

## WALMEX

Nota de Empresa

05 de noviembre 2015

### Crecen 10.8% VMT...¡por arriba de expectativas!

- En octubre las Ventas Mismas Tiendas de Wal-Mart en México superaron nuestras expectativas (+6.5%) y las del consenso (+6.2%) al crecer +10.8% con un avance en tráfico de 9.0% y ticket +1.8%
- En Centroamérica los resultados fueron en línea con nuestras expectativas y del mercado con un avance de +7.0% en VMT (vs 7.0%) y +9% VT, sin considerar los efectos cambiarios.
- Reiteramos recomendación de COMPRA y PO2016 de P\$50.00. Estimamos que el entorno de recuperación en México, sumado a la estrategia de precios bajos, seguirá impulsando las ventas de Walmex

**Entorno económico y calendario, impulsaron ventas de octubre.** Wal-Mart México reportó en octubre ventas positivas superando las expectativas del consenso y nuestras expectativas, donde las ventas a unidades iguales (VMT) crecieron +10.8% A/A (vs 6.2% consenso y 6.5%e) y 12.6% ventas totales (VT). En Centroamérica las VMT crecieron +7.0% (vs +4.4% consenso y +7.0%e). De forma consolidada las ventas totales de Wal-Mart crecieron 15.8% A/A al sumar P\$39,435mp. El dato estuvo impulsado por el efecto calendario positivo de un día más de venta, y la recuperación que se ha observado en la economía. El dato mejor a lo esperado, consideramos generará una reacción positiva en el precio de la acción.

**Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO2016 en P\$50.00.** Nos mantenemos optimistas de las estrategias de precios que ha realizado la compañía para impulsar sus ventas, sumado a los beneficios de la reestructura de sus formatos principales (Sam's). Consideramos que Walmex ha logrado capitalizar en mayor medida la recuperación observada en el gasto de las familias, reflejo de la mejoría en el empleo, remesas, entre otras variables.

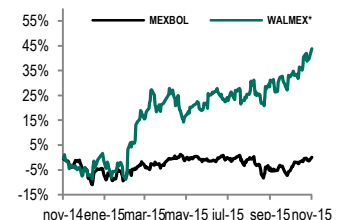
www.banorte.com  
www.ixc.com.mx  
@analisis\_fundam

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

#### COMPRA

Precio Actual	\$43.95
<b>PO 2016</b>	<b>\$50.00</b>
Dividendo	1.50
Dividendo (%)	3.4%
Rendimiento Potencial	17.2%
Máx - Mín 12m (P\$)	45.6 -27.5
Valor de Mercado (US\$m)	46,230
Acciones circulación (m)	688
Flotante	36.0%
Operatividad Diaria (P\$ m)	515.5

#### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



#### Estados Financieros

	2013	2014	2015E	2016E
Ingresos	425,161	440,988	490,838	523,010
Utilidad Operativa	31,522	33,609	36,913	41,809
EBITDA	40,212	42,888	46,730	51,985
Margen EBITDA	9.5%	9.7%	9.5%	9.9%
Utilidad Neta	22,717	30,426	26,949	30,112
Margen Neto	5.3%	6.9%	5.5%	5.8%
Activo Total	230,262	246,081	242,124	254,278
Disponible	21,129	28,048	19,333	34,954
Pasivo Total	87,312	95,835	95,228	95,911
Deuda	13,247	12,570	12,594	12,717
Capital	142,951	150,246	146,896	158,367

Fuente: Banorte-Ixe

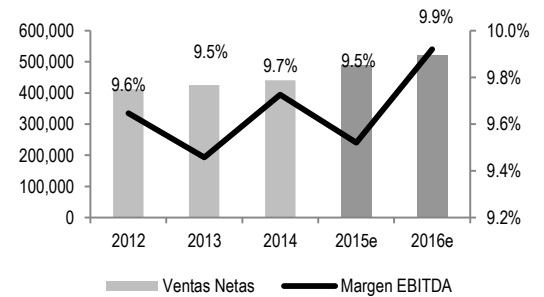
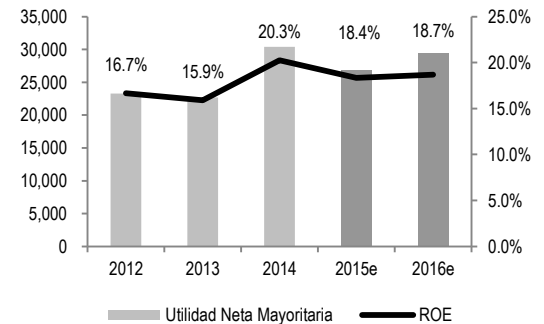
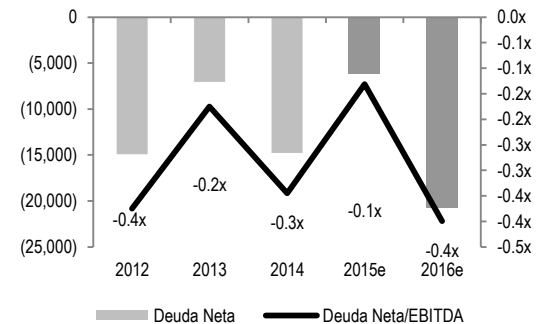
#### Múltiplos y razones financieras

	2012	2013	2014E	2015E
FV/EBITDA	18.7x	12.9x	15.6x	13.5x
P/U	32.1x	23.7x	28.0x	25.0x
P/VL	5.7x	3.8x	5.1x	4.7x
ROE	17.3%	15.9%	18.3%	19.0%
ROA	10.5%	9.9%	11.1%	11.8%
EBITDA/ intereses	0.0x	0.0x	0.9x	0.4x
Deuda Neta/EBITDA	-0.4x	-0.5x	-0.4x	-0.7x
Deuda/Capital	0.1x	0.0x	0.0x	0.0x

**WALMEX – Resultados estimados**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Año	2013	2014	2015e	2016e	TACC
<b>Ventas Netas</b>	<b>425,161.4</b>	<b>440,987.7</b>	<b>490,912.6</b>	<b>523,010.7</b>	<b>7.1%</b>
Costo de Ventas	331,537.9	343,368.8	381,911.4	404,284.0	6.8%
Utilidad Bruta	93,623.6	97,618.9	109,001.2	118,726.7	8.2%
Gastos Generales	62,101.8	64,009.9	72,451.4	78,688.5	8.2%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>31,521.8</b>	<b>33,609.0</b>	<b>36,920.3</b>	<b>41,809.0</b>	<b>9.0%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8%</b>	
Depreciación Operativa	8,689.7	9,279.2	9,816.2	11,091.6	8.5%
<b>EBITDA</b>	<b>40,211.5</b>	<b>42,888.2</b>	<b>46,736.5</b>	<b>51,985.0</b>	<b>8.9%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.9%</b>	
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(14.6)</b>	<b>(154.0)</b>	<b>169.0</b>	<b>1,356.9</b>	<b>-552.5%</b>
Intereses Pagados					
Intereses Ganados	539.6	480.6	531.0	1,349.8	35.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(608.8)	(696.3)	(494.2)	(53.0)	-55.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	54.6	61.7	132.2	60.2	3.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas					
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>31,517.0</b>	<b>34,562.2</b>	<b>37,356.9</b>	<b>42,146.2</b>	<b>10.2%</b>
Provisión para Impuestos	9,516.9	9,521.3	11,831.5	12,707.7	10.1%
Operaciones Discontinuadas	713.2	5,394.1	1,432.5		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>22,713.2</b>	<b>30,434.9</b>	<b>26,957.9</b>	<b>29,438.5</b>	<b>9.0%</b>
Participación Minoritaria	(3.7)	8.9	4.8	5.5	-214.2%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>22,716.9</b>	<b>30,425.9</b>	<b>26,953.1</b>	<b>30,112.0</b>	<b>9.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.8%</b>	
<b>UPA</b>	<b>1.289</b>	<b>1.738</b>	<b>1.545</b>	<b>1.696</b>	<b>9.6%</b>
<b>Estado de Posición Financiera (Millones de pesos)</b>					
<b>Activo Circulante</b>	<b>82,649.1</b>	<b>90,452.2</b>	<b>82,185.7</b>	<b>99,250.5</b>	<b>6.3%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	21,129.5	28,047.8	19,339.5	34,068.5	17.3%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>147,613.1</b>	<b>155,628.4</b>	<b>159,953.7</b>	<b>154,319.2</b>	<b>1.5%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	121,082.7	125,996.1	125,739.5	120,104.9	-0.3%
Activos Intangibles (Neto)	25,957.2	29,115.0	33,718.2	33,718.2	9.1%
<b>Activo Total</b>	<b>230,262.1</b>	<b>246,080.6</b>	<b>242,139.4</b>	<b>253,569.6</b>	<b>3.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>65,721.4</b>	<b>75,528.1</b>	<b>74,958.7</b>	<b>75,507.7</b>	<b>4.7%</b>
Deuda de Corto Plazo	850.7	692.0	600.6	629.2	-9.6%
Proveedores	47,609.4	52,710.2	51,148.9	50,151.7	1.7%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>21,590.2</b>	<b>20,306.7</b>	<b>20,280.6</b>	<b>20,404.0</b>	<b>-1.9%</b>
Deuda de Largo Plazo	20,098.4	18,391.5	17,968.7	18,092.1	-3.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>87,311.6</b>	<b>95,834.7</b>	<b>95,239.3</b>	<b>95,911.6</b>	<b>3.2%</b>
Capital Contable	142,950.6	150,245.8	146,900.1	157,658.0	3.3%
Participación Minoritaria	(3.7)	8.9	4.8	5.5	-214.2%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>142,930.2</b>	<b>150,222.6</b>	<b>146,874.6</b>	<b>157,630.6</b>	<b>3.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>230,262.1</b>	<b>246,080.6</b>	<b>242,139.4</b>	<b>253,569.6</b>	<b>3.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(7,032.1)</b>	<b>(14,786.1)</b>	<b>(6,144.8)</b>	<b>(20,721.9)</b>	<b>43.4%</b>
<b>Estado de Flujo de Efectivo</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	
Flujo del resultado antes de Impuestos	(13,470.1)	(4,585.9)	(23,039.7)	(14,037.8)	
Flujos generado en la Operación	(13,519.9)	(5,521.5)	(4,046.8)	1,349.8	
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(20,737.5)	(27,243.7)	(29,660.3)	(24,471.0)	
Flujo neto de actividades de financiamiento	(6,365.1)	6,796.1	(8,712.4)	14,729.0	
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>					

Fuente: Banorte-Ixe

**Ventas y Margen EBITDA**  
 (cifras en millones)

**Utilidad Neta y ROE**  
 (cifras en millones)

**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**  
 (millones)


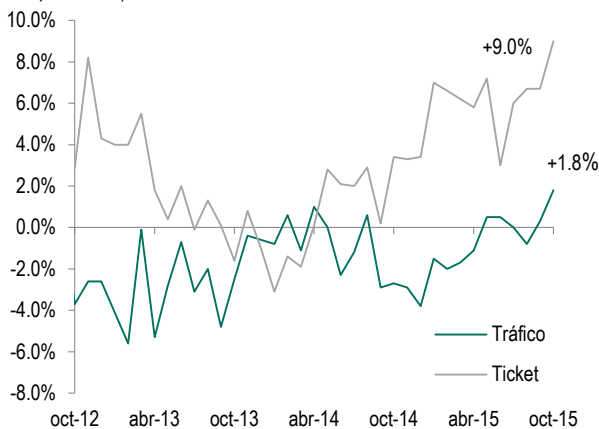
Fuente: Banorte Ixe, BMV

**Impulsa efecto calendario y tipo de cambio a Centroamérica.**

Centroamérica presentó un avance de 7.0% en las VMT en octubre, en línea con nuestras expectativas (+7.0%) y ligeramente mejor al mercado (+4.2%). Los resultados estuvieron beneficiados del efecto calendario de un sábado más de ventas, ganancia de mercado así como del efecto de las fluctuaciones cambiarias. El avance en ventas es positivo y nos mantenemos optimistas de del desempeño de la región, apoyado en la sólida estrategia de precios frente a la competencia.

**Ticket en sus máximos.** En octubre Wal-Mart México reportó un avance de 9.0% A/A en el monto promedio de compra, impulsado por precios y por el mejor desempeño que mostraron artículos de mayor ticket en el mes. Por su parte el tráfico se ubicó con un avance de (+1.8%), lo que nos hace suponer que la estrategia de precios bajos que ha venido incentivando, logró ganar mercado frente a la competencia

**Walmex: Tráfico y Ticket**  
(variación porcentual)



Fuente: Bloomberg

**Entorno económico:** Los datos más recientes en materia económica, mandan señales positivas respecto al desempeño de la economía en México. Un ejemplo es el favorable desempeño que se observa en los datos de remesas mismo que al mes de septiembre sumará P\$2,060mdd con un crecimiento de 4.8%. Nuestros economistas, señalan que el mayor dinamismo de las remesas estuvo explicado por la recuperación del mercado laboral norteamericano, y esperan que este comportamiento se mantenga en los siguientes meses. Por otra parte el crédito bancario también ha venido observando repuntes en los primeros 9 meses del año. Ello obedece en parte a la recuperación más visible de la economía mexicana, lo que se ha traducido en una mayor demanda crediticia por parte del sector privado y una mayor oferta por parte de la banca privada, lo cual se ha reflejado en la reciente recuperación del crédito al consumo. El entorno permanece favorable para el sector comercio en el corto plazo.

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

## Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

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

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

### Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
WALMEX	03-Septiembre-2015	MANTENER	P\$43.50
WALMEX	04-Marzo-2015	MANTENER	P\$41.00
WALMEX	18-febrero-2015	MANTENER	P\$37.00
WALMEX	23-octubre-2014	MANTENER	P\$34.00
WALMEX	18-febrero-2014	MANTENER	P\$35.50

**Directorio de Análisis**

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

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katía 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
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@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 Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454