

# WALMEXV

Nota de Empresa

26 de Junio 2013

## Junio positivo, pero trimestre con baja. Revisamos PO 2013

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

**Marisol Huerta Mondragón**  
Comerciales/Alimentos/Bebidas  
Marisol.huerta.mondragon@banorte.com.

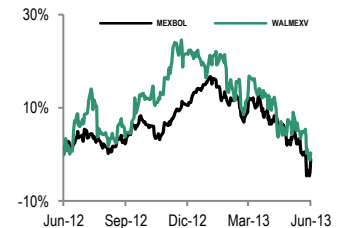
- El miércoles 3 de julio Walmart México y Centroamérica publicará sus Ventas Mismas Tiendas (VMT) correspondientes al mes de junio.
- Pese a que junio pinta para ser positivo (+1.5%) para México, la debilidad de los meses previos (abril -3.6%, mayo -2.4%) arrojará para el 2T13 una caída en VMT de -1.3%a/a.
- Contrario a nuestras expectativas de una mejoría para el 2S13, el escenario de corto plazo parece frágil y sin fuerza. Bajamos nuestro PO2013 a P\$40.00 desde P\$43.00, aunque la revisamos a COMPRA.

### MANTENER

Precio Actual	P\$34.53
PO2013	P\$40.00
Dividendo	P\$0.92
Máximo - Mínimo 12m	33.79 - 43.2
Valor de Mercado (US\$m)	46,451
Acciones circulación (m)	17,220
Flotante	36%
Operatividad Diaria (P\$m)	600.0

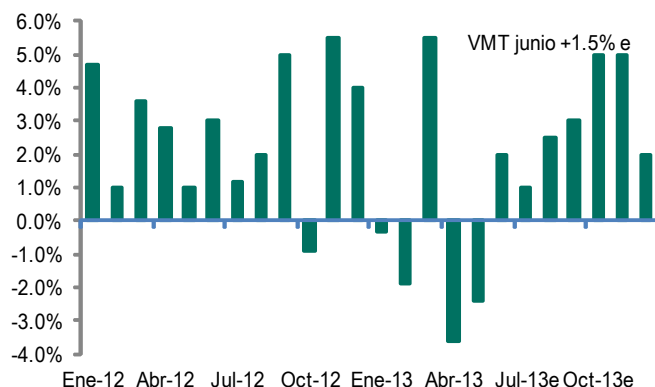
El pobre escenario del 2T13 podría extenderse hasta el 3T13. A pesar de que nuestros economistas anticipaban una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana durante la primera mitad del año con una mejoría hacia la segunda mitad, los datos publicados hasta ahora les sugieren que dicha desaceleración será mayor a la originalmente proyectada, motivo por el cual recientemente han hecho una revisión en el crecimiento del PIB para este año de 3.0% a 2.7%. Ante un menor dinamismo económico que implica una moderación en el gasto de las familias, menores niveles de empleo y un debilitamiento de la confianza del consumidor, es que revisamos nuestras expectativas de crecimiento para Walmex durante 2013.

### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)

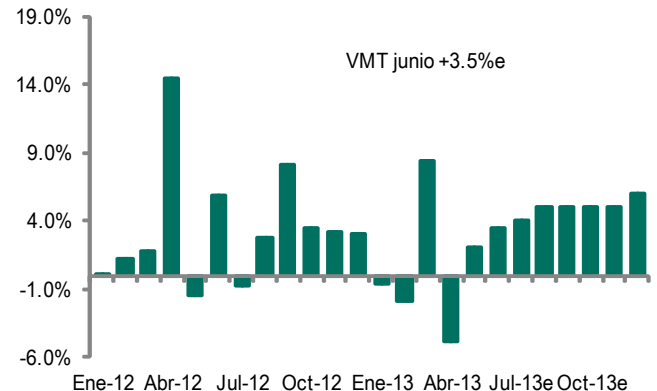


Bajamos PO2013, subimos recomendación a COMPRA. Derivado del menor dinamismo estimado para la economía interna, estamos ajustando nuestro estimado de crecimiento anual en VMT para Walmex en México a sólo 2.0% desde una expectativa optimista en 3.4%; Como efectos colaterales de la baja en ventas y la necesidad de mantenerse competitivo en el mercado en materia de precios, esperamos ahora una modesta erosión en los márgenes

WALMEX: Ventas Mismas Tiendas México



WALMEX: Ventas Mismas Tiendas Centroamérica



Fuente: Banorte-Ixe

de la compañía. Lo anterior nos lleva a modificar nuestro PO 2013 a P\$40.00 desde el previo de P\$43.00.

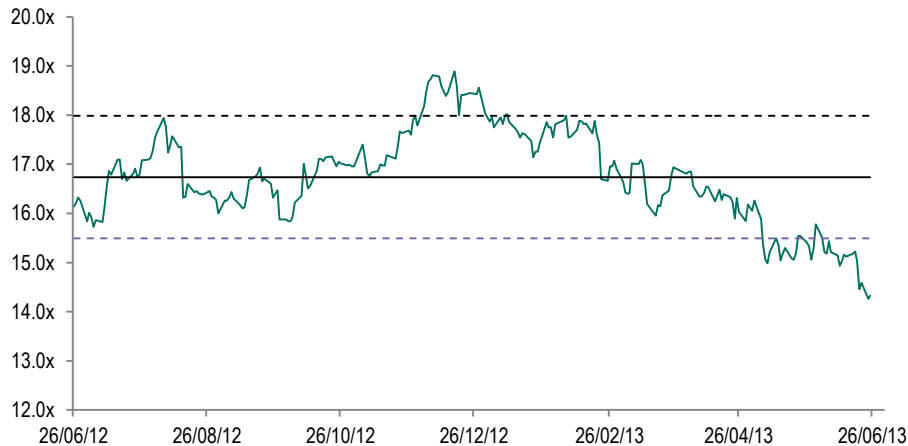
Con base a este nuevo Precio Objetivo la empresa estaría cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 16.6x, lo cual le ubica en línea con el promedio que ha cotizado la empresa en el último año.

En términos de valuación histórica, su cotización actual se muestra atractiva ya que el múltiplo conocido VE/EBITDA de 14.3x se encuentra 15% debajo de su promedio en los últimos 12 meses, lo cual equivale a una diferencia de una desviación estándar.

Creemos que estos niveles de precio en la acción ya han descontado el menor dinamismo en ventas y en utilidades para la compañía durante este año, aún cuando las perspectivas hacia adelante se mantienen positivas. Creemos que ya hay un sobrecastigo en el precio de la acción por lo cuál cambiamos nuestra recomendación desde mantener a COMPRA, con un rendimiento potencia de 15.8%.

**Walmex: FV/EBITDA**

(promedio U12m)



Fuente: Walmex

**Sector:** En contraste a sus comparables, Walmex se sigue cotizando con un premio respecto a las empresas del sector, mismo que se justifica en base a la mayor rentabilidad que sostiene aun considerando una pequeña erosión hacia los próximos meses, así como a su posición libre de deuda.

## COMPARATIVO SECTORIAL

	VE	P/VL	P/U	P/U 2013	P/U 2014	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2013e	VE/EBITDA 2014e	Deuda neta/EBITDA	Margen EBITDAe	Margen Operativoe
<b>México</b>											
Walmex		4.8	26.0x	23.9x	20.9x	14.4x	16.0x	14.3x	-0.4x	9.8%	7.7%
Comerci		1.8	33.2x	26.1x	22.8x	13.9x	13.0x	11.8x	0.8x	8.3%	5.9%
Soriana		1.9	22.2x	19.4x	16.8x	11.1x	11.0x	9.1x	0.4x	7.2%	5.3%
Chedraui		2.0	27.9x	22.7x	19.4x	10.5x	10.4x	9.3x	nd	nd	nd
<b>Promedio</b>			<b>27.3x</b>	<b>23.0x</b>		<b>12.5x</b>	<b>12.6x</b>	<b>11.1x</b>	<b>0.3x</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.3%</b>
<b>Walmex vs promedio</b>			-5%	4%		15%	27%	29%		16%	22%
<b>Estados Unidos</b>											
Walmart Stores		3.5x	14.8x	14.1x	12.9x	8.2x	7.9x	7.5x	1.3x	7.8%	5.9%
Safe Way		1.9x	10.5x	10.4x	9.9x	5.2x	5.3x	5.2x	2.7x	5.0%	2.5%
Whole Foods		5.3x	35.4x	36.4x	30.6x	15.2x	15.3x	12.9x	-0.9x	9.7%	7.1%
<b>Latinoamérica</b>											
Cencosud		1.6x	24.7x	20.9x	16.4x	12.7x	11.5x	10.1x	3.5x	7.9%	6.3%
Falabella		4.3x	33.6x	26.3x	21.4x	24.0x	17.8x	15.0x	4.5x	11.9%	9.6%
Ripley		1.1x	23.0x	16.9x	16.7x	16.2x	12.3x	11.6x	6.7x	7.0%	4.5%
Hering		6.2x	17.2x	15.6x	13.4x	12.2x	10.8x	9.2x	-0.5x	27.2%	25.0%
Lojas Renner		6.2x	24.0x	19.2x	16.2x	11.0x	10.9x	9.1x	1.0x	20.7%	17.1%
Pao de Azucar		2.8x	22.7x	20.6x	17.1x	8.6x	7.9x	6.8x	1.1x	7.2%	5.6%
Natura		23.2x	24.3x	20.8x	18.3x	14.3x	12.4x	10.9x	0.7x	23.4%	21.0%
Éxito		1.8x	28.6x	26.7x	24.3x	14.0x	11.2x	10.6x	nd	nd	4.8%
<b>Promedio</b>			<b>23.5x</b>	<b>20.7x</b>		<b>12.9x</b>	<b>11.2x</b>	<b>9.9x</b>	<b>2.0x</b>	<b>12.8%</b>	<b>0.1x</b>

Fuente: Bloomber, estimaciones Banorte-Ixe

**Sobre las ventas de junio.** Las Ventas totales (VT) y Ventas Mismas Tiendas (VMT) correspondientes a junio se darán a conocer el 3 de julio al cierre de mercado. Estimamos que las VMT en el mercado mexicano regresen a terreno positivo —tras dos meses consecutivos de mostrar variaciones negativas— con un crecimiento de +1.5% a/a. Creemos que los datos de Walmex para junio serán favorecida más por el efecto positivo de un domingo de más, en medio de un entorno donde prevalece la debilidad del consumo. Para el dato de ventas totales en México, anticipamos una expansión de alrededor del 4.9% impulsadas por las aperturas realizadas durante los últimos 12 meses. En Centroamérica esperamos un desempeño positivo (+3.5% VMT), con los temas ya conocidos de mejoras en logística y sistemas que han permitido un mejor manejo de inventarios soportando esta mejoría en la facturación.

**Tráfico y Ticket.** Para estos indicadores consideramos que el tráfico se mantendrá en terreno negativo, no hay elementos que nos permitan ver un cambio de tendencia en el consumo, ya que por el contrario las señales macro apuntan a un escenario de debilidad. Factores como la desaceleración de la demanda externa, que ha limitado el desempeño del sector manufacturero, la contracción en el gasto de gobierno y la desaceleración del mercado laboral explican por qué el consumidor se muestra más cauteloso respecto a sus compras.

**Expectativas para el 2T13.** Con dos meses de desempeño en terreno negativo (abril -3.6%, mayo -1.5%e) y la expectativa de crecimiento de +1.5% para 4

junio, la cifra de crecimiento en VMT para el segundo trimestre del año en México se ubica en terreno negativo (-1.3%). En cuanto a las aperturas para el trimestre consideramos 40 unidades. Por su parte Centroamérica registraría en el trimestre un crecimiento marginal de 0.2% en VMT, no obstante la volatilidad cambiaria representaría una baja en las ventas totales. Derivado de lo anterior estimamos que los ingresos totales en el segundo trimestre crecerán 1.2% a/a. Por su parte, la mayor actividad promocional que ha venido realizando la compañía con el fin de mantenerse sólida frente a la competencia consideramos presionará la utilidad de operación, estimamos que el EBITDA se mantenga estable, mientras que el margen podría registrar una baja de 10pb a/a a 9.1%.

#### Walmex- Estimados Resultados 2T13

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %
Ventas	98,506	99,718	1.2%
Utilidad de Operación	6,975	6,899	-1.1%
Ebitda	9,060	9,029	-0.3%
Utilidad Neta	4,936	4,950	0.3%
Margen Operativo	7.1%	6.9%	-0.2pp
Margen Ebitda	9.2%	9.1%	-0.1 pp
UPA	0.28	0.28	0.3%

Estimaciones Banorte-Ixe

**Estimaciones económicas para 2013.** Nuestro equipo de economía modificó el estimado de crecimiento para la economía mexicana en 2013 a 2.7% anual desde un 3.0%. Los datos publicados hasta ahora les sugieren que dicha desaceleración será mayor a la originalmente proyectada por tres factores: a) un menor dinamismo de la demanda externa; b) una reducción en el gasto del gobierno mayor a la esperada y c) la moderación de la demanda interna.

#### Estimaciones económicas

Indicador económico	2012	2013e previo	2013e revisado	2013e revisado
PIB	3.9%	<b>3.0%</b>	<b>2.7%</b>	2.7%
Consumo Privado	3.2%	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	3.6%
Tipo de Cambio peso/dólar. Promedio	13.15	12.87	12.00	12.00
Tasa Desempleo Mex	4.8%	4.2%	4.9%	4.9%
PIB EUA	2.2%	1.8%	2.0%	2.0%
Inflación Mex var anual	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%
Remesas crec anual	4.9%	0.5%	0.5%	0.5%
Inflación EU	2.1%	1.5%	1.4%	1.4%
Tasa Desempleo EU	7.8%	7.0%	7.6%	7.6%

Fuente: Banorte Ixe

Adicionalmente, en el mercado también se han llevado a cabo modificaciones al crecimiento en México y recientemente la Reserva de Estados Unidos también modificó su perspectiva de crecimiento para EU. Derivado de lo anterior es que revisamos nuestras perspectivas de crecimiento para Walmex. Nuestros estimados para el año completo consideran ahora un crecimiento de 3.9% en ingresos, 4.8% en EBITDA (vs 8.5% y 12.6% previos) y un margen de 9.80%, ligeramente menor al del año anterior y contrastando a nuestra estimación previa de 9.92%. Las iniciativas sobre contención de gastos creemos amortiguarán la presión por menores ventas e incremento en mercadotecnia.

**Walmex: Estados Financieros**  
(millones de pesos)

	2012	2013 previo	2013e revisado	% previo	% revisado
Ingresos	418,051	453,604	434,467	8.5%	3.9%
Utilidad Operativa	32,399	36,487	33,780	12.6%	4.3%
EBITDA	40,792	45,009	42,769	10.3%	4.8%
Margen EBITDA	9.76%	9.92%	9.8%		
Utilidad Neta	23,275	24,956	23,447	7.2%	0.7%
Margen Neto	5.57%	6.36%	5.4%		

Fuente: Banorte Ixe

**Subimos a COMPRA.** A pesar del tono negativo de esta última revisión, consideramos que algunas de las variables que motivaron a una revisión a la baja en el crecimiento de la economía tenderán a reactivarse en el corto plazo, como lo es el gasto del gobierno y la posibilidad de que se concreten las reformas estructurales. Lo anterior volverá a dar dinamismo a la economía y con ello se verá impulsada la demanda interna durante la segunda mitad del año. Adicionalmente para 2014 se mantienen las previsiones de crecimiento en niveles arriba de 4% en el PIB. Adicionalmente, creemos que las iniciativas que ha implementado Walmex respecto a fortalecer la estrategia de precios bajos y un mayor enfoque en el consumidor, redundarán en mejores resultados operativos. Derivado de lo anterior nos mantenemos optimistas respecto a WALMEX, y con un rendimiento potencial de 15.8% hacia nuestro nuevo precio objetivo que modificamos nuestra recomendación a COMPRA.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermsillo Bernal, Victor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Juan Ignacio Neri, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte Ixe, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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