con las unidades de Comercial Mexicana, CCM. Esperamos un avance en margen de Ebitda de 100pb a 7.8%, dado que las tiendas adquiridas son más rentables y los beneficios que logrará por mejores acuerdos comerciales. Adicionalmente, se tienen los beneficios que logrará con Falabella al incursiona en un nuevo segmento de negocio comercial (mejoramiento y construcción del hogar), con amplias oportunidades de crecimiento en México. **Reiteramos nuestro PO2016 en P\$50.00 y recomendación de COMPRA.**

SORIANA – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estím.
Ventas	26,949	36,892	36.9%	37,250	-1.0%
Utilidad de Operación	1,203	2,104	74.9%	2,138	-1.6%
Ebitda	1,741	2,993	71.9%	2,883	3.8%
Utilidad Neta	771	995	29.0%	910	9.3%
Márgenes					
Margen Operativo	4.5%	5.7%	1.2pp	5.7%	0.0pp
Margen Ebitda	6.5%	8.1%	1.7pp	7.7%	0.4pp
Margen Neto	2.9%	2.7%	-0.2pp	2.4%	0.3pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	26,948.8	34,793.2	36,892.4	36.9%	6.0%
Costo de Ventas	21,346.1	27,250.6	28,647.0	34.2%	5.1%
Utilidad Bruta	5,602.7	7,542.6	8,245.5	47.2%	9.3%
Gastos Generales	4,418.7	5,975.6	6,144.0	39.0%	2.8%
Utilidad de Operación	1,202.8	1,595.1	2,103.6	74.9%	31.9%
Margen Operativo	4.5%	4.6%	5.7%	1.2pp	1.1pp
Depreciación Operativa	538.1	887.4	891.7	65.7%	0.5%
EBITDA	1,740.9	2,482.5	2,993.2	71.9%	20.6%
Margen EBITDA	6.5%	7.1%	8.1%	1.7pp	1.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(54.1)	(385.7)	(504.7)	>500%	30.9%
Intereses Pagados	8.3	429.7	322.5	>500%	-24.9%
Intereses Ganados	33.1	82.1	47.2	42.5%	-42.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(57.0)		(135.7)	138.0%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(21.9)	(38.1)	(93.8)	327.6%	146.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	16.0	24.2	22.6	41.0%	-6.4%
Utilidad antes de Impuestos	1,164.7	1,233.6	1,621.4	39.2%	31.4%
Provisión para Impuestos	393.6	444.9	621.9	58.0%	39.8%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	771.1	788.7	999.5	29.6%	26.7%
Participación Minoritaria		18.6	4.9	N.A.	-73.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	771.1	770.1	994.6	29.0%	29.2%
Margen Neto	2.9%	2.2%	2.7%	(0.2pp)	0.5pp
UPA	0.428	0.428	0.553	29.0%	29.2%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	22,684.3	31,736.6	34,863.3	53.7%	9.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	983.0	1,845.7	3,150.8	220.5%	70.7%
Activos No Circulantes	55,875.3	89,885.1	91,166.9	63.2%	1.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	43,891.3	69,876.8	70,633.8	60.9%	1.1%
Activos Intangibles (Neto)	11,020.6	18,789.6	19,623.8	78.1%	4.4%
Activo Total	78,559.7	121,621.6	126,030.2	60.4%	3.6%
Pasivo Circulante	18,242.6	26,534.4	31,894.6	74.8%	20.2%
Deuda de Corto Plazo		2,387.7	1,988.0	N.A.	-16.7%
Proveedores	16,506.0	22,055.3	27,871.9	68.9%	26.4%
Pasivo a Largo Plazo	12,365.2	44,595.3	42,218.8	241.4%	-5.3%
Deuda de Largo Plazo		33,252.3	31,291.0	N.A.	-5.9%
Pasivo Total	30,607.8	71,129.6	74,113.4	142.1%	4.2%
Capital Contable	47,951.9	50,492.0	51,916.8	8.3%	2.8%
Participación Minoritaria		18.6	4.9	N.A.	-73.6%
Capital Contable Mayoritario	47,951.9	50,917.4	51,666.4	7.7%	1.5%
Pasivo y Capital	78,559.7	121,621.6	126,030.2	60.4%	3.6%
Deuda Neta	(983.0)	31,406.6	28,140.2	N.A.	-10.4%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes					
Flujo neto de efectivo de Actividades de Operación	1,958.1	(1,356.9)	5,625.4		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(148.2)	(34,319.5)	(1,735.4)		
Flujo Neto de actividades de financiamiento	(1,965.9)	14,847.0	(2,584.9)		
Incremento (disminución) efectivo	(155.9)	(20,829.4)	1,305.2		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SPORT S (Mantener, PO 2016 \$19.00)
Mayores gastos en clubes presionan márgenes

Valentín III Mendoza Balderas
 19 de julio de 2016

Crece 13.2% los clientes activos. La compañía concluyó el 2T16 con 69,230 usuarios activos. Los usuarios en clubes maduros alcanzaron 63,623 usuarios (4% A/A), mientras que las recientes aperturas observaron un sólido dinamismo, añadiendo 5,607 usuarios. A lo anterior se suma la tasa de deserción que logró llevarse al mínimo histórico de 2%, como resultado de las estrategias implementadas.

Los ingresos por patrocinios y programas especializados crecen fuertemente. Contrario a la tendencia observada en el 1T16, durante el trimestre este rubro creció 14.4%, para ubicarse en P\$48.2m, gracias a una mayor venta de programas deportivos. Por su parte, los ingresos por membresías y cuotas de mantenimiento aumentaron 18.1% a P\$290.8m mientras que las ventas totales sumaron P\$339m.

Contrario a nuestra expectativa, se deterioró la rentabilidad. Adicionalmente al crecimiento natural de los gastos de operación de clubes por la apertura de cuatro nuevas unidades (vs 2T15), la compañía invirtió más recursos de lo que estimábamos para ello, como resultado de la implementación de la nueva estrategia corporativa enfocada en el servicio al cliente. Así, los gastos de operación se incrementaron interanualmente 20.8% (3.3pp por arriba del crecimiento de las ventas a P\$251m). Derivado de esta iniciativa se observó un impacto en la rentabilidad. El EBITDA creció 14.2% a P\$52m pero con una contracción de 0.5pp en el margen EBITDA que cayó a 15.3%.

Cae la utilidad neta. La compañía reportó un beneficio neto de P\$3m (-22.5% A/A) debido a una menor utilidad de operación (-13.9% A/A), la cual a su vez, se vio afectada por una depreciación más acelerada.

Bajamos nuestro PO2016 a P\$19.00 desde P\$22.40 y reiteramos MANTENER. Este precio implica un múltiplo objetivo FV/EBITDA 2016E de 8.9x.

SPORT – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	288	339	17.6%	334	1.6%
Utilidad de Operación	13	11	-13.9%	16	-31.8%
Ebitda	46	52	14.2%	54	-4.4%
Utilidad Neta	4	3	-22.5%	5	-41.7%
Márgenes					
Margen Operativo	4.5%	3.3%	-1.2pp	4.9%	-1.6pp
Margen Ebitda	15.8%	15.3%	-0.5pp	16.3%	-1.0pp
Margen Neto	1.4%	0.9%	-0.5pp	1.6%	-0.7pp
UPA	\$0.050	\$0.039	-22.5%	\$0.066	-41.7%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	288.4	314.9	339.0	17.6%	7.6%
Costo de Ventas				N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	288.4	314.9	339.0	17.6%	7.6%
Gastos Generales	275.4	306.5	327.8	19.0%	7.0%
Utilidad de Operación	13.0	8.5	11.2	-13.9%	32.0%
Margen Operativo	4.5%	2.7%	3.3%	(1.2pp)	0.6pp
Depreciación Operativa	32.6	36.7	40.8	25.3%	11.2%
EBITDA	45.5	45.2	52.0	14.2%	15.1%
Margen EBITDA	15.8%	14.3%	15.3%	(0.5pp)	1.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(7.5)	(5.9)	(6.7)	-9.9%	14.3%
Intereses Pagados	7.8	7.2	7.1	-8.9%	-1.0%
Intereses Ganados	0.3	1.7	0.8	136.1%	-54.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(0.0)	(0.4)	(0.4)	>500%	4.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	5.5	2.6	4.4	-19.3%	72.8%
Provisión para Impuestos	1.4	0.7	1.2	-9.8%	72.9%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	4.1	1.8	3.2	-22.5%	72.8%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	4.1	1.8	3.2	-22.5%	72.8%
Margen Neto	1.4%	0.6%	0.9%	(0.5pp)	0.4pp
UPA	0.050	0.022	0.039	-22.5%	72.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	144.3	219.1	132.0	-8.5%	-39.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	44.6	131.6	24.4	-45.3%	-81.4%
Activos No Circulantes	1,324.3	1,419.5	1,418.7	7.1%	-0.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,118.6	1,174.7	1,191.8	6.5%	1.5%
Activos Intangibles (Neto)	62.6	8.9	12.1	-80.7%	35.1%
Activo Total	1,468.6	1,638.6	1,550.8	5.6%	-5.4%
Pasivo Circulante	328.2	446.7	398.2	21.3%	-10.8%
Deuda de Corto Plazo	77.1	150.1	171.8	122.9%	14.4%
Proveedores	101.2	278.5	88.7	-12.3%	-68.1%
Pasivo a Largo Plazo	292.9	331.6	289.3	-1.2%	-12.8%
Deuda de Largo Plazo	280.9	331.6	289.3	3.0%	-12.8%
Pasivo Total	621.1	778.3	687.5	10.7%	-11.7%
Capital Contable	847.5	860.2	863.3	1.9%	0.4%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	847.5	860.2	863.3	1.9%	0.4%
Pasivo y Capital	1,468.6	1,638.6	1,550.8	5.6%	-5.4%
Deuda Neta	313.3	336.3	423.1	35.0%	25.8%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	38.1	62.9	11.6
Flujos generado en la Operación	(24.8)	62.9	11.6
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(89.4)	(48.1)	(61.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	46.5	(22.1)	(30.8)
Incremento (disminución) efectivo	(29.7)	55.6	(69.3)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

TLEVISA CPO (Compra, PO 2016 \$106.00)
Recorte de gastos da un impulso a los márgenes

Manuel Jiménez Zaldivar
 6 de julio de 2016

Sólido crecimiento en ventas y en EBITDA confirma una perspectiva positiva. La empresa reportó un crecimiento en ingresos en todos los segmentos de negocios con lo que las ventas consolidadas ascendieron a P\$23,524m lo que representó un incremento anual del 12.1% y un monto 3% superior a nuestro estimado. Como en otros trimestres, los negocios de TV de paga y de Telecomunicaciones fueron los principales motores de crecimiento en los ingresos consolidados. Sin embargo, en este trimestre, el segmento de Contenidos también contribuyó con un incremento de 2.1% en las ventas de publicidad.

El margen de EBITDA consolidado aumentó 50pb a 38.8%. La empresa implementó un agresivo programa de eficiencias operativas lo que ayudó a compensar el efecto de la depreciación cambiaria sobre los costos de programación. Televisa reportó un EBITDA de P\$9,128m representando un aumento anual del 13.7%. Debajo del EBITDA la empresa reportó un incremento sustancial en otros gastos a P\$699m por las indemnizaciones relacionadas con despidos de personal y mayores gastos de asesoría financiera.

Mayores costos financieros por intereses pagados. Televisa reportó un aumento del 6.4% en los gastos financieros principalmente por un incremento de 30.7% en los intereses pagados debido a un mayor nivel de deuda (+41.3%). La empresa reportó una utilidad neta mayoritaria de P\$1,416m, es decir, un incremento anual de 6.6%.

Nuevos estimados 2016. Al incorporar los resultados del 2T16, nuestro estimados para el resto del año son: Ventas +8.6%, EBITDA +8.2%, margen de EBITDA 38.2% con un capex de US\$1,150m. Nuestro precio objetivo de P\$106 implica un múltiplo FV/EBITDA 2016 de 10.6x en línea con el múltiplo U12m.

TLEVISA – Resultados 2T16
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	20,986	23,523	12.1%	22,828	3.0%
Utilidad de Operación	4,221	4,154	-1.6%	4,290	-3.2%
Ebitda	8,031	9,128	13.7%	8,634	5.7%
Utilidad Neta	1,329	1,416	6.6%	1,073	31.9%
Márgenes					
Margen Operativo	20.1%	17.7%	-2.5pp	18.8%	-1.1pp
Margen Ebitda	38.3%	38.8%	0.5pp	37.8%	1.0pp
Margen Neto	6.3%	6.0%	-0.3pp	4.7%	1.3pp
UPA	\$0.46	\$0.48	5.4%	\$0.37	30.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% AJA	% T/T
Ventas Netas	20,985.7	21,741.0	23,523.5	12.1%	8.2%
Costo de Ventas	11,178.2	12,146.2	12,715.4	13.8%	4.7%
Utilidad Bruta	9,807.5	9,594.8	10,808.1	10.2%	12.6%
Gastos Generales	5,388.8	5,790.5	5,954.9	10.5%	2.8%
Utilidad de Operación	4,220.9	3,309.1	4,153.9	-1.6%	25.5%
Margen Operativo	20.1%	15.2%	17.7%	(2.5pp)	2.4pp
Depreciación Operativa	3,612.8	4,009.9	4,274.9	18.3%	6.6%
EBITDA	8,031.4	7,814.1	9,128.1	13.7%	16.8%
Margen EBITDA	38.3%	35.9%	38.8%	0.5pp	2.9pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,760.7)	(2,008.6)	(1,873.2)	6.4%	-6.7%
Intereses Pagados	1,530.4	1,983.3	2,000.7	30.7%	0.9%
Intereses Ganados	320.2	308.1	579.4	80.9%	88.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	133.4	(102.9)	(36.4)	-127.3%	-64.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(683.9)	(230.4)	(415.5)	-39.2%	80.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	50.4	186.3	340.4	575.7%	82.8%
Utilidad antes de Impuestos	2,510.6	1,486.8	2,621.2	4.4%	76.3%
Provisión para Impuestos	761.2	505.5	855.4	12.4%	69.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,749.4	981.3	1,765.8	0.9%	79.9%
Participación Minoritaria	420.7	380.8	349.9	-16.8%	-8.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,328.7	600.4	1,415.9	6.6%	135.8%
Margen Neto	6.3%	2.8%	6.0%	(0.3pp)	3.3pp
UPA	0.459	0.208	0.484	5.4%	133.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	67,595.9	92,016.8	87,718.5	29.8%	-4.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	35,326.3	53,565.2	47,352.6	34.0%	-11.6%
Activos No Circulantes	173,175.8	195,104.6	202,509.9	16.9%	3.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	67,902.3	78,390.3	80,960.7	19.2%	3.3%
Activos Intangibles (Neto)	36,744.5	23,638.0	23,356.9	-36.4%	-1.2%
Activo Total	240,771.7	287,121.4	290,228.4	20.5%	1.1%
Pasivo Circulante	41,520.7	50,482.2	46,230.6	11.3%	-8.4%
Deuda de Corto Plazo	553.8	2,384.9	2,551.5	360.7%	7.0%
Proveedores	19,941.0	43,890.3	39,460.1	97.9%	-10.1%
Pasivo a Largo Plazo	107,710.1	140,906.8	146,012.2	35.6%	3.6%
Deuda de Largo Plazo	89,915.5	121,794.3	125,740.0	39.8%	3.2%
Pasivo Total	149,230.9	191,389.0	192,242.8	28.8%	0.4%
Capital Contable	91,540.9	95,732.4	97,985.6	7.0%	2.4%
Participación Minoritaria	420.7	380.8	349.9	-16.8%	-8.1%
Capital Contable Mayoritario	79,739.4	83,672.1	85,387.9	7.1%	2.1%
Pasivo y Capital	240,771.7	287,121.4	290,228.4	20.5%	1.1%
Deuda Neta	55,143.1	70,614.0	80,790.4	46.5%	14.4%

Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	6.7	4.2	126.1		
Flujos generado en la Operación	(3,760.1)	2,945.1	8,315.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(5,695.0)	(8,285.3)	(6,837.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,310.6)	669.5	(3,045.6)		
Incremento (disminución) efectivo	(12,758.9)	(4,666.6)	(1,441.5)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

WALMEX * (Compra, PO 2016 \$48.00)

La rentabilidad sigue en aumento

Estrategia comercial soporta buen crecimiento en los ingresos. Los ingresos crecieron 11.5% a P\$127,547m como resultado de un sólido aumento en las VMT y de tiendas nuevas, tanto de México como de CA. Los ingresos en México se incrementaron 8.9% A/A, y en Centroamérica 24.9%, beneficiado por el efecto de conversión cambiaria. Las ventas crecieron en todos los formatos de México, resaltando Suburbia, Superama y Sam's, que lo hicieron por encima del crecimiento agregado. Es positivo observar que la recuperación en Sam's continúa de la mano de la nueva estrategia del formato, dando un impulso adicional a los resultados (los cuales superaron a los de la ANTAD), en conjunto con los negocios de moda y alta gama.

Se logró sostener el margen bruto alcanzando en el trimestre anterior. A pesar de que en el trimestre anterior la rentabilidad de Walmex se benefició por algunos incidentes no recurrentes, durante el 2T16 la compañía fue capaz de sostener el margen bruto alcanzado en el 1T16 (22%). Este margen representó una expansión interanual de 0.4% y consideramos se debió a un buen manejo de inventarios por parte de la firma, en conjunción con buenas negociaciones de precios con sus proveedores para aprovechar la temporada de verano.

El EBITDA creció más que las ventas a pesar de mayores gastos operativos. El EBITDA de Walmex en el 2T16 fue de P\$11,555m (+12.3% A/A) debido a la mejora en el margen bruto descrita con antelación, la cual contrarrestó los mayores gastos operativos (+13.4%) en los que incurrió la compañía este trimestre por una mayor actividad promocional y el impacto de incendios en un par de tiendas. Así, el margen EBITDA mejoró 0.1pp a 9.1%.

La utilidad neta cayó 9.2% por un ingreso extraordinario en el 2T15. La utilidad neta cayó 9.2% A/A a P\$6,185m como resultado del ingreso extraordinario en el 2T15 por la venta de su negocio bancario.

Valentín III Mendoza Balderas

26 de julio de 2016

WALMEX – Resultados 2T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T15	2T16	Var %	2T16e	Var % vs Estim.
Ventas	114,397	127,547	11.5%	126,608	0.7%
Utilidad de Operación	7,821	8,876	13.5%	8,799	0.9%
Ebitda	10,293	11,555	12.3%	11,675	-1.0%
Utilidad Neta	6,810	6,185	-9.2%	6,218	-0.5%
Márgenes					
Margen Operativo	6.8%	7.0%	0.1pp	7.0%	0.0pp
Margen Ebitda	9.0%	9.1%	0.1pp	9.2%	-0.2pp
Margen Neto	6.0%	4.8%	-1.1pp	4.9%	-0.1pp
UPA	\$0.389	\$0.354	-9.0%	\$0.356	-0.5%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	114,397.5	126,448.2	127,546.9	11.5%	0.9%
Costo de Ventas	89,509.6	98,350.7	99,186.8	10.8%	0.9%
Utilidad Bruta	24,887.9	28,097.5	28,360.1	14.0%	0.9%
Gastos Generales	17,217.8	18,617.8	19,531.7	13.4%	4.9%
Utilidad de Operación	7,820.5	9,568.0	8,875.6	13.5%	-7.2%
Margen Operativo	6.8%	7.6%	7.0%	0.1pp	(0.6pp)
Depreciación Operativa	2,472.4	2,662.2	2,679.7	8.4%	0.7%
EBITDA	10,293.0	12,230.0	11,555.0	12.3%	-5.5%
Margen EBITDA	9.0%	9.7%	9.1%	0.1pp	(0.6pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	9.0	(17.1)	(259.4)	N.A.	>500%
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	163.6	166.5	126.0	-23.0%	-24.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(161.4)	(283.2)	(342.8)	112.4%	21.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	6.8	99.7	(42.5)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	7,829.5	9,550.9	8,616.3	10.0%	-9.8%
Provisión para Impuestos	2,428.8	2,831.6	2,430.2	0.1%	-14.2%
Operaciones Discontinuas	1,410.1			N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	6,810.7	6,719.3	6,186.1	-9.2%	-7.9%
Participación Minoritaria	0.6	1.0	1.0	73.5%	-8.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	6,810.2	6,718.3	6,185.2	-9.2%	-7.9%
Margen Neto	6.0%	5.3%	4.8%	(1.1pp)	(0.5pp)
UPA	0.389	0.385	0.354	-9.0%	-7.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	72,102.7	79,130.9	78,260.8	8.5%	-1.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	18,819.0	21,433.7	17,764.0	-5.6%	-17.1%
Activos No Circulantes	157,802.6	166,876.4	171,631.0	8.8%	2.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	126,357.4	128,802.7	130,705.8	3.4%	1.5%
Activos Intangibles (Neto)	31,018.0	1,408.1	1,558.3	-95.0%	10.7%
Activo Total	229,905.2	246,007.3	249,891.9	8.7%	1.6%
Pasivo Circulante	76,610.6	93,349.0	86,119.5	12.4%	-7.7%
Deuda de Corto Plazo	594.1	566.7	564.0	-5.1%	-0.5%
Proveedores	44,691.8	49,599.2	52,618.8	17.7%	6.1%
Pasivo a Largo Plazo	20,840.6	24,153.0	24,854.4	19.3%	2.9%
Deuda de Largo Plazo	12,480.2	13,070.9	13,654.2	9.4%	4.5%
Pasivo Total	97,451.2	117,502.0	110,973.9	13.9%	-5.6%
Capital Contable	132,454.1	128,505.2	138,917.9	4.9%	8.1%
Participación Minoritaria	0.6	1.0	1.0	73.5%	-8.5%
Capital Contable Mayoritario	132,430.9	128,479.8	138,891.5	4.9%	8.1%
Pasivo y Capital	229,905.2	246,007.3	249,891.9	8.7%	1.6%
Deuda Neta	(5,744.7)	(7,796.2)	(3,545.9)	-38.3%	-54.5%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	10,597.8	8,205.6	7,480.5
Flujos generado en la Operación	519.0	9,624.8	8,752.5
Flujo Neto de Actividades de Inversión	1,630.3	(2,363.7)	(2,346.7)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(14,448.6)	(2,797.5)	(13,848.8)
Incremento (disminución) efectivo	(1,701.5)	12,669.2	37.4

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

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, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín 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
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

Determinación de precios objetivo

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

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

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
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas	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
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800

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 Corporativo y Empresas	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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454