

2 de febrero 2018

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

## PRELIMINAR 4T17

### Regresa el crecimiento

Reporte Especial

- **Contrario a lo observado en el trimestre previo, las empresas podrían registrar un avance en sus resultados operativos lo que en combinación con menores pérdidas cambiarias impulsaría la utilidad neta**
- **En las empresas bajo cobertura estimamos incrementos de 3.4% en Ingresos, 6.9% en EBITDA y 35.7% en utilidad neta. Con estas cifras los parámetros de valuación del IPC podrían abarataarse ligeramente**
- **Las diez emisoras con mayor crecimiento en EBITDA (de 14.5% a 51.4%) en este trimestre son: Asur, Axtel, Gmexico, Hotel, Lacomar, Lab, Livepol, Sports, FIHO y Nemark**

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

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

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

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

**Ligero crecimiento en ventas con expansión en márgenes y avances importantes en utilidad neta.** La economía mexicana mostró una mejora marginal vs el trimestre inmediato anterior, misma que creemos se verá reflejada en mayores ingresos para las compañías. Adicionalmente, algunas empresas también registrarán crecimientos inorgánicos. En este periodo podríamos ver una expansión moderada en la rentabilidad, debido al apalancamiento operativo, y en algunos casos, por los programas de ahorros en costos y gastos. En el trimestre, la fluctuación en la paridad cambiaria (depreciación de 9.9% vs 3T17 y apreciación de 5.2% vs 4T16 sobre el TC promedio) tendrá dos efectos sobre los resultados de las compañías. Por un lado, la conversión de operaciones en el extranjero (o exportaciones) tendrá un impacto negativo, mientras que el segundo efecto será positivo al reconocerse menores pérdidas cambiarias y pasivos con costo. Este último daría un impulso a la utilidad neta. Al cierre de esta edición, el IPC cotiza a 23x P/U y 8.9x FV/EBITDA. De cumplirse nuestras expectativas, esperaríamos ver un ligero abaratamiento en los múltiplos del índice. En la siguiente tabla mostramos las empresas que, de acuerdo con nuestros estimados, podrían reportar los mayores crecimientos en el EBITDA. Cabe destacar que, de este grupo, cuatro emisoras forman parte de nuestra “Estrategia Capitales”.

#### 10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda estimado al 4T17

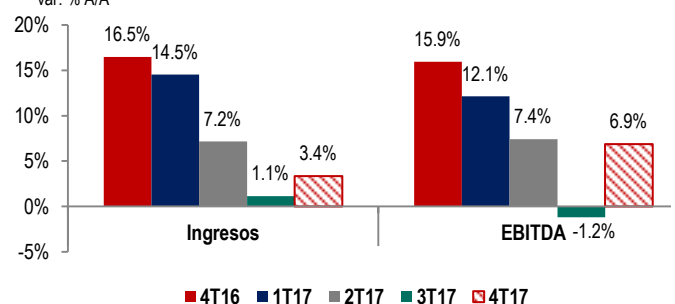
Variación A/A en pesos

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda
Asur	Aeropuertos	30.6%	51.4%
Axtel	Telecoms	0.2%	44.9%
Gmexico*	Minería	27.9%	38.3%
Hotel	Servicios	38.5%	37.7%
Lacomar	Comercial	16.0%	27.7%
Lab	Comercial	5.7%	22.6%
Livepol	Comercial	25.1%	21.4%
Sports	Servicios	16.5%	18.8%
FIHO	Servicios	17.0%	15.5%
Nemark	Autopartes	8.2%	14.3%

Fuente: Banorte

#### Evolución Trimestral Ingresos y EBITDA

var. % A/A



\*Este trimestre no incluimos estimados del Sector Alimentos y Bebidas

## Calendario de Reportes

La tabla siguiente identifica las fechas en las que algunas emisoras han comentado que podrían presentar públicamente su reporte financiero. Cabe señalar que la mayoría de los reportes se concentran hacia finales del mes teniendo como fecha límite el martes 27 de febrero.

### Preliminar 4T17 – Calendario de Reportes por Empresa

Enero-Febrero 2018				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES
<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b> GFINTER	<b>25</b> GFNORTE	<b>26</b>
<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>1</b>	<b>2</b> GMEXICO
<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b> MEGA	<b>8</b> CEMEX*	<b>9</b>
<b>12</b> ALFA ALPEK AXTEL NEMAK	<b>13</b> AMX	<b>14</b>	<b>15</b> WALMEX	<b>16</b>
<b>19</b> RASSINI	<b>20</b> AZTECA* IENOVA LIVEPOL TLEVISA	<b>21</b> ALSEA CREAL GICSA* LAB* LACOMER MEXCHEM	<b>22</b> ASUR GAP HOTEL KOF VOLAR	<b>23</b> AC PINFRA* SPORT SORIANA
<b>26</b> FEMSA* GENTERA	<b>27</b> FIHO OMA*	<b>28</b>		

*Último día para reportar*

Fuente: Banorte, Bloomberg, Thomson Reuters, Infotel  
\* Tentativo

## Condensado de estimados

En la siguiente tabla incluimos aquellas empresas que contamos con cobertura y forman parte de este documento. Con base en nuestros estimados para 30 emisoras, esperamos variaciones nominales de 3.4% en las ventas, 7.0% en el EBITDA y 35.7% en la utilidad neta. En la tabla separamos los estimados de 26 emisoras clasificadas como Comerciales, Industriales y de Servicios, dos emisoras del sector financiero y otras dos del sector de bienes raíces.

### Expectativas Trimestrales al 4T17

Cifras en millones de pesos

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %
Alfa	76,713	80,684	5.2%	10,709	11,248	5.0%	3,734	4,570	22.4%	-890	-922	NA
Alpek	23,428	23,031	-1.7%	2,647	2,451	-7.4%	1,944	1,770	-9.0%	544	511	-6.0%
Alsea	10,500	11,538	9.9%	1,569	1,734	10.5%	894	997	11.5%	587	673	14.6%
Amx	269,335	253,517	-5.9%	65,676	65,568	-0.2%	25,752	26,430	2.6%	-5,972	-1,957	NA
Asur	3,077	4,019	30.6%	1,340	2,029	51.4%	1,204	1,774	47.3%	918	1,072	16.9%
Axtel	3,783	3,789	0.2%	910	1,319	44.9%	-264	273	NA	-1,055	-1,135	NA
Azteca	4,328	3,981	-8.0%	1,477	1,490	0.9%	1,056	1,202	13.8%	-181	278	NA
Cemex*	63,322	64,793	2.3%	12,973	12,189	-6.0%	8,845	8,043	-9.1%	4,242	3,303	-22.1%
Gap	2,764	3,190	15.4%	1,761	1,985	12.7%	1,422	1,612	13.4%	1,182	1,130	-4.4%
Gmexico*	40,946	52,366	27.9%	17,972	24,860	38.3%	12,097	18,834	55.7%	4,979	9,520	91.2%
Hotel	319	441	38.5%	107	147	37.7%	67	106	58.6%	46	20	-55.5%
lenova*	4,995	5,432	8.7%	3,196	3,496	9.4%	2,459	2,476	0.7%	743	1,971	165.2%
Lab	3,015	3,186	5.7%	467	573	22.6%	451	556	23.3%	215	225	4.6%
Lacomer	3,928	4,555	16.0%	217	277	27.7%	51	96	90.0%	135	95	-29.9%
Livepol	35,306	44,184	25.1%	7,098	8,617	21.4%	6,287	7,678	22.1%	4,890	5,292	8.2%
Mega	4,456	4,574	2.7%	1,843	1,990	8.0%	1,292	1,380	6.8%	996	1,005	0.9%
Mexchem*	25,017	25,469	1.8%	4,901	5,273	7.6%	3,009	3,363	11.8%	1,404	1,148	-18.2%
Nemak	19,679	21,302	8.2%	3,377	3,859	14.3%	1,757	2,404	36.8%	1,170	1,146	-2.1%
Oma	1,569	1,733	10.5%	879	994	13.0%	730	839	15.0%	569	528	-7.3%
Pinfra	2,654	2,677	0.9%	1,596	1,685	5.6%	1,491	1,582	6.1%	1,037	1,194	15.1%
Rassini	4,353	4,340	-0.3%	821	748	-8.9%	541	539	-0.3%	201	342	70.0%
Soriana	40,639	42,127	3.7%	3,644	3,874	6.3%	2,867	3,096	8.0%	1,529	1,645	7.6%
Sports	358	417	16.5%	66	79	18.8%	26	34	31.4%	13	16	21.7%
Tlevisa	27,301	26,657	-2.4%	10,312	9,832	-4.7%	4,721	4,756	0.7%	643	871	35.5%
Volar	6,469	6,732	4.1%	615	281	-54.4%	473	127	-73.2%	973	1,204	23.7%
Walmex	157,497	168,875	7.2%	15,476	16,870	9.0%	12,648	13,897	9.9%	10,400	10,312	-0.8%
<b>Subtotal</b>	<b>835,747</b>	<b>863,610</b>	<b>3.3%</b>	<b>171,649</b>	<b>183,464</b>	<b>6.9%</b>	<b>95,553</b>	<b>108,435</b>	<b>13.5%</b>	<b>29,319</b>	<b>39,488</b>	<b>34.7%</b>
Cemex (US\$)	3,190	3,413	7.0%	654	642	-1.8%	446	424	-4.9%	214	174	-18.6%
Gmexico (US\$)	2,063	2,758	33.7%	905	1,309	44.6%	609	992	62.8%	251	501	99.9%
lenova (US\$)	252	286	13.7%	161	184	14.4%	124	130	5.3%	37	104	177.3%
Mexchem (US\$)	1,260	1,341	6.5%	247	278	12.5%	152	177	16.8%	71	60	-14.5%

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

	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %
GICSA	1,079	1,106	2.5%	758	793	4.7%	791	780	-1.3%	-296	97	NA
FIHO	770	901	17.0%	211	243	15.5%	248	286	15.2%	50	179	256.7%
<b>Subtotal</b>	<b>1,849</b>	<b>2,007</b>	<b>8.5%</b>	<b>969</b>	<b>1,037</b>	<b>7.0%</b>	<b>1,039</b>	<b>1,066</b>	<b>2.6%</b>	<b>-246</b>	<b>277</b>	<b>NA</b>

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %
Creal	1,839	2,201	19.7%	1,239	1,559	25.8%	377	511	35.6%	345	437	26.5%
Gentera	5,356	5,342	-0.3%	5,008	4,947	-1.2%	817	657	-19.5%	540	441	-18.4%
<b>Subtotal</b>	<b>7,196</b>	<b>7,543</b>	<b>4.8%</b>	<b>6,248</b>	<b>6,506</b>	<b>4.1%</b>	<b>1,193</b>	<b>1,168</b>	<b>-2.1%</b>	<b>885</b>	<b>878</b>	<b>-0.9%</b>

<b>Total</b>	<b>844,791</b>	<b>873,160</b>	<b>3.4%</b>	<b>172,617</b>	<b>184,501</b>	<b>6.9%</b>	<b>97,570</b>	<b>110,289</b>	<b>13.0%</b>	<b>29,958</b>	<b>40,643</b>	<b>35.7%</b>
--------------	----------------	----------------	-------------	----------------	----------------	-------------	---------------	----------------	--------------	---------------	---------------	--------------

Fuente: Banorte, BMV.

## Condensado por sectores

En esta sección presentamos las emisoras que tenemos bajo cobertura agrupadas por sectores. Con esta información, observamos que los mejores reportes a nivel del flujo operativo se encuentran relacionados con los sectores: Minero, Servicios, Aeroportuario y Comercial. Por otro lado, Telecomunicaciones mostraría un crecimiento nulo a nivel de ingresos y EBITDA, mientras que en el sector Financiero anticipamos una reducción moderada en utilidad neta, ante el débil resultado esperado particularmente en Gentera.

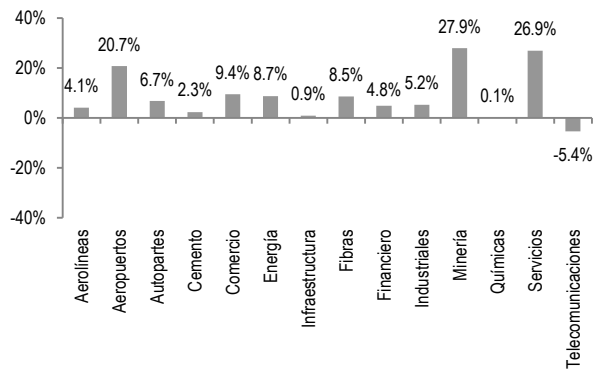
### Expectativas Trimestrales al 4T17

Cifras en millones de pesos

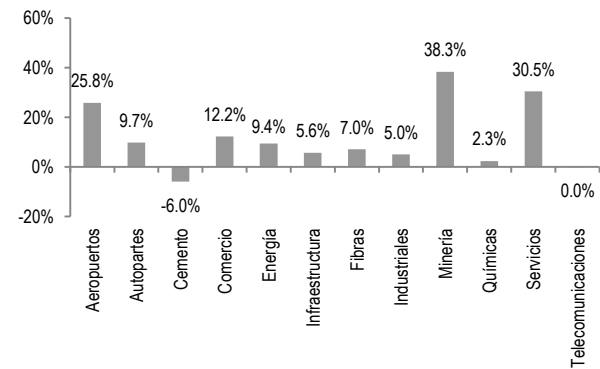
	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %	4T16	4T17e	Var. %
Aerolíneas	6,469	6,732	4.1%	615	281	-54.4%	473	127	-73.2%	973	1,204	23.7%
Aeropuertos	7,409	8,942	20.7%	3,980	5,007	25.8%	3,356	4,225	25.9%	2,668	2,730	2.3%
Autopartes	24,032	25,642	6.7%	4,198	4,607	9.7%	2,298	2,943	28.1%	1,372	1,488	8.5%
Cemento	63,322	64,793	2.3%	12,973	12,189	-6.0%	8,845	8,043	-9.1%	4,242	3,303	-22.1%
Comercio	250,884	274,466	9.4%	28,471	31,944	12.2%	23,198	26,321	13.5%	17,756	18,242	2.7%
Energía	4,995	5,432	8.7%	3,196	3,496	9.4%	2,459	2,476	0.7%	743	1,971	165.2%
Infraestructura	2,654	2,677	0.9%	1,596	1,685	5.6%	1,491	1,582	6.1%	1,037	1,194	15.1%
Fibras / B. Raices	1,849	2,007	8.5%	969	1,037	7.0%	823	686	-16.6%	-246	277	NA
Financiero	7,196	7,543	4.8%				1,193	1,168	-2.1%	885	878	-0.9%
Industriales	76,713	80,684	5.2%	10,709	11,248	5.0%	3,734	4,570	22.4%	-890	-922	NA
Minería	40,946	52,366	27.9%	17,972	24,860	38.3%	12,097	18,834	55.7%	4,979	9,520	91.2%
Químicas	48,445	48,500	0.1%	7,548	7,724	2.3%	4,953	5,133	3.6%	1,948	1,659	-14.8%
Servicios	676	858	26.9%	173	226	30.5%	93	140	50.9%	59	37	-37.9%
Telecomunicaciones	309,203	292,518	-5.4%	80,217	80,197	0.0%	32,557	34,041	4.6%	-5,569	-938	NA
<b>Total</b>	<b>844,791</b>	<b>873,160</b>	<b>3.4%</b>	<b>172,617</b>	<b>184,501</b>	<b>6.9%</b>	<b>97,570</b>	<b>110,289</b>	<b>13.0%</b>	<b>29,958</b>	<b>40,643</b>	<b>35.7%</b>

Fuente: Banorte, BMV.

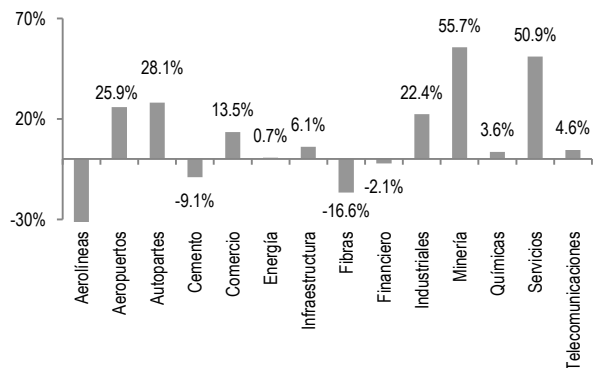
### Ingresos 4T17e



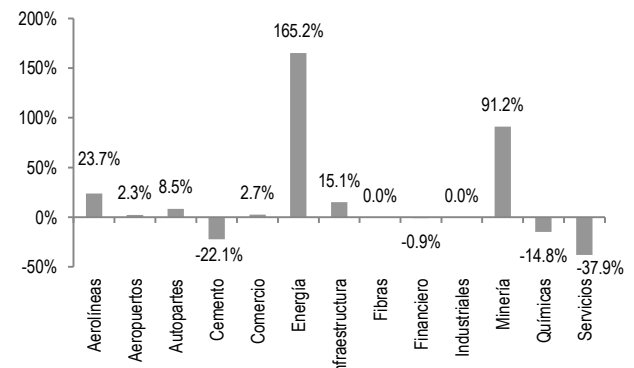
### Ebitda 4T17e



### Utilidad Operación 4T17e



### Utilidad Neta 4T17e



## Resumen de Estimados de Emisoras Bajo Cobertura

ALFA A	Alfa
ALPEK A	Alpek
ALSEA *	Alsea
AMX L	América Móvil
ASUR B	Asur
AXTEL CPO	Axtel
AZTECA CPO	TV Azteca
CEMEX CPO	Cemex
CREAL *	Crédito Real
FIHO 12	Fibra Hotel
GAP B	Gap
GENTERA *	Compartamos
GICSA B	Grupo Gicsa
GMEXICO B	Grupo México
HOTEL *	Grupo Hotelero Santa Fe
IENOVA *	Infraestructura Energética Nova
LAB B	Genomma Lab Internacional
LACOMER UBC	La Comer
LIVEPOL C1	El Puerto de Liverpool
MEGA CPO	Megacable Holdings
MEXCHEM *	Mexichem
NEMAK A	Nemak
OMA B	Grupo Aeroportuario del Centro del Norte
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura
RASSINI A	Rassini
SORIANA B	Organización Soriana
SPORT S	Grupo Sports World
TLEVISA CPO	Grupo Televisa
VOLAR A	Controladora Vuela Compañía de Aviación
WALMEX *	Walmart de México y Centroamérica

**ALFA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	76,713	80,684	5.2%
Utilidad de Operación	3,734	4,570	22.4%
Ebitda	10,709	11,248	5.0%
Utilidad Neta	-890	-922	NA
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	4.9%	5.7%	0.8pp
Margen Ebitda	14.0%	13.9%	-0.1pp
Margen Neto	-1.2%	-1.1%	0.1pp
UPA	-\$0.17	-\$0.18	NA

Fuente: Banorte

**Alfa, con buenas cifras impulsadas principalmente por Axtel, Nemak y Sigma.** La compañía estará reportando sus cifras del 4T17 el lunes 12 de febrero tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre bueno, con cifras que le permitirán acercarse a su guía de crecimiento para 2017. En ese sentido, de manera consolidada estimamos un incremento interanual del 5.2% en los ingresos y del 5.0% en el EBITDA, al ubicarse en P\$80,684m y P\$11,248m, respectivamente. A nivel neto, anticipamos pérdidas por el efecto cambiario adverso ante una devaluación del peso T/T de 7.6%.

En **Alpek**, el entorno de precios del petróleo y de las materias primas debería ser benéfico para los resultados de la compañía, que consideramos serán neutrales. Lo más relevante serán noticias en torno a la venta de la plantas de cogeneración eléctrica esperada para este 1T18, el proceso de reestructura en M&G y las perspectivas para el 2018 (*Ver preliminar Alpek*).

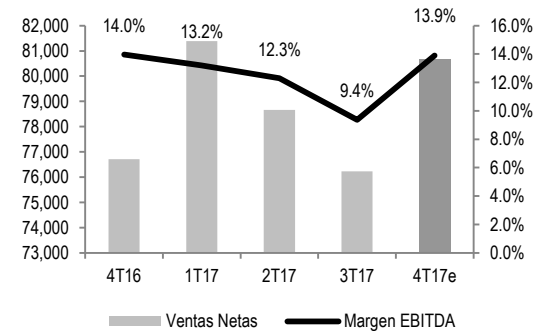
En **Nemak**, anticipamos un trimestre con mejoras secuenciales a nivel operativo, como resultado de un crecimiento marginal en los volúmenes de NAFTA, y un buen desempeño en Europa y el Resto del Mundo. La menor volatilidad en el precio del aluminio impulsará los ingresos y evitará efectos sobre la rentabilidad (*Ver preliminar Nemak*).

En **Axtel**, anticipamos un fuerte crecimiento a nivel operativo debido a una fácil base de comparación. Además, los ahorros generados por la integración con Alestra impulsarán un fuerte incremento en el EBITDA. Adicionalmente, la empresa podría reportar ingresos extraordinarios relacionados con la venta de torres a American Tower. (*Ver preliminar Axtel*).

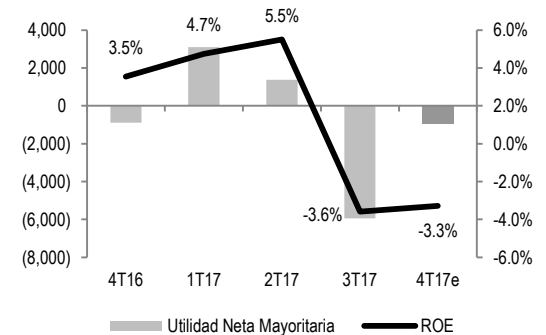
En **Sigma** anticipamos un buen trimestre impulsado por mejores condiciones de precios y el arranque de la planta de Burgos.

**Ventas y Margen EBITDA**

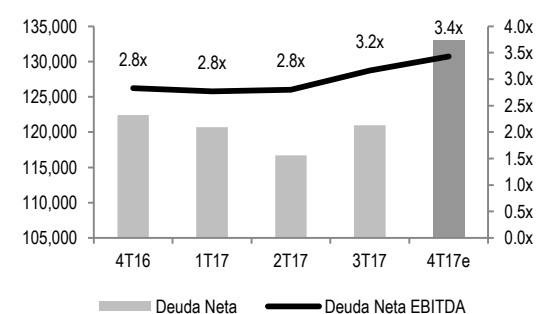
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**ALPEK – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	23,428	23,031	-1.7%
Utilidad de Operación	1,944	1,770	-9.0%
Ebitda	2,647	2,451	-7.4%
Utilidad Neta	544	511	-6.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.3%	7.7%	-0.6pp
Margen Ebitda	11.3%	10.6%	-0.7pp
Margen Neto	2.3%	2.2%	-0.1pp
UPA	\$0.26	\$0.24	-6.0%

Fuente: Banorte

**ALPEK, un trimestre neutral.** Alpek estará reportando sus resultados del 4T17 el lunes 12 de febrero tras el cierre de los mercados. Anticipamos un cierre de año neutral para los resultados de la compañía. Lo más relevante serán noticias en torno a la venta de las plantas de cogeneración eléctrica esperada para este 1T18, el proceso de reestructura en M&G y las perspectivas para el 2018.

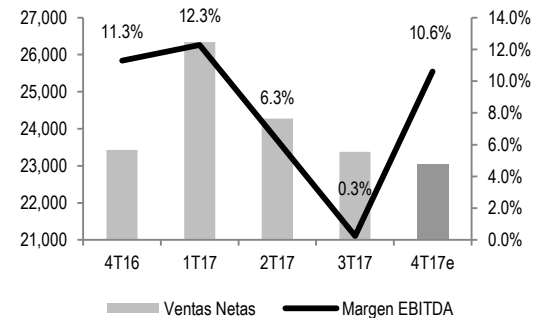
**Un trimestre de caídas modestas.** Durante el 4T17 el entorno de precios del petróleo y de las materias primas debería ser benéfico para los resultados de la compañía. Tan sólo en el trimestre observamos una recuperación cercana al 18% en los precios promedio del Brent (US\$52.10 en el 3T17 vs US\$61.46 en el 4T17), lo que sin duda deberá verse reflejado también en mayores precios de las materias primas. Adicionalmente, en noviembre M&G reanudó las operaciones en sus plantas tanto en Altamira, México, como en Suape, Brasil ante lo cual Alpek continuó con el suministro de PTA, lo que deberá ayudar a que la demanda continúe siendo fuerte. Derivado de lo anterior, anticipamos ingresos por P\$23,031m (US\$1,213m, +2.5% A/A) y un EBITDA por P\$2,451m (US\$129m, -3.7% A/A) que representarían caídas interanuales de 1.7% y 7.4%, respectivamente.

**Poliéster.** El entorno de precios del petróleo y de las materias primas fue sin duda más favorable este trimestre, ante lo cual podría registrarse un beneficio por revaluación de inventarios. Adicionalmente, la recuperación en los márgenes del PET hacia niveles observados en 2016, deberá ayudar a que secuencialmente mejore la rentabilidad de las operaciones de este segmento.

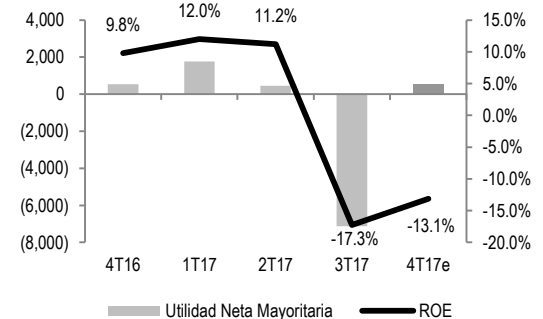
**Plásticos y Químicos.** Aunque el comparativo anual aún es adverso en lo que respecta a los márgenes del polipropileno (PP) y del poliestireno expandible (EPS), la recuperación tanto en los precios como en los volúmenes de venta, ante un entorno de mayor estabilidad, deberá ayudar a los resultados de este segmento.

**Ventas y Margen EBITDA**

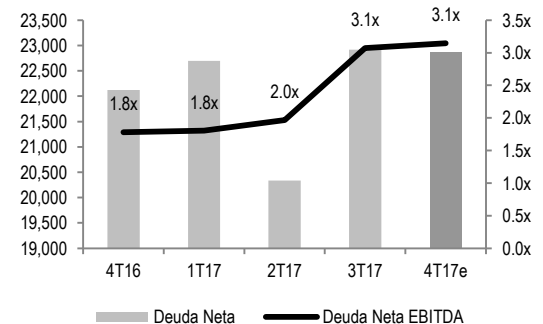
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**ALSEA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	10,500	11,538	9.9%
Utilidad de Operación	894	997	11.5%
Ebitda	1,569	1,734	10.5%
Utilidad Neta	587	673	14.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.5%	8.6%	0.1pp
Margen Ebitda	14.9%	15.0%	0.1pp
Margen Neto	5.6%	5.8%	0.2pp
UPA	\$0.70	\$0.81	15.0%

Fuente: Banorte

**Buen trimestre, potenciado a nivel neto por ganancia no recurrente relacionada con la venta de su participación en Axo.**

Alsea reportará sus resultados del 4T17 el próximo miércoles 21 de febrero, tras el cierre del mercado. Esperamos un buen trimestre, en el que el crecimiento de las ventas se aceleraría secuencialmente, mientras que menores precios de algunos insumos, sumado a un mayor apalancamiento operativo, se traducirían en mejor rentabilidad. Una ganancia no recurrente impulsaría la utilidad.

**Se acelera secuencialmente el crecimiento de los ingresos.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos de Alsea podrían crecer 9.9% A/A en el 4T17 alcanzando P\$11,538m. Este desempeño se explicaría por un avance de 7.0% en las ventas de México, debido a un incremento de 3% en las VMT, sumado a una contribución de 400pb por parte de las nuevas unidades. En Sudamérica esperamos un crecimiento de 13% y de 20% con una base de moneda constante. Finalmente, estimamos que en Grupo Zena las ventas avancen 15% en pesos y 10% en euros.

**Menores precios de algunos insumos y apalancamiento operativo impulsarían el margen EBITDA 10pb a 15%.**

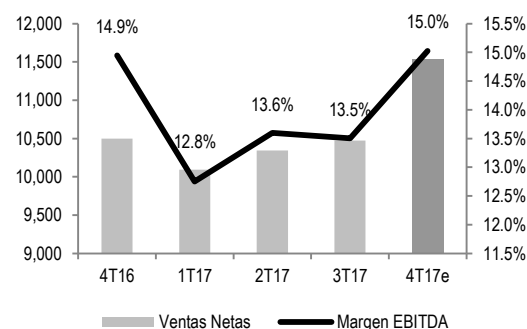
Proyectamos que el EBITDA de Alsea crezca 10.5% A/A a P\$1,734m en el 4T17, traduciéndose en un margen de 15% (+10pb). Dicha cifra se debería a menores precios del queso mozzarella y del café, los cuales compensarían un mayor tipo de cambio, a lo que se sumaría a un mejor apalancamiento operativo en Europa. Así, estimamos un avance de 9.2% en el EBITDA de México a P\$1,564m, mientras que en Sudamérica proyectamos un incremento de 12.6% a P\$467m y en España de 16.8% a P\$556m.

**Ganancia no recurrente por venta de participación en Axo impulsa la utilidad.**

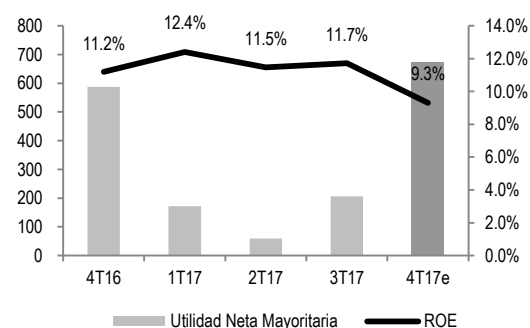
Estimamos que el beneficio neto de Alsea avance 14.6% a P\$673m, impulsado por una ganancia no recurrente por P\$367m relacionada con la venta de su participación en Grupo Axo, misma que compensaría una tasa de impuestos más alta.

**Ventas y Margen EBITDA**

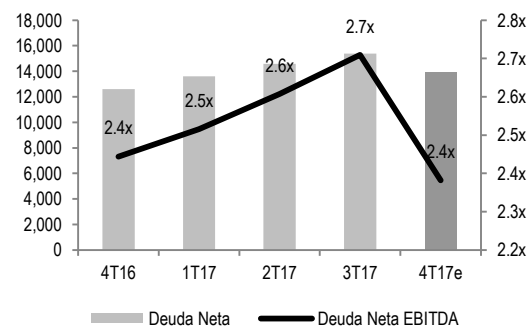
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**AMX – Preliminar 4T17**

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	269,335	253,517	-5.9%
Utilidad de Operación	25,752	26,430	2.6%
Ebitda	65,676	65,568	-0.2%
Utilidad Neta	-5,972	-1,957	NA
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	9.6%	10.4%	0.9pp
Margen Ebitda	24.4%	25.9%	1.5pp
Margen Neto	-2.2%	-0.8%	1.4pp
UPA	-\$0.09	-\$0.03	-67.4%

Fuente: Banorte

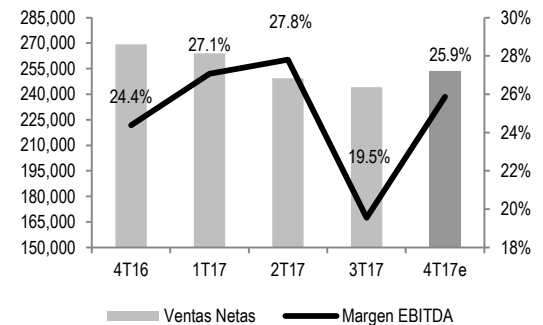
**En 4T17, la recuperación en márgenes continúa.** Consideramos que los resultados de AMX al 4T17 serán ligeramente positivos para la acción. Estimamos que la compañía podrá reportar un ligero incremento en ARPU derivado de la migración de suscriptores de prepago a postpago compensando la erosión de las tarifas de voz así como una mayor demanda de servicios de valor agregado lo que en combinación con un estricto control de costos y gastos expandiría la rentabilidad. No obstante, la fluctuación de las monedas latinoamericanas vs el dólar tendrá un efecto negativo sobre la conversión de ingresos a nivel consolidado.

Calculamos que la empresa en 4T17 podría registrar una caída anual de 5.9% en ingresos consolidados a un monto de P\$253,517m. Sin embargo, a nivel del EBITDA estimamos una reducción de 0.2% y un monto de P\$65,568m. Esto equivaldría a una expansión de 1.5pp en rentabilidad y un margen de 25.9%. Del lado financiero, estimamos mayores cargos (+3%) debido al impacto de las pérdidas cambiarias (P\$16,670m) derivado del fortalecimiento del dólar vs 3T17. Con base en lo anterior, AMX podría reportar una pérdida neta de P\$1,957m significativamente menor a la pérdida reportada en 4T16.

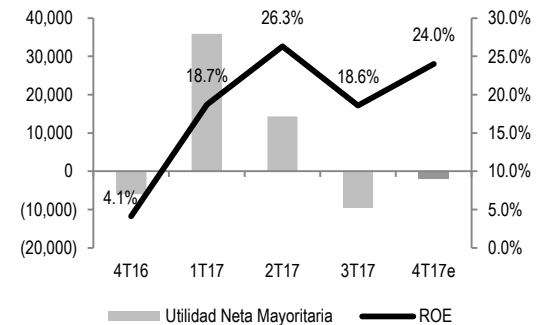
**Crecimiento marginal en la base de Unidades Generadoras de Ingreso.** En este trimestre, estimamos que la empresa podría registrar 734 mil adiciones netas con lo que la base de UGI ascendería a 363.8 millones y equivaldría a una variación anual de 0.1%. Desglosando esta cifra, calculamos que la base de suscriptores celulares ascendería a 280.9 millones (+0.1% A/A) y la base de accesos fijos retrocedería a 82.9 millones (-0.1% A/A). En el año, la base de suscriptores celulares en Centroamérica registraría un total de 818 mil adiciones netas siendo la región de mayor crecimiento seguida por las operaciones en México con 570 mil y por Argentina con 340 mil. Por el contrario, estimamos una pérdida de 2.4 millones de líneas celulares en EE.UU. debido a la depuración realizada en 1T17.

**Ventas y Margen EBITDA**

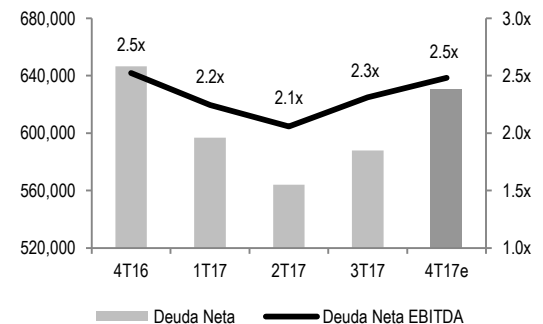
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



**ASUR – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	3,077	4,019	30.6%
Utilidad de Operación	1,204	1,774	47.3%
Ebitda	1,340	2,029	51.4%
Utilidad Neta	918	1,072	16.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	39.1%	44.1%	5.0pp
Margen Ebitda	43.6%	50.5%	6.9pp
Margen Neto	29.8%	26.7%	-3.1pp
UPA	\$3.06	\$3.57	16.9%

Fuente: Banorte

**Grandes crecimientos por la integración del Aeropuerto de Puerto Rico y de Airplan en Colombia.** Estimamos que Asur reportará crecimientos en el 4T17 de 30.6% en ventas (alza de 59.5% en suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), y aumentos de 47.3% en utilidad operativa y de 51.4% en EBITDA, para colocarse en P\$4,019m, P\$1,774m y P\$2,029m, respectivamente. Para los 9 aeropuertos que opera en México, esperamos incrementos en ingresos operativos (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) de 12.8% y en EBITDA de 9.1%.

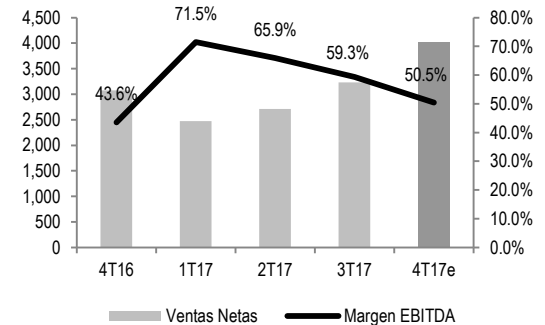
**Aumento en pasajeros totales de 23.9% A/A en los 16 aeropuertos que opera.** En el 4T17, el tráfico total de pasajeros de Asur se incrementó en 23.9% vs 4T16, conformado por un alza en el tráfico doméstico de 29.7% y un aumento en los internacionales de 15.6%. Los 9 aeropuertos que opera en México reportaron un incremento en sus pasajeros de 6.2%, mientras que el Aeropuerto Luis Muñoz Marín de San Juan, en Puerto Rico (LMM), mostró una caída de 26.9% ante la afectación por el paso del huracán María que azotó la isla el 21 de septiembre del 2017. Las operaciones en Colombia se vieron impactadas por una huelga de pilotos locales en un importante operador internacional durante el trimestre.

**Menor rentabilidad sin cambios contables.** Pronosticamos avances en el margen operativo de 5.0pp y en el EBITDA de 6.9pp, para colocarse en 44.1% y 50.5%, respectivamente. Lo anterior se debe a un menor monto en el rubro de construcción. Por otro lado, se tendrán mayores costos de servicio ante la apertura de la T4 del Aeropuerto de Cancún, así como márgenes más bajos del Aeropuerto LMM (53.1%e) y de las operaciones en Colombia (36.6%e), comparado con las operaciones de México. Los márgenes del grupo, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, mostrarían decrementos, ubicándose el operativo en 58.1% (-4.8pp) y el de EBITDA en 66.5% (-3.6pp).

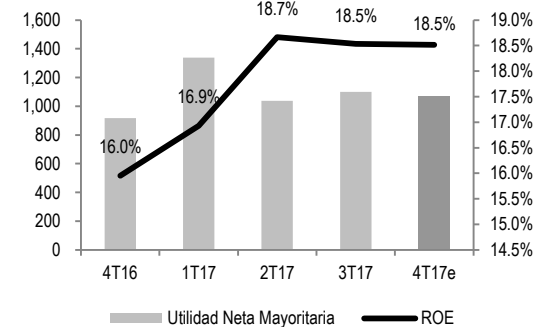
**Esperamos que la utilidad neta mayoritaria suba 16.9%.**

**Ventas y Margen EBITDA**

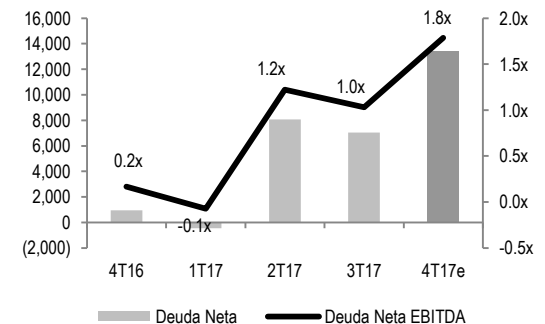
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**AXTEL – Preliminar 4T17**

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	3,783	3,789	0.2%
Utilidad de Operación	-264	273	N.A.
Ebitda	910	1,319	44.9%
Utilidad Neta	-1,055	-1,135	NA
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	-7.0%	7.2%	14.2pp
Margen Ebitda	24.1%	34.8%	10.7pp
Margen Neto	-27.9%	-30.0%	-2.1pp
UPA	-\$0.38	-\$0.41	7.6%

Fuente: Banorte

**Buenos resultados por fácil base de comparación y beneficios de las sinergias.**

En este trimestre, anticipamos un fuerte crecimiento a nivel operativo debido a una fácil base de comparación. Vale la pena recordar que en el 4T16, Axtel registró un cargo de P\$278m por concepto de liquidaciones y gastos de consultoría. Por otro lado, los ahorros generados por la integración con Alestra ha mejorado la estructura de gastos, por lo que estimamos un fuerte incremento en el EBITDA. Adicionalmente, la empresa podría reportar ingresos extraordinarios por un monto de P\$230m relacionados con la venta de torres a American Tower. Recientemente, S&P Global Ratings cambió la perspectiva de negativa a estable y reafirmó la calificación de “BB”.

**4T17: Ingresos estables y un incremento de 44.9% en EBITDA.**

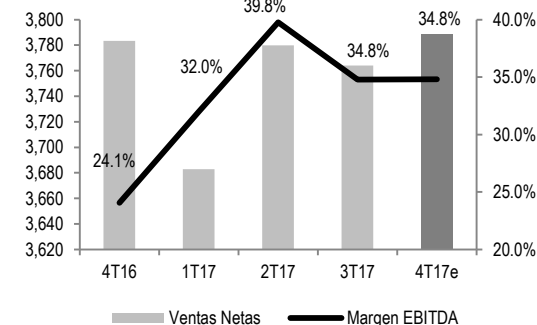
En este periodo, calculamos para los ingresos consolidados un monto de P\$3,789m, siendo un avance anual marginal (+0.2%). Desglosando esta cifra, los ingresos del mercado masivo podrían caer 6.1% a P\$728m debido a la cancelación de líneas con tecnología Wimax, lo cual no sería compensado por el incremento en ingresos provenientes de clientes con tecnología FTTH. Los ingresos del segmento empresarial y de gobierno podrían aumentar 2.0% y 0.9%, respectivamente. En este trimestre, los ingresos del segmento empresarial podrían contribuir con el 65.9% de los ingresos totales. Los beneficios de la integración junto con menores cargos por liquidaciones y la estabilidad de ingresos resultarían en un EBITDA de P\$1,319m siendo equivalente a un margen de 34.8% (+10.7pp vs 4T16).

**Pérdidas cambiarias neutralizarían casi todo el incremento a nivel operativo.**

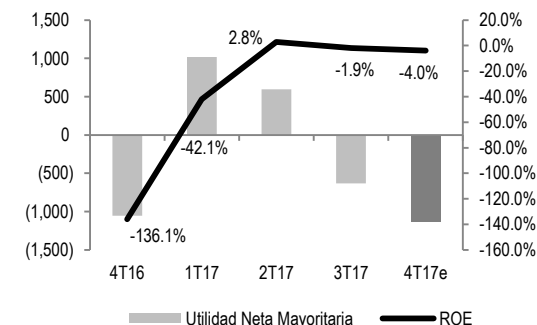
La depreciación del peso vs el 3T17 provocaría una pérdida cambiaria de P\$754m (-17% A/A). Además, estimamos un incremento de 33% en intereses pagados con lo que el RIF finalizaría en P\$1,196m. En este periodo, Axtel podría reportar una pérdida neta de P\$1,135m y una razón de DN/EBITDA de 3.7x vs 3.8x en el trimestre inmediato anterior.

**Ventas y Margen EBITDA**

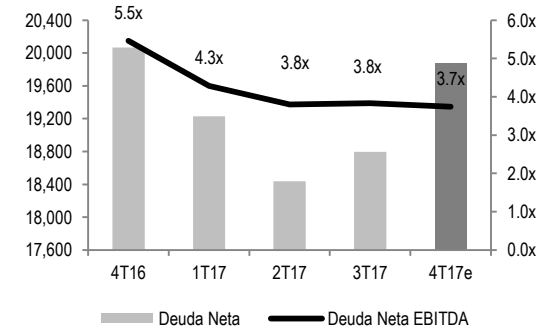
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



**AZTECA – Preliminar 4T17**

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T16*	4T17e	Var %
Ventas	4,328	3,981	-8.0%
Utilidad de Operación	1,056	1,202	13.8%
Ebitda	1,477	1,490	0.9%
Utilidad Neta	-181	278	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	24.4%	30.2%	5.8pp
Margen Ebitda	34.1%	37.4%	3.3pp
Margen Neto	-4.2%	7.0%	11.2pp
UPA	-\$0.06	\$0.09	N.A.

Fuente: Banorte

\*Nota: Los resultados del 4T16 incluyen las operaciones de Azteca Colombia Comunicaciones por lo que no son comparables con las cifras del 4T17

**Último trimestre en el que consolida a Azteca America.** En noviembre pasado Televisión Azteca anunció la venta de Azteca America a H2C Network sin especificar el monto de la transacción. Es por esto que nuestros estimados 4T17 solo incluyen 2 meses de Azteca America. El cierre de la transacción depende de la autorización de la FCC. Adicionalmente, la empresa amortizó anticipadamente US\$165m de su bono de US\$500m que vence en 2020 con lo que se liquidó por completo este pasivo. Esta operación redujo la exposición a pasivos en moneda extranjera y mejoró el perfil de vencimientos.

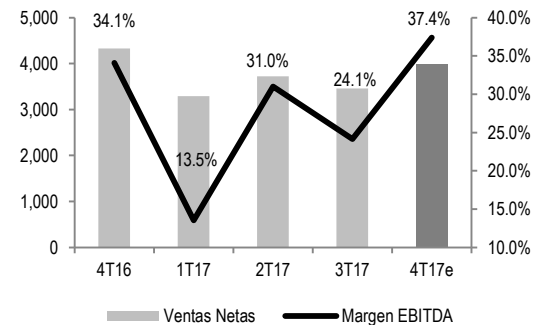
**Con una base comparable, los ingresos de TV Azteca crecerían marginalmente...** En este periodo, estimamos para los ingresos consolidados un monto de P\$3,981m (-8.0% A/A). Esta cifra incluye dos meses de operación de Azteca America mientras que las cifras del 4T16 incluyen las operaciones de Colombia Comunicaciones. Con una base comparable estimamos un aumento anual de 0.8%. Para los ingresos de publicidad estimamos un aumento del 4% logrando captar recursos de los anunciantes con la programación. Para las ventas de exportación anticipamos una caída de 17% A/A y para los ingresos de Perú Comunicaciones estimamos una reducción de 54% debido a una difícil base de comparación por ingresos relacionados a la construcción de la red.

**...mientras que el EBITDA caería 3.5%.** Calculamos un EBITDA consolidado de P\$1,490m siendo un avance de 0.9% lo que equivaldría a una rentabilidad de 37.4% (+3.3pp vs 4T16). No obstante, al descontar las operaciones de Azteca América y de Colombia Comunicaciones estimamos una reducción de 3.5% A/A debido a mayores costos de programación.

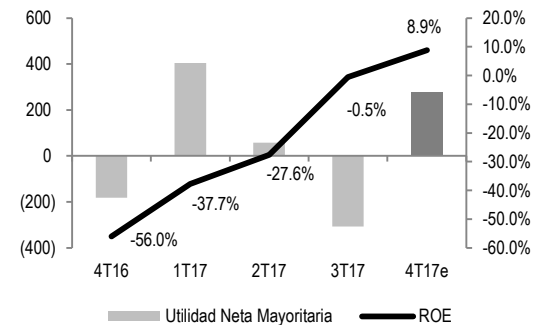
**Menores pérdidas cambiarias por cambios en estructura de deuda.** En este trimestre calculamos una reducción de 36.5% en el RIF debido a menores pérdidas cambiarias. A nivel de la utilidad neta estimamos un monto de P\$278m vs una pérdida en 4T16.

**Ventas y Margen EBITDA**

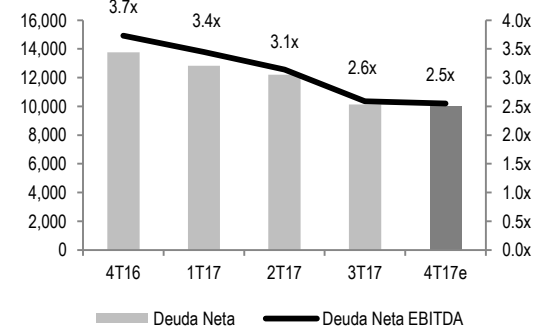
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



## CEMEX CPO (Compra, PO 2018 \$19.50)

José Itzamna Espitia Hernández

### CEMEX – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	3,190	3,413	7.0%
Utilidad de Operación	446	424	-4.9%
Ebitda	654	642	-1.8%
Utilidad Neta	214	174	-18.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	14.7%	12.4%	-1.6pp
Margen Ebitda	20.5%	18.8%	-1.7pp
Margen Neto	6.7%	5.1%	-1.6pp
UPA	\$0.02	\$0.01	-24.3%

Fuente: Banorte

**Esperamos que Cemex presente una caída en EBITDA en el 4T17.** Anticipamos un aumento de 7.0% en ventas (en dólares) y disminuciones de 4.9% en utilidad de operación y de 1.8% en EBITDA. Por otro lado, la utilidad neta mayoritaria presentaría una caída de 18.6% A/A.

**Proyectamos que en promedio los volúmenes aumentarían un dígito bajo en el consolidado.** Preveamos un crecimiento promedio en los volúmenes de EE.UU. de 3.3%, en Europa de 4.0% y en Asia, Medio Oriente y África de 4.7%. Por otro lado, estimamos que en México se presente una caída promedio en volúmenes de 2.7% y una disminución de 0.7% en América Central, Sur y Caribe.

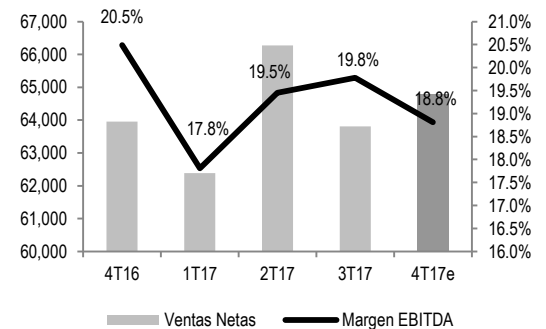
**Preveamos una menor rentabilidad.** Pronosticamos que la rentabilidad de la empresa presente disminuciones de 1.6pp y 1.7pp en el margen operativo y en el margen EBITDA, ubicándose en 12.4% y 18.8%, respectivamente. Costos de energía más altos se reflejarán en mayores costos para la empresa. Por región, esperamos una mejora en los márgenes operativos A/A en México (+0.4pp) y en Europa (+1.2pp), mientras que estimamos retrocesos en EE.UU. (-1.5pp), en Asia, Medio Oriente y África (-7.1pp), y en América Central, Sur y Caribe (-5.0pp).

**Pronosticamos mejores precios A/A en México y EE.UU. en moneda local y una variación positiva en dólares en la mayoría de sus regiones.** Cemex continúa con los esfuerzos por mejorar la estrategia de precios y esperamos una mejora en los mismos en moneda local en México y EE.UU.; y proyectamos un alza en el precio promedio consolidado en dólares de Cemex. Hay que mencionar que los movimientos de tipo de cambio juegan un papel relevante.

**El resultado neto mayoritario mostraría una caída de 18.6% vs 4T16,** debido a los menores resultados operativos y un mayor RIF, parcialmente compensados por un monto menor en los impuestos a la utilidad.

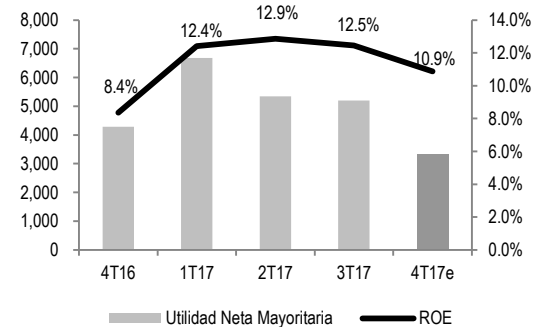
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones de pesos



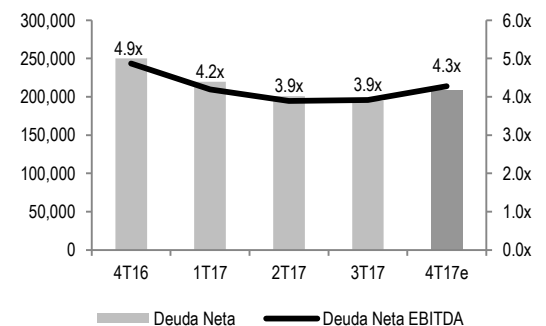
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones de pesos



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones de pesos



**CREAL – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ingresos Financieros	1,839	2,201	19.7%
Margen Financiero	1,239	1,559	25.8%
Utilidad de Operación	377	511	35.6%
Utilidad Neta	345	437	26.5%
<b>Indicadores</b>			
ROE	19.9%	18.0%	-1.9pp
MIN (Margen de Interés Neto)	14.0%	15.0%	1.0pp
CV/CT	2.2%	2.3%	0.1pp
Provisiones/CV	148.4%	159.2%	10.8pp

Fuente: Banorte

**CREAL, un trimestre positivo.** Crédito Real estará publicando sus resultados del 4T17 el miércoles 21 de febrero tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre que deberá reflejar cifras positivas, impulsadas sobre todo por el buen desempeño del segmento de Nómina.

**Sano crecimiento en cartera.** Este trimestre anticipamos un incremento anual del 19.1% en la cartera de créditos total, para ubicarse en alrededor de P\$28,507m. Este crecimiento se explica por el favorable desempeño, sobre todo, en los segmentos de Nómina, Instacredit y PyMEs. Es importante mencionar que con este estimado, la compañía estaría superando su guía de crecimiento en cartera para 2017 (entre 5% y 10%).

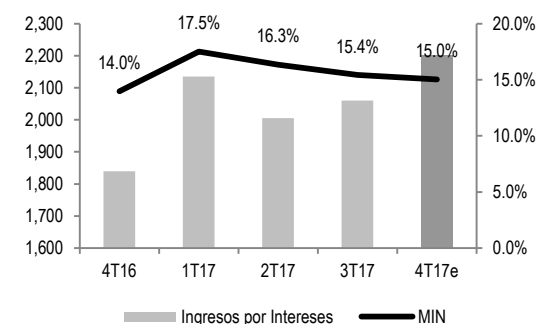
**Mayor cartera impulsa Margen Financiero.** El crecimiento en cartera deberá impulsar los ingresos financieros, los cuales anticipamos aumenten 19.7% A/A para alcanzar los P\$2,201m. Lo anterior, se verá apoyado con un incremento en los gastos financieros de sólo 7.1%, al excluirse el efecto del *carry negativo* registrado en el 4T16. De esta forma, el Margen Financiero deberá ubicarse en P\$1,559m mostrando un incremento anual de 25.8%. Esperamos cierta recuperación en Margen Financiero a 15.0% dado que el traspaso de las mayores tasas a los clientes deberá reflejarse de manera favorable.

**Sano crecimiento en utilidad neta.** El sólido desempeño en el Margen Financiero, en conjunción con mayores eficiencias operativas (con un índice de eficiencia cercano al 50%), deberá traducirse en una utilidad neta por P\$437m (+26.5% A/A).

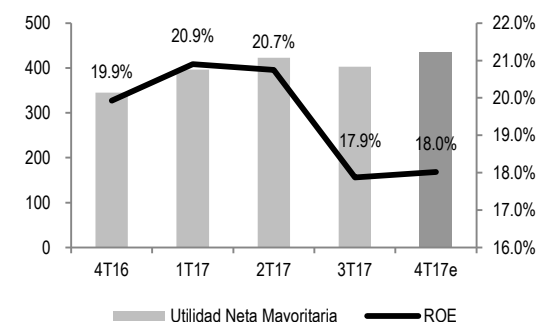
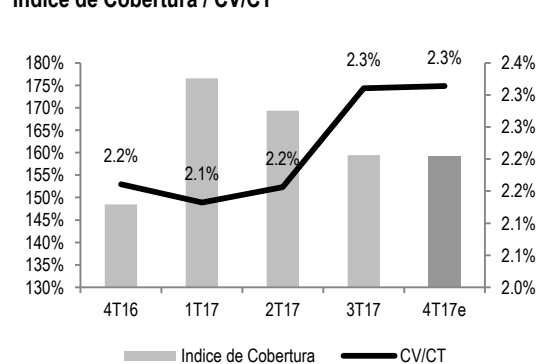
**ROE y morosidad estables trimestre a trimestre.** Este trimestre anticipamos un ROE en 18.0%, estable respecto al registrado en el 3T17, con un índice de morosidad en niveles de 2.3%, similar al registrado en el trimestre anterior.

**Ingresos por Intereses y MIN**

Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Índice de Cobertura / CV/CT**


**FIHO – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	770	901	17.0%
NOI	248	286	15.2%
Ebitda	211	243	15.5%
Utilidad Neta	50	179	256.7%
<b>Márgenes</b>			
Margen NOI	32.2%	31.7%	-0.5pp
Margen Ebitda	27.4%	27.0%	-0.4pp
Margen Neto	6.5%	19.9%	13.4pp
Distribución de efectivo	\$0.30	\$0.27	-11.3%

Fuente: Banorte

**Seguirán presentándose avances en los resultados operativos de FIHO en el 4T17.** Proyectamos que la FIBRA reportará buenos números al 4T17 con crecimientos en ventas, NOI, EBITDA y utilidad neta de 17.0%, 15.2%, 15.5% y 256.7% para ubicarse en P\$901m, P\$286m, P\$243m y P\$179m, respectivamente.

**Mayor número de cuartos, así como alzas en tarifas apoyarían a los ingresos.** En el 4T17, la FIBRA cerraría con 8.2% más cuartos de hoteles en operación, en comparación con el 4T16. Tomando en cuenta el total de cuartos de hoteles en operación y desarrollo, FIHO cerraría con 1.6% más comparado con el año anterior.

Estimamos que la ocupación de hoteles estabilizados (64) de la FIBRA continúe en buenos niveles y se ubique en 68.3%. Asimismo, esperamos que siga la tendencia positiva en la tarifa promedio, ubicándose en P\$1,069, de manera que la tarifa efectiva se colocaría en P\$730 (4.0% mayor respecto al 4T16).

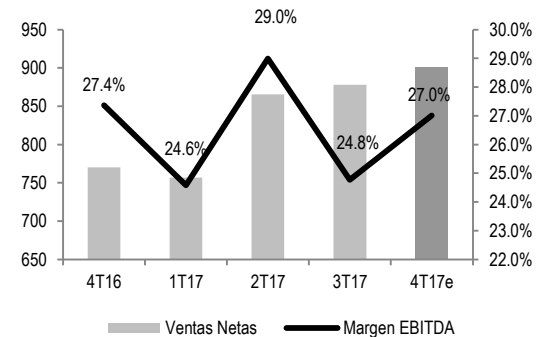
**Prevedemos ligeras disminuciones en rentabilidad.** Estimamos que el margen NOI se coloque en 31.7% y que el margen EBITDA sea de 27.0%, representando ligeras caídas de 0.5pp y de 0.4pp, respectivamente. Lo anterior, se debe principalmente a un monto mayor que estimamos para los costos y gastos totales de la FIBRA.

**Proyectamos fuerte incremento en utilidad neta de 256.7% vs 4T16,** la cual se ubicaría en P\$179m debido a los mejores resultados operativos y un beneficio en el resultado integral de financiamiento de P\$37m (por mayores intereses ganados debido al alto nivel de caja de la FIBRA resultado de la oferta subsecuente de CBFIs en septiembre de 2017), en comparación con el costo integral de financiamiento de P\$24m en el 4T16.

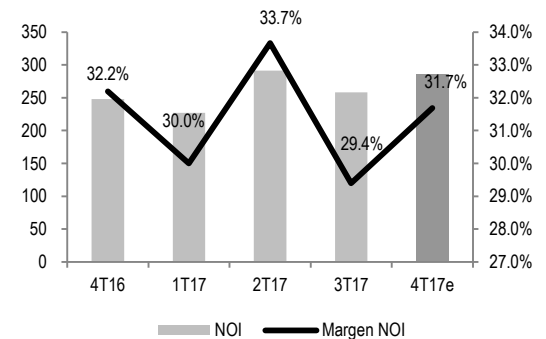
**Pronosticamos que la distribución de efectivo se ubique en P\$0.27 por CBFI,** que representaría un rendimiento aproximado de 2.4% con base en el nivel de precio actual.

**Ventas y Margen EBITDA**

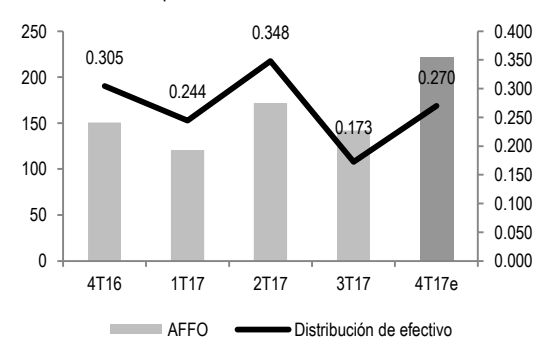
Cifras en millones


**NOI y Margen NOI**

Cifras en millones


**AFFO / Distribución de efectivo**

Cifras en millones / pesos



## GAP B (Compra, PO 2018 \$210.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### GAP – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	2,764	3,190	15.4%
Utilidad de Operación	1,422	1,612	13.4%
Ebitda	1,761	1,985	12.7%
Utilidad Neta	1,182	1,130	-4.4%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	51.4%	50.5%	-0.9pp
Margen Ebitda	63.7%	62.2%	-1.5pp
Margen Neto	42.8%	35.4%	-7.3pp
UPA	\$2.11	\$2.01	-4.4%

Fuente: Banorte

**Continúa con aumentos de doble dígito.** Estimamos que Gap reporte sus resultados del 4T17 con crecimientos en ventas y EBITDA de 15.4% y 12.7%, respectivamente, para colocarse en P\$3,190m y P\$1,985m.

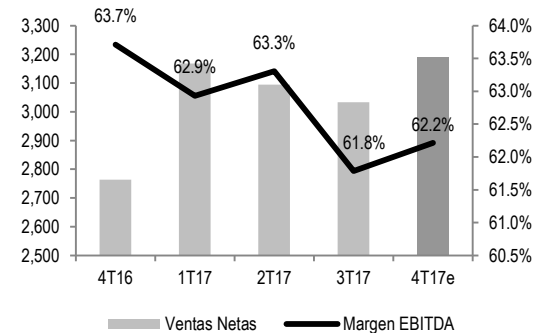
**Sólido incremento de pasajeros en el trimestre (+9.9%).** Preveamos que la suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos (incluyendo a MBJ) tenga un crecimiento de 14.4% y considerando sólo los 12 aeropuertos que opera en México, tenga un alza de 15.1%. Lo anterior sería resultado de un sólido aumento en el 4T17 del tráfico total de pasajeros de 9.9%, conformado por un incremento en el tráfico nacional de 10.6% y en el internacional de 8.9%. Por otro lado, excluyendo a MBJ (sólo los 12 aeropuertos que opera en México), los pasajeros totales mostraron un buen crecimiento de 9.6%.

**Esperamos una ligera disminución en la rentabilidad del grupo (sin cambios contables).** Estimamos que el margen operativo de la compañía tenga una baja de 0.9pp y el de EBITDA de 1.5pp, para colocarse ambos en 50.5% y 62.2%, respectivamente, ante un monto más alto en el rubro de ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados. Es importante señalar que dichos márgenes, sin tomar en cuenta los cambios contables (no representan salida de flujo), variarían -0.5pp y -1.0pp, ubicándose el operativo en 55.8% y el de EBITDA en 68.7%. Preveamos una disminución en la rentabilidad de los aeropuertos que opera en México (-1.1pp) por mayores costos de servicios y una ligera alza en el margen EBITDA del Aeropuerto MBJ (+0.4pp).

**Proyectamos que al 4T17 la utilidad neta mayoritaria de Gap sea de P\$1,130m (-4.4% vs 4T16),** debido a que los incrementos en los resultados operativos serían contrarrestados por mayores impuestos a la utilidad y un menor beneficio en el rubro de diferencia en cambios por conversión en moneda extranjera.

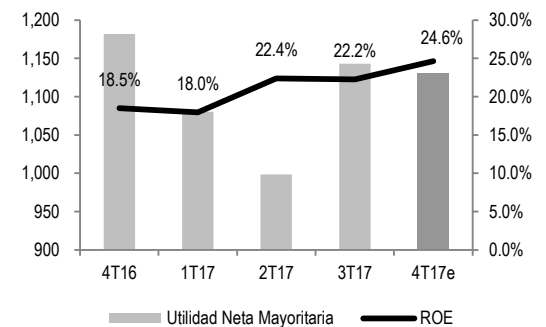
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



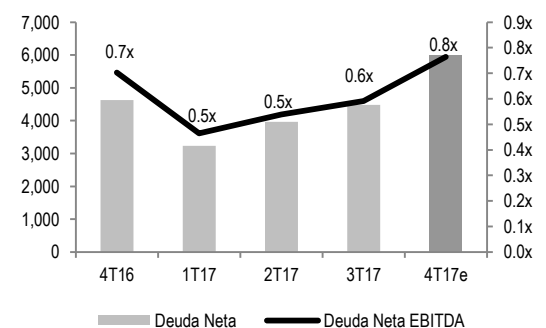
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**GENEREA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ingresos Financieros	5,356	5,342	-0.3%
Margen Financiero	5,008	4,947	-1.2%
Utilidad de Operación	817	657	-19.5%
Utilidad Neta	540	441	-18.4%
<b>Indicadores</b>			
ROE	21.4%	17.0%	-4.4pp
MIN (Margen de Interés Neto)	41.6%	43.7%	2.1pp
CV/CT	4.2%	4.4%	0.2pp
Provisiones/CV	156.4%	142.4%	-14.0pp

Fuente: Banorte

**Genera, otro trimestre afectado por la falta de crecimiento en la cartera.** La compañía estará reportando sus resultados del 4T17 el lunes 26 de febrero, tras el cierre de los mercados. Anticipamos otro trimestre débil, donde el nivel de cartera será insuficiente para apoyar el crecimiento en las utilidades.

**Menor dinamismo en cartera.** Recordemos que la compañía se encuentra en un periodo de transición al estar implementando una estrategia para controlar la morosidad, priorizando la buena calidad de los activos sobre el crecimiento de la cartera. En ese sentido, y ante un entorno que se mantiene retador, de acuerdo a nuestros estimados Genera deberá mostrar una disminución interanual del 5.5% en la cartera total para ubicarse en P\$31,676m.

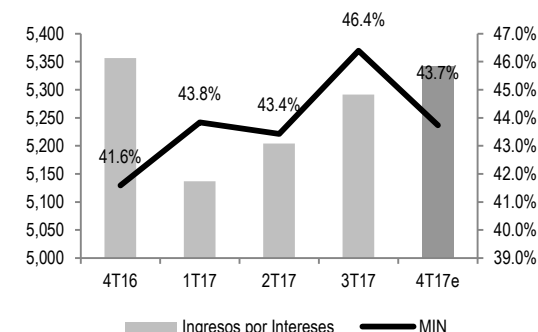
**Margen con ligeras caídas.** A pesar de que los ingresos comienzan a reflejar las mayores tasas activas de los productos, el menor nivel en la cartera mitigará el crecimiento en el Margen. De esta forma, nuestros estimados contemplan una contracción del 1.2% en el Margen Financiero, menor a la caída anticipada en la cartera. Lo anterior, en conjunción con un nivel de provisiones estable, se verá reflejado en una disminución del 0.1% A/A en el Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios para ubicarse en P\$3,986m. Lo anterior se traducirá en un Margen de Interés Neto (MIN) de 43.7%.

**Utilidad neta afectada por menor cartera y mayores gastos.** La caída en el Margen Ajustado por Riesgos, y el aumento del 7.1% en los gastos operativos, relacionado con la expansión del grupo, se verá reflejado en una caída del 18.4% A/A en la utilidad neta para alcanzar los P\$441m. Con los resultados esperados para el trimestre, el ROE deberá ubicarse en 17.0%, mientras que el índice de morosidad deberá aumentar T/T a 4.4%.

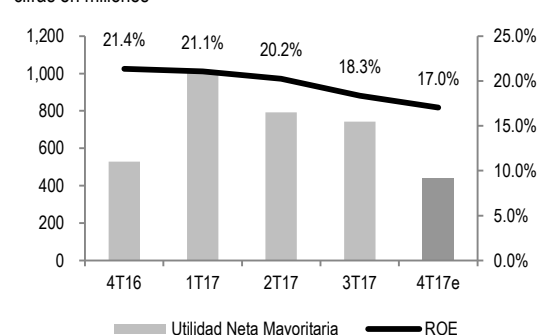
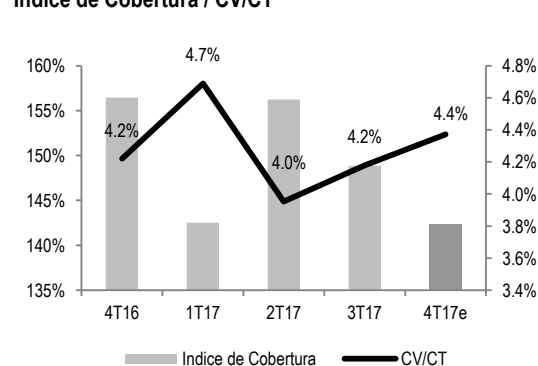
**Ponemos En Revisión nuestro precio objetivo y recomendación,** ante la expectativa de que la recuperación en los resultados podría tardar más de lo esperado.

**Ingresos por Intereses y MIN**

cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

cifras en millones


**Índice de Cobertura / CV/CT**


## GICSA B (Compra, PO2018 P\$14.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### GICSA – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	1,079	1,106	2.5%
NOI	791	780	-1.3%
Ebitda	758	793	4.7%
Utilidad Neta	-296	97	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen NOI	73.3%	70.6%	-2.7pp
Margen Ebitda	70.2%	71.8%	1.5pp
Margen Neto	-27.4%	8.8%	36.2pp
UPA	-\$0.19	\$0.06	N.A.

Fuente: Banorte

**Un trimestre modesto ante elevada base de comparación.** Gicsa tentativamente reportará sus resultados del 4T17 el próximo miércoles 21 de febrero, tras el cierre del mercado. Esperamos un trimestre modesto, en el que una base de comparación se traduciría en las menores tasas de crecimiento del año.

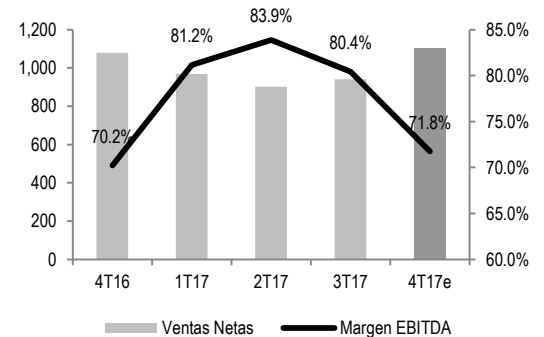
**Ingresos se elevarían 2.5% A/A.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos netos del portafolio de GICSA podrían ubicarse en P\$1,106m (+2.5% A/A), como resultado de una mayor tasa de ocupación en Forum Cuernavaca, la Isla Mérida y Capital Reforma. Creemos que ello compensaría una caída en los ingresos del portafolio de oficinas, como resultado del debilitamiento del dólar, efecto que impactaría el desempeño de las rentas dolarizadas de este segmento.

**Cambios marginales en NOI y EBITDA.** Estimamos que el ingreso operativo neto (NOI) de GICSA podría ubicarse en P\$780m en el 4T17, representando una contracción marginal de 1.3% A/A, al enfrentar una base comparativa elevada, en la que el reconocimiento de guantes en el 4T16 disparó la rentabilidad de dicho periodo. Creemos que ese efecto contrarrestaría la mayor generación de NOI de las recientes aperturas. A nivel del EBITDA, creemos que la actividad de las empresas de servicio podría haberse dinamizado hacia el cierre del año, incrementando así su contribución a la generación del flujo de operación. De esta manera, proyectamos que el indicador aumente interanualmente 4.7% a P\$793m.

**Beneficio neto se ubicaría en P\$97m, comparando muy favorablemente vs la pérdida de P\$296m registrada en el 4T16.** Esperamos que la utilidad neta mayoritaria de GICSA alcance P\$97m, apoyada por un menor RIF, a lo que se sumaría el efecto favorable de una normalización en la tasa impositiva. Estimamos que la tasa efectiva de impuestos de la compañía se ubique en 29% vs el 198.5% gravado en el mismo periodo del año anterior.

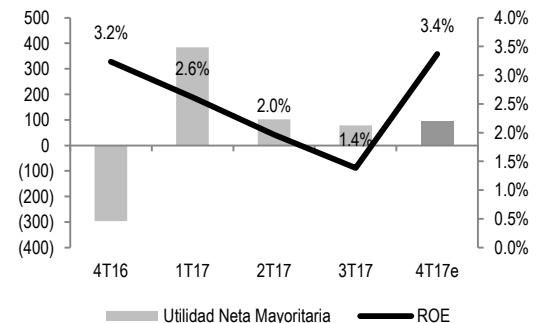
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



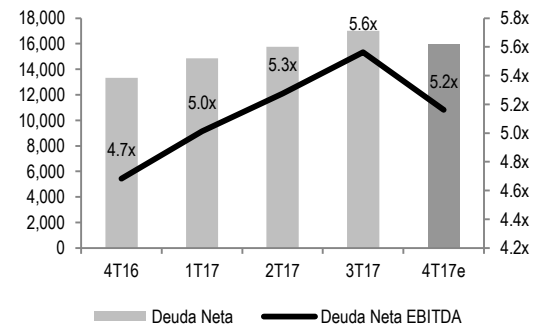
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**GMEXICO – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	2,063	2,758	33.7%
Utilidad de Operación	609	992	62.8%
Ebitda	905	1,309	44.6%
Utilidad Neta	251	501	99.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	29.5%	36.0%	6.5pp
Margen Ebitda	43.9%	47.5%	3.6pp
Margen Neto	12.2%	18.2%	6.0pp
UPA	\$0.03	\$0.06	99.9%

Fuente: Banorte

**GMEXICO, continúa la inercia de buenos resultados.** Grupo México estará publicando sus cifras del 4T17 en los primeros días del mes de febrero. La compañía mantendrá la inercia de sólidos crecimientos, impulsados por el comparativo favorable en los precios de los metales, y la consolidación de las operaciones del Florida East Coast Railway (FEC). En ese sentido, de acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, estimamos incrementos anuales del 33.7% en ingresos y 44.6% en EBITDA, en dólares.

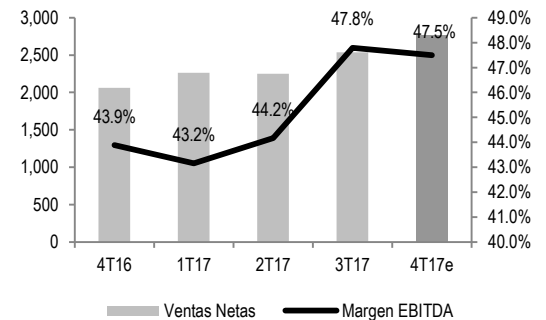
**Importante recuperación en el precio del cobre.** En el 4T17, los precios de los metales continuaron con su tendencia alcista. En términos anuales, el precio promedio del cobre mostró un incremento cercano al 30.0% al pasar de US\$2.39 por libra en el 4T16 a US\$3.10 en el 4T17. Por su parte, el molibdeno mostró una recuperación de casi 8% en precios promedio, el zinc cerca del 18%; el precio de la plata cayó casi 2% en promedio A/A. Lo anterior, compensará caídas marginales en volúmenes, sobretodo de cobre (-2.4% A/A), ante la menor producción en Asarco, resultado del cierre de operaciones en Hayden. El entorno de mayores precios, junto con las mayores eficiencias alcanzadas en minería con estricto control en costos, ayudarán a que el margen EBITDA consolidado se recupere a niveles de 47.5% (+3.6pp A/A).

**Transporte impulsado por la consolidación de FEC.** Este es el segundo trimestre en que se consolidan las operaciones de FEC, con una contribución equivalente al 3.5% del EBITDA total. Con ello anticipamos importantes crecimientos en la división de transporte, aunque seguiremos observando ligeras presiones en rentabilidad derivadas de la misma consolidación (+43% en ingresos y +38% en EBITDA A/A).

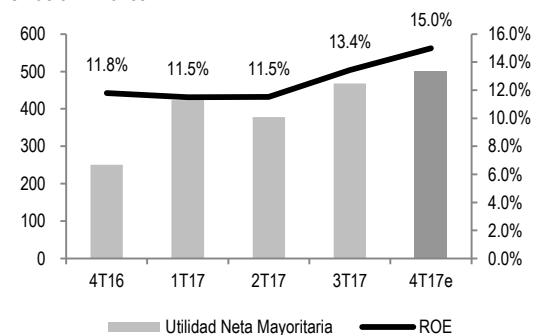
**Dividendo esperado de P\$0.40** que representa un rendimiento del 0.6%. La mejor rentabilidad de las operaciones se ve reflejada en atractivos y mayores dividendos.

**Ventas y Margen EBITDA**

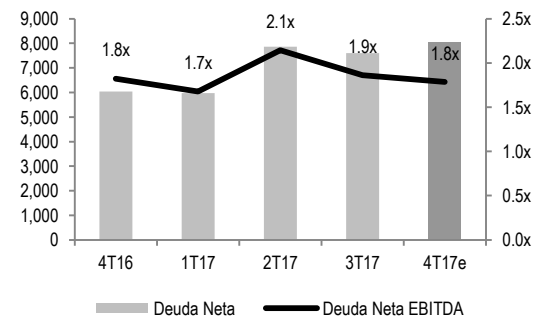
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## HOTEL \* (Compra, PO 2018 \$12.50)

José Itzamna Espitia Hernández

### HOTEL – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	319	441	38.5%
Utilidad de Operación	67	106	58.6%
Ebitda Ajustada	107	147	37.7%
Utilidad Neta	46	20	-55.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	20.9%	23.9%	3.0pp
Margen Ebitda Ajustada	33.6%	33.4%	-0.2pp
Margen Neto	14.4%	4.6%	-9.7pp
UPA	\$0.09	\$0.04	-55.5%

Fuente: Banorte

### Esperamos fuertes crecimientos en los resultados de HOTEL.

Estimamos que la empresa reportará crecimientos en ventas de 38.5%, en utilidad de operación de 58.6% y en EBITDA Ajustada de 37.7%, para ubicarse en P\$441m, P\$106m y P\$147m respectivamente. La utilidad neta mayoritaria se ubicaría en P\$20m.

**Entrada en operación de nuevos cuartos apoya el alza en ingresos.** Debido a la entrada en operación de nuevos cuartos, proyectamos baja en la ocupación de 3.2% vs 4T16, ubicándose en 63.8%. Por otro lado, esperamos que siga la tendencia alcista de la tarifa promedio diaria y en el 4T17 sea de P\$1,444 (+6.0% A/A). Por lo anterior, estimamos que la tarifa efectiva diaria mostraría un ligero avance de 0.9%, colocándose en P\$921.

**El crecimiento inorgánico es un factor importante para los resultados de la empresa.** Los números de HOTEL se ven favorecidos por el mayor número de habitaciones propias en el trimestre, que representan un +51% vs 4T16, principalmente por la apertura del Krystal Grand Suites (con 150 suites) y del Krystal Grand Nuevo Vallarta (con 265 suites agregadas al inventario original de 215 suites). La compañía cuenta con una perspectiva interesante de crecimiento y con los recursos para continuar integrando nuevos activos a su portafolio.

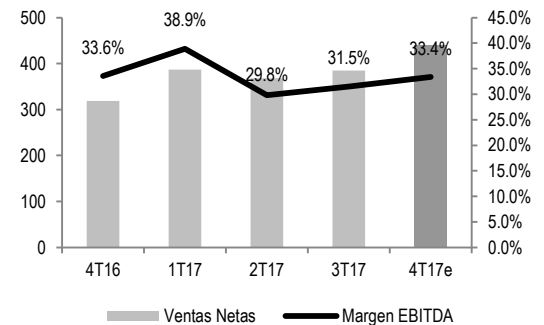
### Estimamos variaciones mixtas en los márgenes de la compañía.

Esperamos que el margen de la utilidad operativa tenga un avance de 3pp y se ubique en 23.9%. Por otro lado, prevemos que el margen EBITDA Ajustado sea de 33.4%, lo que representa una ligera baja de 0.2pp en comparación con el 4T16.

**Proyectamos una utilidad neta mayoritaria de P\$20m en el 4T17 (-55.5% vs 4T16),** debido a que el avance en los resultados operativos se vería contrarrestado por un mayor costo financiero (P\$77m estimado vs P\$22m en el 4T16) y un monto más alto de impuestos.

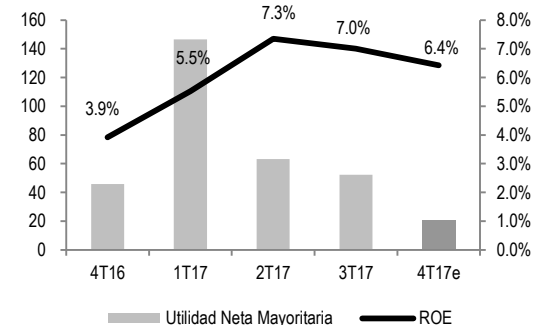
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



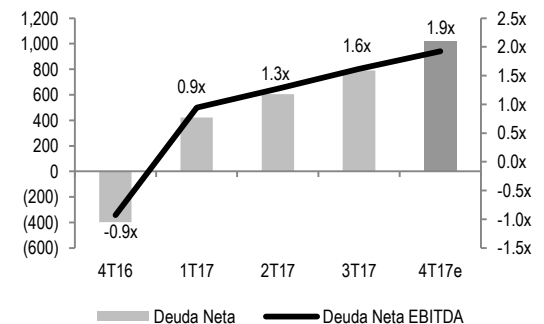
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**IENOVA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	252	286	13.7%
Utilidad de Operación	124	130	5.3%
Ebitda Ajustado	161	184	14.4%
Utilidad Neta	37	104	177.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	49.2%	45.6%	-3.6pp
Margen Ebitda	64.0%	64.4%	0.4pp
Margen Neto	14.9%	36.3%	21.4pp
UPA	\$0.03	\$0.09	177.3%

Fuente: Banorte

**Ienova, un buen trimestre que refleja bases comparables en GdC.** La compañía estará publicando sus resultados el martes 20 de febrero tras el cierre de los mercados. Este será el primer trimestre en que la consolidación de las operaciones de gasoductos de Chihuahua (GdC) ya será comparable. De cualquier forma, consideramos que el trimestre reflejará una sana tendencia, aunque las tasas de crecimiento serán menores.

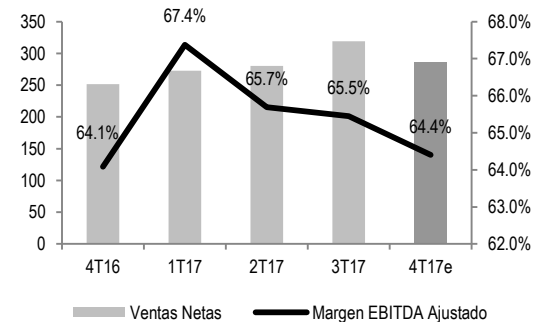
**Mantiene inercia.** De acuerdo con nuestros estimados esperamos un incremento del 13.7% A/A en los ingresos consolidados de la compañía para alcanzar los US\$286m y un aumento del 14.4% en el EBITDA ajustado para ubicarse en US\$184m. Lo anterior no sólo es resultado de la recuperación en los precios del gas natural y mayores volúmenes venta, sino también la contribución de un trimestre completo de Ventika (consolidado a partir de finales del 4T16), la contribución del ingreso el Gasoducto San Isidro-Samalayuca, el Gasoducto Ojinaga-El Encino y el Ramal Empalme.

**Mayor participación en Los Ramones Norte II.** A mediados de noviembre pasado la compañía cerró finalmente la adquisición de la participación de Pemex Transformación Industrial en la empresa Ductos y Energéticos del Norte (DEN) y, como resultado, incrementará su participación indirecta del 25% al 50% en el gasoducto Los Ramones II Norte. Esto permitirá una contribución adicional al EBITDA por alrededor de US\$50m anuales (alrededor de US\$6-8m en el 4T17).

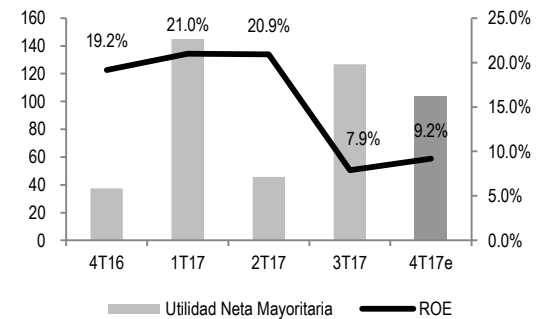
**Atentos al avance de proyectos.** Esperamos mayor información al respecto de los avances en proyectos que se mantienen en el pipeline, como los Solar Pima y Solar Rumorosa. El gasoducto marino Texas-Tuxpan, y los relacionados con la terminal marítima en Veracruz y los acuerdos con Valero, que marcan la entrada de Ienova al negocio de fluidos, con un interesante potencial de crecimiento.

**Ventas y Margen EBITDA**

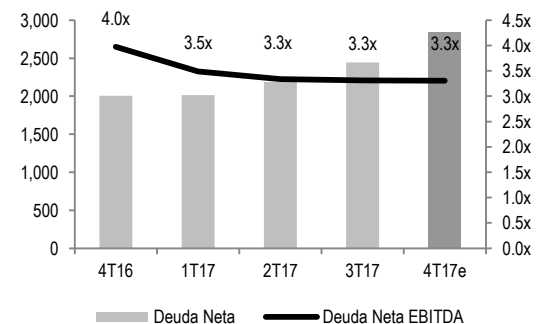
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## LAB B (Mantener, PO2018 \$25.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### LAB – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	3,015	3,186	5.7%
Utilidad de Operación	451	556	23.3%
Ebitda	467	573	22.6%
Utilidad Neta	215	225	4.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	15.0%	17.5%	2.5pp
Margen Ebitda	15.5%	18.0%	2.5pp
Margen Neto	7.1%	7.1%	-0.1pp
UPA	\$0.20	\$0.21	4.6%

Fuente: Banorte

**Seguiría mejorando la rentabilidad en el 4T17.** Tentativamente, Genomma Lab reportará sus resultados del 4T17 el próximo miércoles 21 de febrero, tras el cierre del mercado. Creemos que la estrategia de reducción de gastos implementada por la administración, así como un mayor apalancamiento operativo, continuarían rindiendo frutos a través de una mejor rentabilidad.

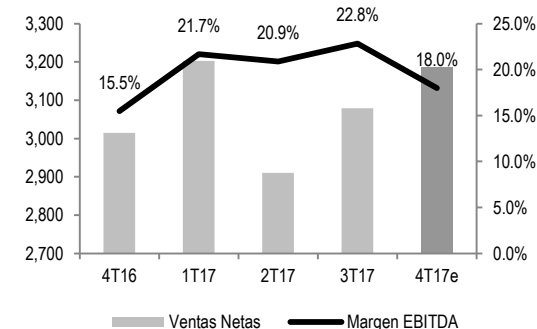
**Creecerían las ventas al compensar Latam y México la debilidad de EE.UU.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, las ventas consolidadas de Lab crecerían 5.7% A/A para alcanzar P\$3,186m en el 4T17. Por región, anticipamos un modesto avance de 2.4% en los ingresos de México, ante un crecimiento de 12% en PC, mismo que compensaría una contracción de 5% en OTC. Mientras tanto, en Latinoamérica esperamos que las ventas avancen 12%, al crecer 15.1% el OTC y 10.4% PC, debido a una fuerte demanda en la región. Finalmente, en EE.UU. esperamos que la debilidad continúe con una caída de 6.4% en las ventas, al contraerse 5.6% el OTC y 7.4% el PC.

**Sigue mejorando la rentabilidad.** Pensamos que la política de control y reducción de gastos implementada por la compañía, sumada a un mayor apalancamiento operativo en México y América Latina, relacionado con el crecimiento de las ventas, podría traducirse en una expansión de 250pb en el margen EBITDA. Así, éste alcanzaría 18%, implicando un incremento de 22.6% A/A en el flujo de operación para alcanzar P\$573m en el 4T17.

**Un mayor RIF sumado a un menor beneficio en subsidiarias no consolidadas limitaría el crecimiento a nivel neto.** Estimamos que la utilidad neta de Genomma crezca 4.6% a P\$225m, por debajo del ritmo de la utilidad de operación (+23.3%), debido a que un RIF mayor (+49%), relacionado con un mayor gasto por intereses ante los aumentos en la tasa, sumado a mayores pérdidas cambiarias y un menor beneficio en subsidiarias no consolidadas, limitarían el crecimiento de la utilidad neta.

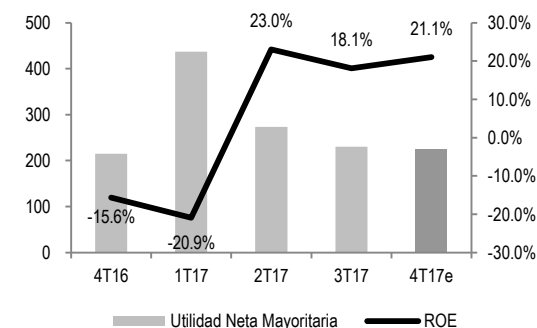
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



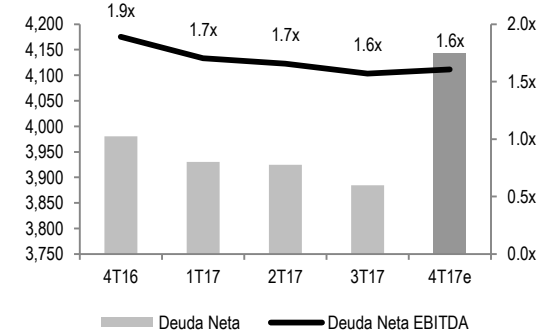
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## LACOMER UBC (Compra, PO2018 \$22.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### LACOMER – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	3,928	4,555	16.0%
Utilidad de Operación	51	96	90.0%
Ebitda	217	277	27.7%
Utilidad Neta	135	95	-29.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	1.3%	2.1%	0.8pp
Margen Ebitda	5.5%	6.1%	0.6pp
Margen Neto	3.4%	2.1%	-1.4pp
UPA	\$0.12	\$0.09	-29.9%

Fuente: Banorte

**Sigue la recuperación en la rentabilidad pese a la expansión.** La Comer reportará sus resultados del 4T17 el próximo miércoles 21 de febrero, tras el cierre del mercado. Anticipamos expansiones adicionales en la rentabilidad, de la mano de un sólido desempeño en las ventas a UI, el cual permitiría un mayor apalancamiento operativo y compensaría los gastos relacionados con la agresiva expansión de tiendas que se está llevando a cabo.

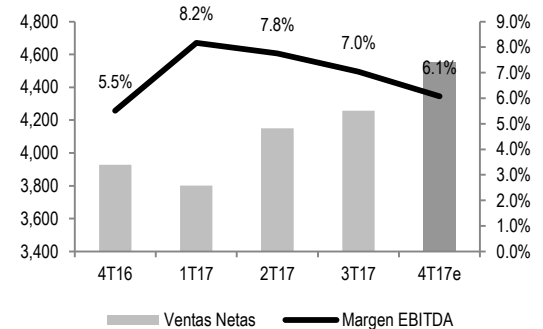
**Ventas crecerían 16%.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos de La Comer se incrementarían interanualmente 16% a P\$4,555m durante el 4T17. Esta cifra se explicaría principalmente por un avance en las VMT de 13.5%, mientras que las nuevas unidades añadirían 250pb al crecimiento consolidado. Nuevamente, la base de comparación facilitaría el crecimiento del indicador a UI, toda vez que en 2016 varias unidades tuvieron un desempeño inferior debido a que se encontraban en remodelación.

**Expansión de 60pb en el margen EBITDA.** Estimamos que en el trimestre, el margen EBITDA de LACOMER se expandiría 0.6pp, como resultado de una ganancia de 10pb en el margen bruto, a lo que se uniría un mayor apalancamiento de gastos (50pb). Destacamos este desempeño, dado que la rentabilidad podría mejorar incluso a pesar del efecto de los gastos pre operativos relacionados con las nuevas unidades. Con ello en mente, el flujo de operación se incrementaría 27.7% A/A para alcanzar P\$277m, equivalente a un margen de 6.1%.

**Normalización de la tasa efectiva de impuestos impactaría la utilidad neta.** En el 4T16, La Comer registró un beneficio fiscal por un cambio contable en la amortización del valor de ciertas marcas adquiridas, sentando una base de comparación muy complicada. Así, estimamos que al normalizar la tasa efectiva de impuestos (31.8%e vs -50.9% en el mismo periodo del año anterior), la utilidad neta caería 29.9% a P\$95m.

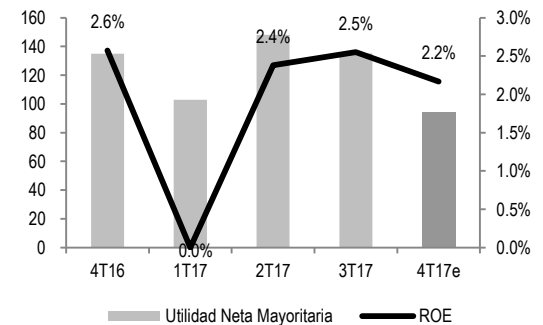
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



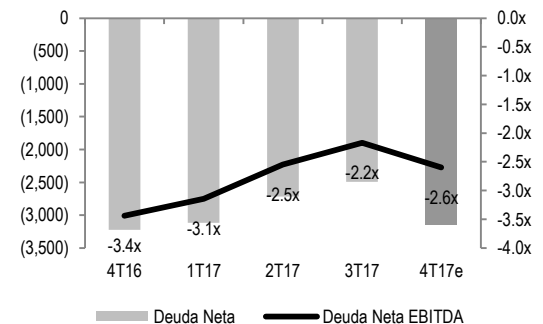
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## LIVEPOL C (Compra, PO2018 \$163.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### LIVEPOL – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	35,306	44,184	25.1%
Utilidad de Operación	6,287	7,678	22.1%
Ebitda	7,098	8,617	21.4%
Utilidad Neta	4,890	5,292	8.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	17.8%	17.4%	-0.4pp
Margen Ebitda	20.1%	19.5%	-0.6pp
Margen Neto	13.8%	12.0%	-1.9pp
UPA	\$3.64	\$3.94	8.2%

Fuente: Banorte

**Buenos crecimientos para cerrar el 2017.** Liverpool reportará sus resultados del 4T17 el próximo martes 20 de febrero, tras el cierre del mercado. Esperamos un trimestre con mejorías secuenciales a nivel de la rentabilidad, al no esperar efectos extraordinarios como los registrados en los dos trimestres anteriores, por lo que la erosión en rentabilidad provendría únicamente por el efecto de consolidación de Suburbia que opera con menores márgenes.

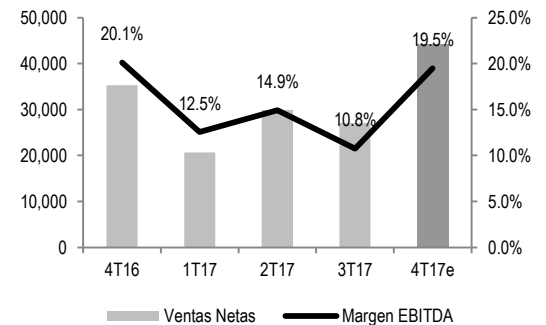
**Estimamos que los ingresos crezcan 25.1%.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos de Liverpool se incrementarían interanualmente 25.1% a P\$44,184m. Por una parte, esperamos que los ingresos comerciales de Liverpool avancen 8.7% a P\$34,469m, apoyados por un incremento de 5.5% en VMT. Por otra parte, proyectamos que Suburbia contribuya con P\$5,775m de ventas (+6.1% A/A). Adicionalmente, los ingresos por intereses se ubicarían en P\$2,834m, mientras que los ingresos del negocio inmobiliario disminuirían 11.9% a P\$829m, al enfrentar una base comparativa complicada en el 4T16 por un fuerte cobro de guantes. Finalmente, otros ingresos alcanzarían P\$276m.

**Margen EBITDA se erosionaría 60pb con Suburbia.** Estimamos que el EBITDA de LIVEPOL crezca un atractivo 21.4% para alcanzar P\$8,617m en el 4T17, traduciéndose en una contracción de 60pb en el margen EBITDA a 19.5%, pero poniendo de manifiesto una importante mejoría secuencial respecto del 10.8% alcanzado en el 3T17. Dicho desempeño se explicaría principalmente por la consolidación de Suburbia (que opera con márgenes inferiores) y la ausencia de efectos extraordinarios como ocurrió anteriormente.

**Mayor gasto financiero limitaría el crecimiento a nivel neto.** Proyectamos que la utilidad neta de Liverpool alcance los P\$5,292m, equivalente a un crecimiento interanual de 8.2%, afectada por un mayor pago por intereses (+24%) y un menor beneficio por Grupo Unicomer (-30%), a lo que se unirían menores ganancias cambiarias respecto del mismo periodo del año anterior.

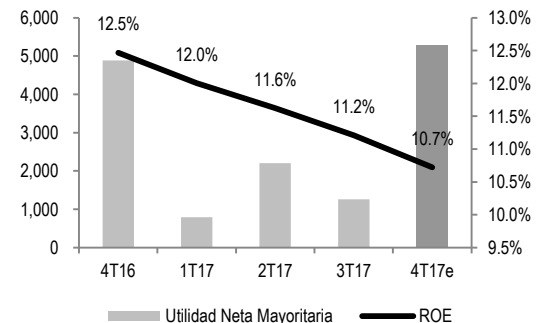
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



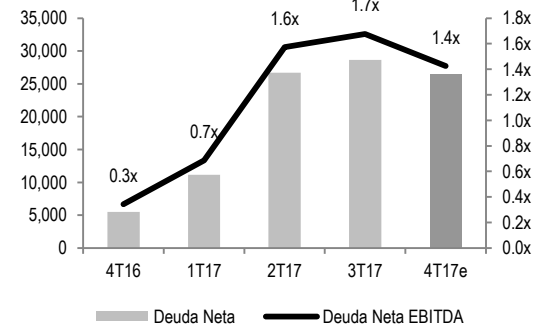
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**MEGA – Preliminar 4T17**

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	4,456	4,574	2.7%
Utilidad de Operación	1,292	1,380	6.8%
Ebitda	1,843	1,990	8.0%
Utilidad Neta	996	1,005	0.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	29.0%	30.2%	1.2pp
Margen Ebitda	41.4%	43.5%	2.1pp
Margen Neto	22.4%	22.0%	-0.4pp
UPA	\$1.16	\$1.17	0.8%

Fuente: Banorte

**Un buen reporte daría sustento al reciente rally de la acción.**

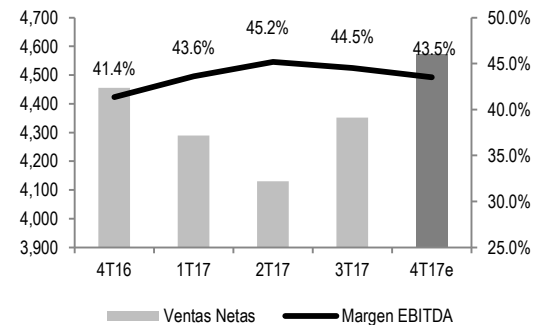
Con base en nuestros estimados, las cifras de Megacable al 4T17 tendrían un efecto positivo sobre los parámetros de valuación. En este trimestre podríamos observar un mejor dinamismo en las adiciones netas; no obstante, todavía existe la posibilidad de ver efectos negativos del *apagón analógico*. La demanda de servicios de valor agregado influiría positivamente sobre las ventas de las operaciones de cable, lo que en combinación con menores costos de programación por la cancelación del contrato de compra de contenido a Televisa y la terminación del proyecto de cambio de medidores de la CFE, provocarían una expansión en la rentabilidad.

**Estimamos un crecimiento de 11.4% en la base de UGI.** En este periodo, Megacable podría registrar 237 mil adiciones netas en la base de Unidades Generadoras de Ingreso para finalizar en 7.1 millones. Desglosando las adiciones netas por tipo de servicio, calculamos variaciones de: +1.8% en video, +17.7% en internet y +23.9% en telefonía. Por otro lado, estimamos una caída de 6.1% en el ingreso promedio por suscriptor (ARPU) derivado del efecto de empaquetamiento de servicios mientras que el ARPU por suscriptor aumentaría 2.2%.

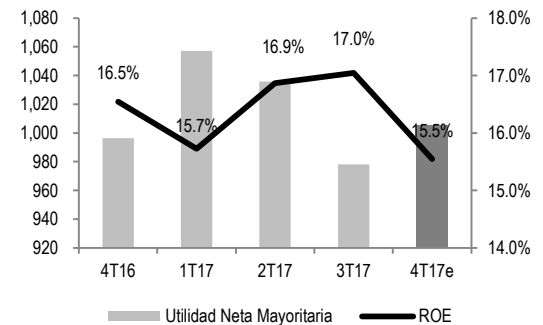
**Cifras favorables a nivel operativo.** Estimamos que los ingresos consolidados podrían aumentar 2.7% A/A a P\$4,574m como resultado de un incremento de 4.2% en los ingresos de las operaciones de cable y una caída de 3.5% en los ingresos del segmento empresarial. Vale la pena recordar que el segmento empresarial tiene una difícil base de comparación por los ingresos relacionados con el proyecto con CFE. A nivel del EBITDA, calculamos un monto de P\$1,990m, es decir, un aumento del 8.0% y una expansión de 2.1pp en el margen de EBITDA a 43.5%. A pesar del alza en tasas de interés, estimamos una reducción de 54% en los gastos financieros por las ganancias cambiarias. En este trimestre podríamos observar una mayor tasa impositiva por lo que la utilidad neta tendría pocos cambios respecto al 4T16.

**Ventas y Margen EBITDA**

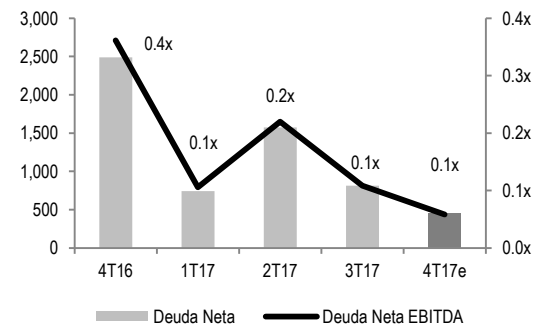
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



**MEXCHEM – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	1,260	1,341	6.5%
Utilidad de Operación	152	177	16.8%
Ebitda	247	278	12.5%
Utilidad Neta	71	60	-14.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	12.0%	13.2%	1.2pp
Margen Ebitda	19.6%	20.7%	1.1pp
Margen Neto	5.6%	4.5%	-1.1pp
UPA	\$0.03	\$0.03	-14.5%

Fuente: Banorte

**Mexchem, buen cierre de año.** La compañía estará publicando sus cifras del 4T17 el miércoles 21 de febrero tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre positivo, en línea con la tendencia de crecimiento que ha mostrado la compañía en los últimos trimestres, lo que le permitirá alcanzar su guía de crecimiento en EBITDA entre 20%-25% A/A.

**Buenos crecimientos.** Este trimestre anticipamos incrementos de 6.5% en las ventas a US\$1,341m y 12.5% en el EBITDA para ubicarse en US\$278m. La tendencia de recuperación en los precios del PVC de la mano de la contribución del cracker de etileno en Texas, serán los principales motores de los resultados.

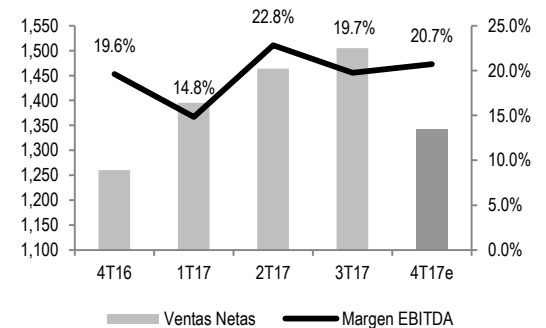
**Cargo por operaciones discontinuas.** Es importante mencionar que este trimestre se verán reflejados algunos cargos relacionados con el ajuste como operaciones discontinuas de la decisión de PMV de salir de los negocios de VCM y Etileno. Lo anterior deberá afectar el resultado a nivel neto, pero no el EBITDA, ante lo cual podríamos observar una pérdida asociada con el mismo. Nuestro estimado presenta cifras sin el ajuste mencionado.

**Vinyl,** mostrará importantes mejoras en rentabilidad ante una estructura de costos más eficiente gracias a la mayor integración de las operaciones con el cracker de etileno en Texas. Adicionalmente, la perspectiva para el PVC se encuentra en plena recuperación con mejores precios sustentados en una expansión de la capacidad mucho más limitada. **Flúor,** será apoyada por los mayores precios de los gases refrigerantes resultado de las resoluciones anti dumping impuestas por la US International Trade Commission y una importante expansión en los ingresos tanto del negocio *upstream* como *downstream*. Y finalmente **Fluent,** presentará ligeras mejoras en rentabilidad apoyadas por la mejor tendencia del PVC y buenos resultados en AMEA, Europa y US/Canada.

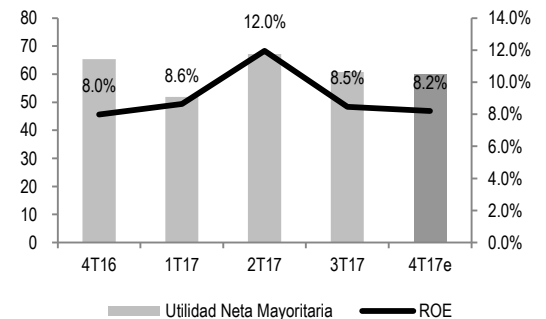
**Atentos a detalles sobre posibles sinergias con Netafim y el cierre de la operación esperado para este 1T18.**

**Ventas y Margen EBITDA**

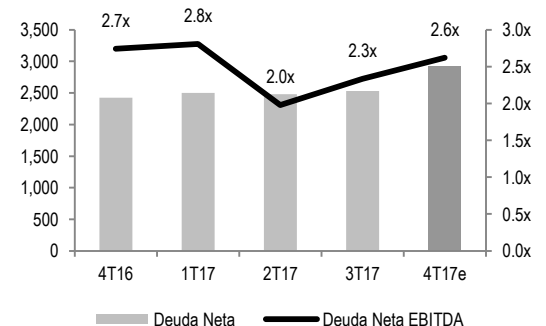
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**NEMAK – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	19,679	21,302	8.2%
Utilidad de Operación	1,757	2,404	36.8%
Ebitda	3,377	3,859	14.3%
Utilidad Neta	1,170	1,146	-2.1%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.9%	11.3%	2.4pp
Margen Ebitda	17.2%	18.1%	1.0pp
Margen Neto	5.9%	5.4%	-0.6pp
UPA	\$0.38	\$0.37	-2.0%

Fuente: Banorte

**Recuperación secuencial.** Nematik reportará sus resultados correspondientes al 4T17 el próximo lunes 12 de febrero, tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre con mejoras secuenciales a nivel operativo, como resultado de un crecimiento marginal en los volúmenes de NAFTA, al finalmente disiparse el efecto de FCA, a lo que se sumarían buenos desempeños en Europa y el Resto del Mundo. Mientras tanto, la menor volatilidad en el precio del aluminio evitaría efectos sobre la rentabilidad.

**Finalmente esperamos estabilidad en NAFTA, incluso pese a la caída en la producción regional.** Proyectamos que el volumen consolidado alcance 12.6 millones de unidades equivalentes (+6.9% A/A) explicado por un avance marginal de 0.4% en NAFTA, sumado a incrementos de 15.3% en Europa y de 18.5% en el RdM. Esperamos que estos desempeños superen los de la industria (-4% y +6%, respectivamente).

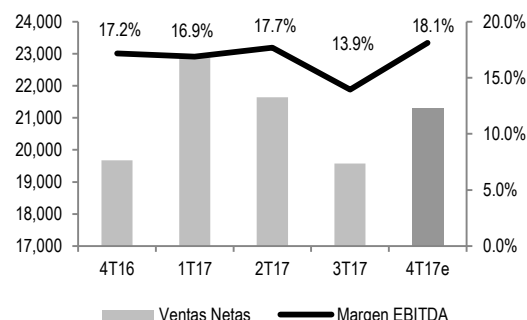
**El aluminio impulsa los ingresos, sin efecto alguno en la rentabilidad.** Estimamos que las ventas de Nematik crezcan 14.3% a US\$1,138m, impulsados por mayores precios por unidad (+6.9%), resultado del repunte en el aluminio (+24.2%). A lo anterior habría que sumar el avance en el volumen y el efecto del fortalecimiento del euro frente al dólar americano en las operaciones de Europa.

**EBITDA crecería 9.3% a US\$203m.** La combinación del crecimiento en el volumen, sumada a una base comparativa fácil ante un cargo extraordinario en el 4T16 por US\$13m, apoyarían el primer crecimiento trimestral en el EBITDA del 2017. Así, el flujo de operación alcanzaría US\$203m, incrementándose 9.3% A/A con un margen 60pb inferior al ubicarse en 18.1%, cumpliendo con la guía 2017 de US\$750m.

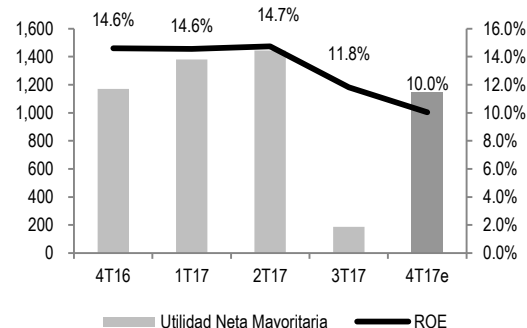
**Ligera caída en la utilidad neta por pérdidas cambiarias.** Estimamos que el beneficio neto se ubique en P\$1,146m (-2.1% A/A), afectado por un RIF 42% mayor ante pérdidas cambiarias por P\$435.4m.

**Ventas y Margen EBITDA**

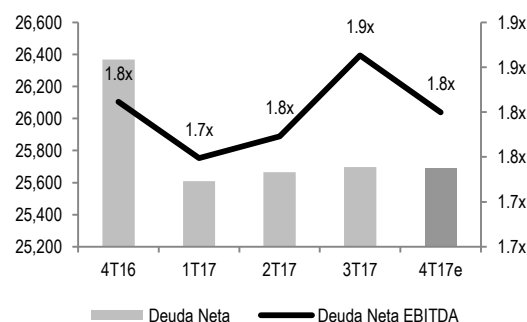
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**OMA B (Compra, PO 2018 \$120.00)**
**OMA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	1,569	1,733	10.5%
Utilidad de Operación	730	839	15.0%
Ebitda Ajustada	879	994	13.0%
Utilidad Neta	569	528	-7.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	46.5%	48.4%	1.9pp
Margen Ebitda Ajustada	62.2%	63.7%	1.5pp
Margen Neto	36.3%	30.4%	-5.8pp
UPA	\$1.42	\$1.34	-5.8%

Fuente: Banorte / Margen Ebitda Ajustada = Ebitda Ajustada / Suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos.

**Avances de doble dígito a nivel operativo.** Estimamos que Oma reportará sus resultados del 4T17 con un aumento de 10.5% en ventas (alza de 10.3% en suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), de 15.0% en utilidad operativa, de 13.0% en EBITDA Ajustada y una caída de 7.3% en utilidad neta mayoritaria, para ubicarse en P\$1,733m, P\$839m, P\$994m y P\$528m, respectivamente.

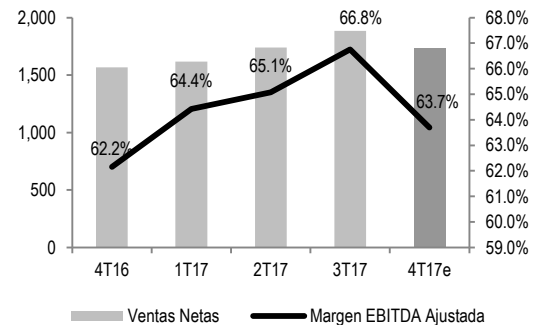
**Se prolonga la desaceleración en el crecimiento de tráfico de pasajeros en el trimestre.** Contrario a lo que anticipábamos, la desaceleración en los pasajeros totales de Oma continuó hasta el cierre de 2017. Durante el 4T17, el tráfico total del grupo cerró con un bajo crecimiento de 1.8% vs 4T16, conformado por un aumento de 2.0% en pasajeros nacionales y un ligera alza de 0.6% en los internacionales. Varias rutas/frecuencias de Oma se vieron afectadas ante la reasignación de *slots* a aerolíneas. Por otro lado, prevemos que la compañía seguirá con su enfoque de diversificación de ingresos no aeronáuticos a través del desarrollo de nuevos negocios. Estimamos que el ingreso por pasajero (suma ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos / tráfico total) tenga una variación positiva de 5.5% respecto al 3T16.

**Pronosticamos un avance en el margen EBITDA Ajustado.** Proyectamos un aumento en el margen operativo de la empresa de 1.9pp, colocándose en 48.4%. Por su parte, esperamos que el margen EBITDA Ajustada (EBITDA Ajustada / Suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tenga un incremento de 1.5pp, para ubicarse en 63.7%, reflejando un control de costos y gastos por parte de la empresa.

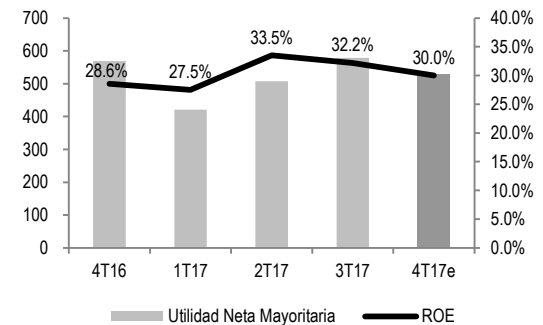
**La utilidad neta mayoritaria tendría una disminución de 7.3%**, debido principalmente a que el avance en los resultados operativos sería parcialmente contrarrestado por un RIF de P\$83m (comparado con un beneficio en el 4T16), así como por mayores impuestos a la utilidad.

**Ventas y Margen EBITDA Ajustada**

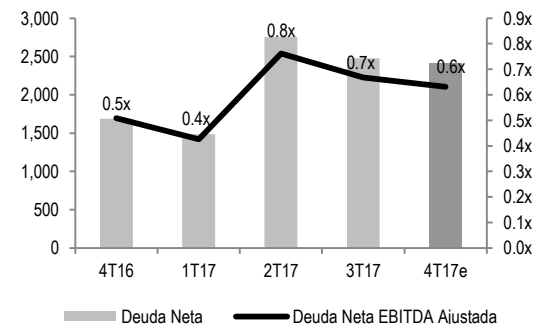
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA Ajustada**

Cifras en millones



## PINFRA \* (Compra, PO 2018 \$230.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### PINFRA – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	2,654	2,677	0.9%
Utilidad de Operación	1,491	1,582	6.1%
Ebitda	1,596	1,685	5.6%
Utilidad Neta	1,037	1,194	15.1%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	56.2%	59.1%	2.9pp
Margen Ebitda	60.1%	62.9%	2.8pp
Margen Neto	39.1%	44.6%	5.5pp
UPA	\$2.41	\$2.78	15.1%

Fuente: Banorte

**Esperamos avances de un dígito medio en el 4T17.** Estimamos que Pinfra reporte los siguientes aumentos en sus resultados: 0.9% en ventas y 5.6% en EBITDA, para colocarse en P\$2,677m y P\$1,685m, respectivamente.

**Mayores ingresos en Concesiones, más que compensarían las caídas en Construcción y Plantas.** El segmento de Concesiones —68.3% de las ventas últimos 12 meses— tendría un alza de 11.1% por el buen desempeño en el aforo de sus autopistas y el incremento en tarifas. Prevemos una caída de 8.4% en Construcción (peso de 26.3%), y finalmente, una baja de 53.5% en Plantas (contribución de 5.4%) por una difícil base comparativa. Pinfra cuenta con algunos activos en desarrollo y de ahí el peso de ingresos por construcción. Dichos activos son: la segunda etapa de Pirámides – Texcoco, así como el viaducto elevado de la autopista México – Puebla en 2017.

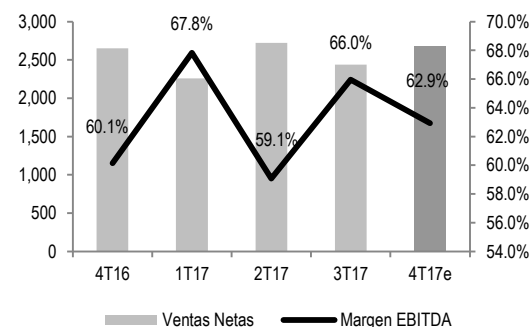
**Mejor rentabilidad esperada por mayor contribución de Concesiones (segmento más rentable).** Estimamos avances de 6.1% en la utilidad operativa y de 5.6% en el EBITDA. Lo anterior derivado de un mayor peso del segmento de Concesiones (el más rentable), apoyado por aumentos en los márgenes de los segmentos de Construcción y Plantas. De esta forma, prevemos que los márgenes tengan crecimientos de 2.9pp el operativo y 2.8pp el de EBITDA, ubicándose en 59.1% y 62.9%, respectivamente.

**Estimamos un aumento en la utilidad neta mayoritaria de 15.1% vs 4T16,** ubicándose en P\$1,194m, debido a incrementos en los resultados operativos, un beneficio en el resultado integral de financiamiento de P\$79m (vs costo de P\$276m en el 4T16) y mayores impuestos.

**Nuevo activo en el portafolio.** En el trimestre, se le adjudicó a Pinfra la Terminal Portuaria en el Puerto de Veracruz. El Contrato de Cesión Parcial de Derechos y Obligaciones es por un plazo de 20 años y la inversión será de P\$2,500m.

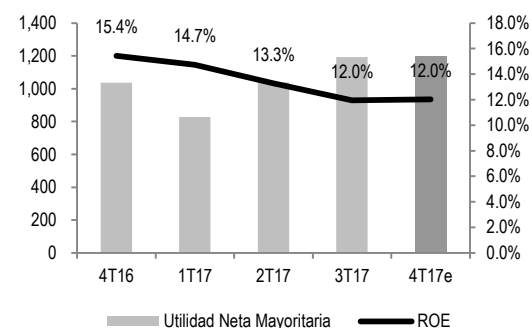
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



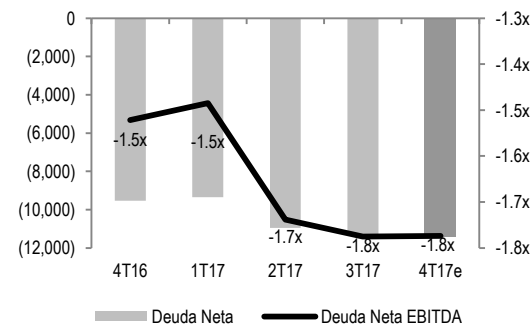
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## RASSINI A (Compra, PO2018 \$42.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### RASSINI – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	4,353	4,340	-0.3%
Utilidad de Operación	541	539	-0.3%
Ebitda	821	748	-8.9%
Utilidad Neta	201	342	70.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	12.4%	12.4%	0.0pp
Margen Ebitda	18.9%	17.2%	-1.6pp
Margen Neto	4.6%	7.9%	3.3pp
UPA	\$0.63	\$1.07	\$0.70

Fuente: Banorte

**Fuerte cierre de año en términos de dólares.** Rassini reportará sus resultados correspondientes al 4T17 el próximo lunes 19 de febrero, tras el cierre de los mercados. Anticipamos un buen trimestre en términos de dólares, apoyado por un repunte en la producción de vehículos comerciales ligeros en NAFTA, resultado que sería impactado por un efecto por conversión cambiaria desfavorable, ante el fortalecimiento del peso frente al dólar en la comparativa anual.

**Sólido desempeño en Norteamérica.** Estimamos que el volumen consolidado de Rassini se incremente 3.6% en el 4T17, impulsado por un repunte de 4% en la producción de vehículos comerciales en NAFTA y de 15% en la de vehículos pesados en Brasil. Así, creemos que la división de suspensiones podría crecer 5% mientras que los frenos podrían contraerse 2.1%.

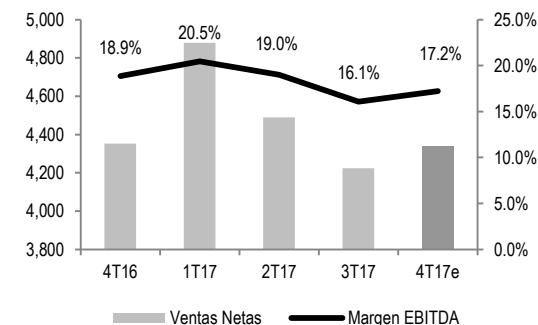
**Tipo de cambio impacta los resultados.** Estimamos que los ingresos de Rassini alcancen P\$4,340m, retrocediendo marginalmente 0.3% A/A, principalmente afectados por la apreciación interanual de 3.9% del peso frente al dólar. En términos de dólares, estimamos que éstos se hayan incrementado 6.7% ante el crecimiento en el volumen sumado a mayores precios de venta, derivado de la apreciación del hierro.

**Menor tipo de cambio presionaría la rentabilidad.** Como hemos indicado anteriormente, la estructura de Rassini con ingresos dolarizados y buena parte de su estructura de costos denominada en pesos es susceptible a las variaciones del tipo de cambio. En esta ocasión creemos que la rentabilidad se podría presionar 160pb a 17.2%, debido al debilitamiento del dólar y la caída en el volumen de frenos. Con ello el flujo de operación caería 8.9% A/A a P\$748m.

**Fuerte crecimiento a nivel neto.** Una menor tasa efectiva de impuestos vs el 4T16 (30% vs 60%), compensaría el mayor RIF, para impulsar la utilidad neta 70% A/A a P\$342m.

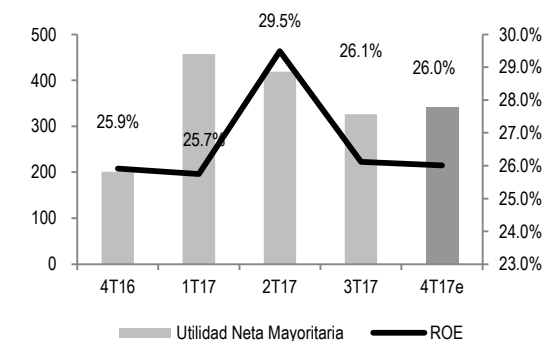
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



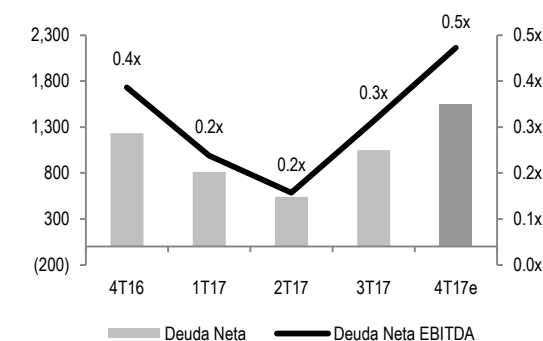
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**SORIANA – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	40,639	42,127	3.7%
Utilidad de Operación	2,867	3,096	8.0%
Ebitda	3,644	3,874	6.3%
Utilidad Neta	1,529	1,645	7.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	7.1%	7.3%	0.3pp
Margen Ebitda	9.0%	9.2%	0.2pp
Margen Neto	3.8%	3.9%	0.1pp
UPA	\$0.85	\$0.91	7.6%

Fuente: Banorte

**Continúa la debilidad en los ingresos pero mejora la rentabilidad.** Soriana reportará sus resultados del 4T17 el próximo viernes 23 de febrero, durante el horario de operación del mercado. Esperamos un trimestre en el que la debilidad en las ventas continuará, mientras que mejores condiciones comerciales y eficiencias operativas permitirían incrementar la rentabilidad.

**Estimamos que las ventas totales crezcan 3.7% A/A.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos de Soriana se incrementarían interanualmente 3.7% a P\$42,127m durante el 4T17. Esta cifra se explicaría principalmente por un avance en las VMT de 3.9%, mientras que el cierre de una unidad respecto de 2016 (con 4 aperturas en el 4T17) explicaría la diferencia vs VT.

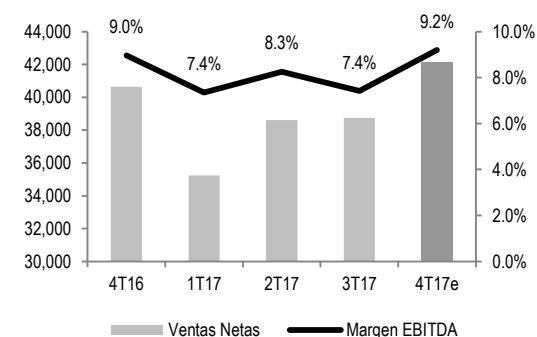
**Margen EBITDA mejoraría 20pb a 9.2% en el 4T17.** Proyectamos que en el trimestre, el margen EBITDA de Soriana se expandiría 20pb, como resultado de una ganancia de 10pb en el margen bruto, gracias a mejores condiciones comerciales en los nuevos contratos con proveedores y menores inversiones en precios. Además, esperamos mayores eficiencias operativas como resultado de la integración de Comerc, principalmente a nivel logístico. Dichas sinergias estimamos contribuyan con otros 10pb al margen EBITDA. Con ello en mente, el flujo de operación crecería 6.3% en el 4T17 para ubicarse en P\$3,874m.

**Beneficio neto se ubicaría en P\$1,645m.** Estimamos que la utilidad neta de Soriana podría crecer 7.6% A/A, alcanzando P\$1,645m. Dicho desempeño se explicaría por el desempeño operativo (+8.0%), mismo que sería parcialmente contrarrestado por un RIF 4% mayor, en el que menores pérdidas cambiarías vs el mismo periodo del año anterior (P\$52m vs P\$101m) compensarían un gasto por intereses 14% mayor.

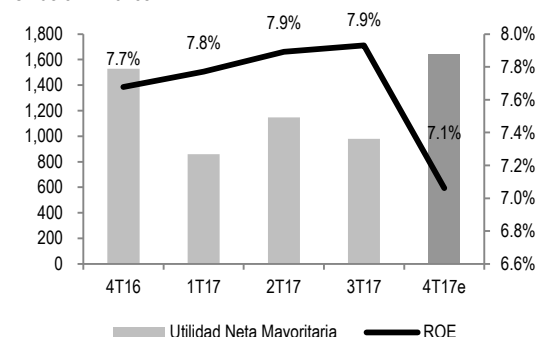
**Esperamos una disminución de P\$5,445m en la deuda con costo, con lo que la razón de DN/EBITDA bajaría a 1.8x.**

**Ventas y Margen EBITDA**

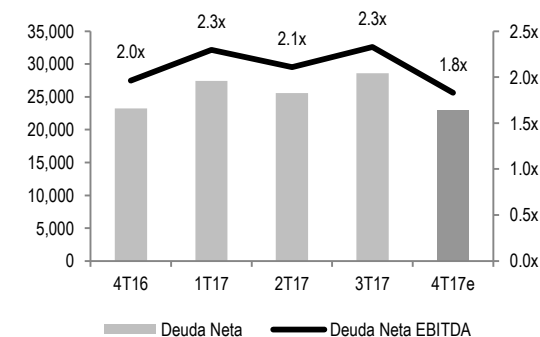
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**SPORT S (Compra, PO2018 P\$21.50)**
*Valentín III Mendoza Balderas*
**SPORT – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	358	417	16.5%
Utilidad de Operación	26	34	31.4%
Ebitda	66	79	18.8%
Utilidad Neta	13	16	21.7%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	7.3%	8.2%	0.9pp
Margen Ebitda	18.6%	18.9%	0.3pp
Margen Neto	3.8%	3.9%	0.1pp
UPA	\$0.17	\$0.21	22.5%

Fuente: Banorte

**Culminando bien 2017.** Sports World reportará sus resultados del 4T17 el próximo viernes 23 de febrero, tras el cierre del mercado. Anticipamos otro buen trimestre, en el que las recientes aperturas de clubes, sumada a un mayor apalancamiento operativo que permitiría absorber los gastos pre operativos, traduciéndose en crecimientos de doble dígito y una mayor rentabilidad.

**Los usuarios activos cerrarían en 77,328 (+6%e).** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, al cierre del 4T17, SPORT podría culminar con 77,328 usuarios activos en sus clubes. Dicha cifra se explicaría por un crecimiento a mismos clubes de 2.6%, sumada a la contribución de 2,443 usuarios por parte de los 8 clubes inaugurados en 2017. Así, estimamos que gracias a las actividades de retención implementadas, la tasa de deserción se mantenga estable respecto del 4T16 en 3.5%.

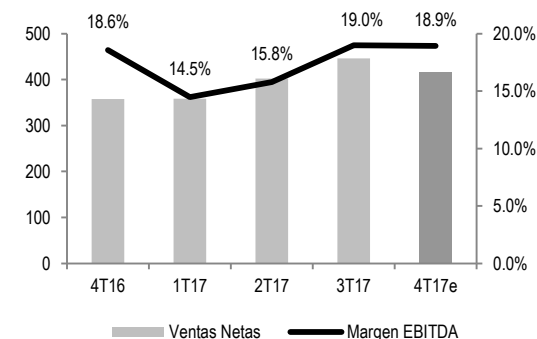
**Proyectamos que los ingresos alcancen P\$417m.** Anticipamos que las ventas de SW crecerían interanualmente 16.5% a P\$417m en el 4T17. Dicha cifra se explicaría por un avance de 13% en los ingresos por cuotas de mantenimiento y membresías, relacionados con las adiciones de nuevos usuarios a los clubes maduros y nuevos, a lo que se uniría un avance de 35% en otros ingresos.

**Sigue mejorando la rentabilidad pese a la expansión.** Estimamos que la compañía en el 4T17 reporte una mejoría de 30pb en el margen EBITDA para ubicarlo en 18.9%. Así, el flujo de operación crecería 18.8% A/A a P\$79m, poniendo de manifiesto el apalancamiento operativo que ha alcanzado la compañía con una base de clubes maduros que soporta las inversiones para la expansión sin sacrificar márgenes por los gastos pre operativos.

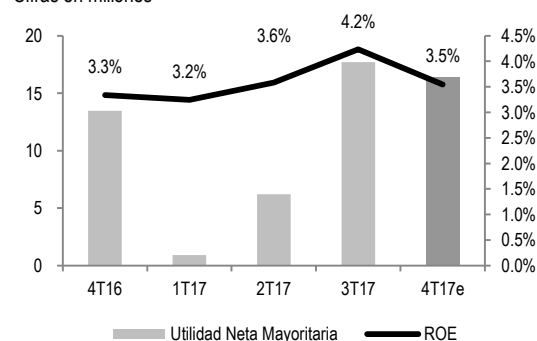
**Utilidad neta crecería 21.7%.** Proyectamos que el beneficio neto de SPORT crezca 21.7% A/A a P\$16m, como resultado del avance a nivel operativo (31.4%), mismo que sería parcialmente contrarrestado por un RIF 21% mayor y una tasa efectiva de impuestos más elevada (29%e vs 20.2% en el 4T16).

**Ventas y Margen EBITDA**

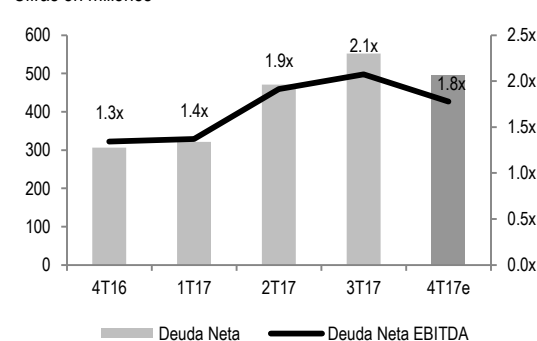
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## TLEVISA CPO (Mantener, En Revisión)

Manuel Jiménez Zaldivar

### TLEVISA – Preliminar 4T17

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	27,301	26,657	-2.4%
Utilidad de Operación	4,721	4,756	0.7%
Ebitda	10,312	9,832	-4.7%
Utilidad Neta	643	871	35.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	17.3%	17.8%	0.5pp
Margen Ebitda	37.8%	36.9%	-0.9pp
Margen Neto	2.4%	3.3%	0.9pp
UPA	\$0.22	\$0.30	34.0%

Fuente: Banorte

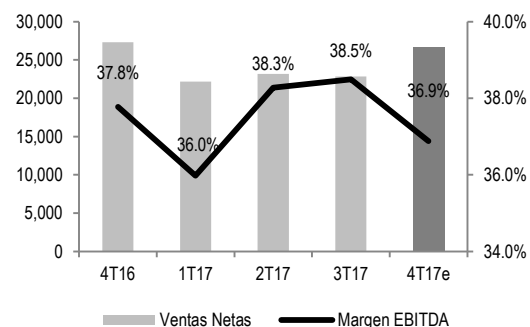
**Otro trimestre negativo por debilidad en el segmento de Contenidos.** Con base en nuestros estimados, los resultados de Grupo Televisa al 4T17 podrían ser débiles repercutiendo en los parámetros de valuación. Como en trimestres previos, el segmento de Contenidos podría mostrar debilidad en las ventas de publicidad y en la venta de canales afectando las cifras consolidadas. Adicionalmente, estimamos un efecto de conversión cambiaria negativo en la venta de licencias de programación. Por otro lado, en las operaciones de Cable, calculamos 148 mil adiciones netas con lo que la base de Unidades Generadoras de Ingreso ascendería a 10 millones (+2.9% A/A). En SKY estimamos 7.6 mil adiciones netas trimestrales y una caída de 0.1% A/A en la base de suscriptores todavía con un efecto desfavorable por el apagón analógico. Estimamos a nivel consolidado ingresos por un monto de P\$26,657m siendo una disminución anual de 2.4%. Desglosando esta cifra por segmento, anticipamos las siguientes variaciones: -6.3% en las ventas de Contenidos, -0.6% en SKY, +3.8% en Cable y -10.7% en Otros Ingresos.

**Los márgenes continuarán presionados por el desempeño de los ingresos.** En este periodo, estimamos que Televisa podría reportar un EBITDA de P\$9,832m lo que representaría una reducción anual de 4.7% y una contracción de 90pb en el margen para finalizar en 36.9%. Para el segmento de Contenidos, estimamos una caída de 3.2pp en la rentabilidad a 37.6%, en SKY calculamos una expansión de 2.7pp a 46.7% mientras que en CABLE el margen podría aumentar 90pb a 41.2%. Por último, estimamos que el margen de Otros Negocios podría retroceder 4.2pp a 9% afectado por un débil desempeño en el negocio de eventos y espectáculos.

**Estimamos un avance anual en utilidad neta de 35.5%.** A pesar de un débil desempeño operativo, Televisa podría registrar un aumento de 35.5% en la utilidad neta como resultado de una menor provisión para impuestos y participación minoritaria. Por otro lado, la relación de DN/EBITDA aumentaría a 2.6x de 2.5x en 3T17.

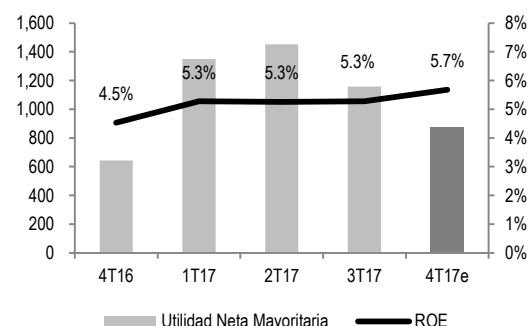
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



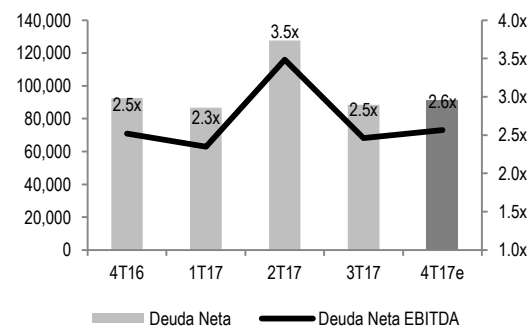
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones / veces



## VOLAR A (Mantener, PO 2018 \$25.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### VOLAR – Preliminar 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	6,469	6,732	4.1%
Utilidad de Operación	473	127	-73.2%
Ebitdar	2,207	1,871	-15.2%
Utilidad Neta	973	1,204	23.7%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	7.3%	1.9%	-5.4pp
Margen Ebitdar	34.1%	27.8%	-6.3pp
Margen Neto	15.0%	17.9%	2.8pp
UPA	\$0.96	\$1.19	23.7%

Fuente: Banorte / Ebitdar = Ebitda + renta de equipo de vuelo.

**Números mixtos en el 4T17.** Pronosticamos que Volar estará reportando números mixtos en el trimestre con un crecimiento en ventas de 4.1%, pero una caída en EBITDAR de 15.2% vs 4T16, para colocarse en P\$6,732m y P\$1,871m, respectivamente.

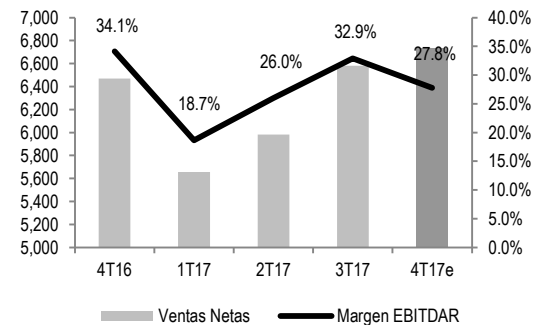
**Crecen 6.6% A/A los pasajeros totales. Se presentó un incremento en capacidad, pero una menor alza en la demanda, lo que llevó a un menor factor de ocupación.** En el 4T17, Volar presentó un aumento de 6.6% en pasajeros totales, conformado por un alza de 7.5% en los nacionales y de 2.8% en los internacionales. La compañía incrementó su capacidad total, medida en términos de asientos-milla disponibles (ASMs por sus siglas en inglés), en 9.0% y la demanda total, medida en pasajeros-milla reservados (RPMs por sus siglas en inglés), subió 7.1%. De esta forma, el factor de ocupación se ubicó en 82.6% (-1.5pp vs 4T16). Preveamos una menor tarifa promedio, y por lo tanto, que los ingresos totales por ASM (TRASM, por sus siglas en inglés) caigan 4.5%, los ingresos por pasajeros por ASM (RASM, por sus siglas en inglés) bajen 9.5% y que el rendimiento tarifario –ingresos por pasajeros por RPM (*yield*), disminuya 8.0%.

**Nuevamente caídas en rentabilidad A/A.** Proyectamos que la utilidad operativa muestre una disminución de 73.2%, para ubicarse en P\$127m. Por otro lado, estimamos una baja de 54.4% en EBITDA y de 15.2% en EBITDAR, ubicándose en P\$281m y P\$1,871m, respectivamente. Con esto, el margen EBITDAR bajaría 6.3pp, colocándose en 27.8%. Lo anterior ante mayores gastos de combustible, navegación, aterrizaje y despegue, salarios y beneficios, así como de venta, mercadotecnia y distribución.

**Esperamos un alza en la utilidad neta mayoritaria de 23.7%,** ya que la menor utilidad operativa se vería más que compensada por un mayor beneficio en el resultado integral de financiamiento (+62% A/A) y menores impuestos.

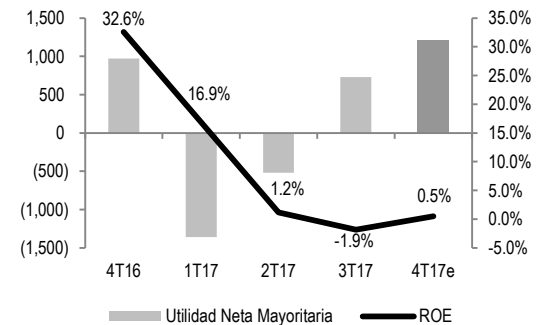
### Ventas y Margen EBITDAR

Cifras en millones



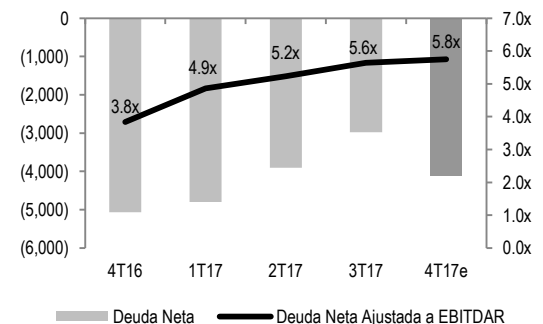
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta Ajustada a EBITDAR

Cifras en millones



Deuda Neta Ajustada = Deuda Neta + (renta de equipo de vuelo) \* 7

**WALMEX \* (Compra, PO2018 \$50.00)**
*Valentín III Mendoza Balderas*
**WALMEX – Preliminar 4T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17e	Var %
Ventas	157,497	168,875	7.2%
Utilidad de Operación	12,648	13,897	9.9%
Ebitda	15,476	16,870	9.0%
Utilidad Neta	10,400	10,312	-0.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.0%	8.2%	0.2pp
Margen Ebitda	9.8%	10.0%	0.2pp
Margen Neto	6.6%	6.1%	-0.5pp
UPA	\$0.60	\$0.59	-0.8%

Fuente: Banorte

**Cerrando bien 2017.** Walmex reportará sus resultados del 4T17 el próximo jueves 15 de febrero, tras el cierre del mercado. Esperamos un trimestre positivo, en el que la rentabilidad mejoraría, apoyada por un mayor apalancamiento operativo relacionado con el crecimiento de las VMT. A nivel bruto, anticipamos un margen estable incluso pese a las inversiones en precio realizadas para incentivar el tráfico. Finalmente, a nivel de la utilidad neta, ante una base comparativa complicada por un ingreso extraordinario relacionado con la venta de Suburbia, el resultado se mantendría prácticamente estable.

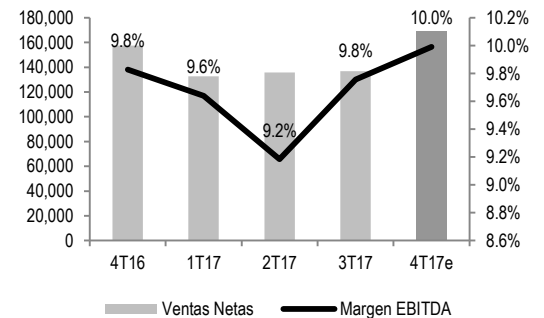
**Crecerían los ingresos 7.2% A/A.** Estimamos que las ventas de Walmex se habrían desacelerado secuencialmente, al incrementarse interanualmente 7.2% a P\$168,875m. Dicho desempeño se explicaría por un avance de 6.2% en las VMT consolidadas, con una contribución de las recientes aperturas de 100pb adicionales.

**Margen EBITDA alcanzaría 10% en el 4T17.** Estimamos que en el trimestre, el margen EBITDA consolidado de Walmex se expanda 20pb, como resultado de un margen bruto estable (pese a inversiones en precio), sumado a un mayor apalancamiento operativo derivado del crecimiento de las ventas a UI. Con ello, el flujo de operación crecería interanualmente 9% a P\$16,870m, equivalente a un margen EBITDA de 10%, el mayor desde 2014.

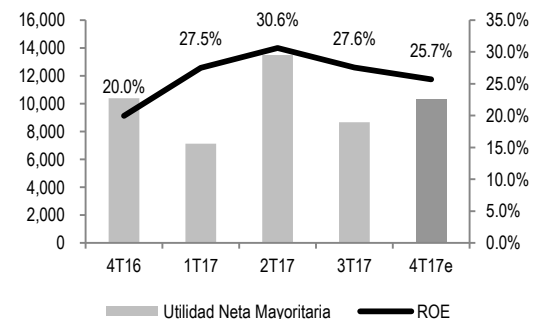
**A pesar de una base comparable elevada, la utilidad neta se mantendría prácticamente estable.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, la utilidad neta de Walmex podría ubicarse en P\$10,312m (-0.8% A/A), manteniéndose prácticamente sin cambios respecto del 4T16, trimestre en el que la compañía reconoció un beneficio no recurrente por operaciones discontinuas (relacionado con la venta de Suburbia) de P\$992m. En consecuencia, creemos que este resultado es bueno, dada la difícil base de comparación que enfrentó la minorista. Así, el margen neto se contraería 50pb a 6.1%.

**Ventas y Margen EBITDA**

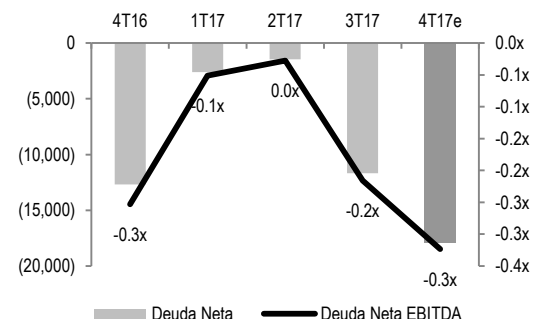
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo 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 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, 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, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

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

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

**Directorio de Análisis**

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

**Análisis Económico**

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

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

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

**Análisis Bursátil**

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

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

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