

17 de abril 2017

## PRELIMINAR 1T17

### Fuerte avance en utilidad neta

Reporte Especial

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

- Estimamos un trimestre con buen desempeño operativo y sólido avance en utilidad neta. La fluctuación del peso mexicano generará importantes ganancias cambiarias y una reducción en los pasivos con costo
- Los parámetros de valuación a los que cotiza el IPC podrían mantenerse por arriba de promedios en un contexto de menor incertidumbre sobre el impacto de la renegociación del TLCAN
- De las empresas que tenemos bajo cobertura, las diez con mayor crecimiento estimado en el EBITDA son: Axtel, Ienova, FIHO, Gmexico, Oma, Lab, Gap, Mexchem, Sport y Asur

#### 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

Otra vez la fluctuación cambiaria incidirá en los resultados trimestrales. Al cierre del 1T17 el peso mexicano se depreció 8.4% vs 1T16, sin embargo frente al 4T16 éste registró una apreciación del 9.7%. Esta fluctuación cambiaria tendrá dos impactos positivos en los estados financieros de las compañías: 1) en el estado de resultados para aquellas empresas con operaciones internacionales (o exportadoras) y 2) en el balance general para las compañías con una mayor proporción de pasivos con costo en dólares. No obstante, es importante mencionar que en algunas emisoras, principalmente aerolíneas, comerciales y grupos aeroportuarios, el efecto calendario de Semana Santa y año bisiesto dificultará las bases de comparación al tener menos días de actividad. Para el conjunto de 30 emisoras bajo cobertura, estimamos variaciones anuales de 14.5% en ingresos, 12.1% en EBITDA y 80.9% en utilidad neta. Consideramos que éstos resultados podrían abaratar los múltiplos del IPC (9.9x FV/EBITDA y 24.3x P/U U12m) y darle un sustento a los precios de las acciones.

La siguiente tabla contiene las empresas que podrían reportar los mayores incrementos en el EBITDA. De este grupo, seis emisoras pertenecen a nuestra “Estrategia Capitales” lo que debería de favorecer el desempeño del portafolio durante la temporada de resultados trimestrales.

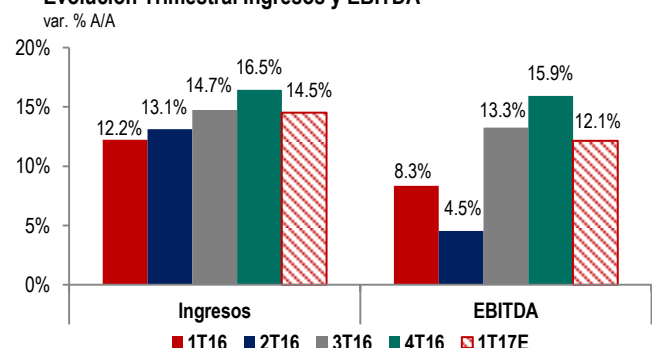
#### 10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda estimado al 1T17

Variación A/A en pesos

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda
Axtel	Telecoms	24.1%	199.4%
Ienova	Energía	142.7%	95.2%
Fiho	Servicios	43.5%	70.1%
Gmexico	Minería	36.4%	55.6%
Oma	Aeropuertos	32.6%	24.6%
Lab	Comercial	15.5%	24.1%
Gap	Aeropuertos	11.2%	15.8%
Mexchem	Química	6.0%	15.5%
Sport	Servicios	13.8%	15.0%
Asur	Aeropuertos	9.7%	13.5%

Fuente: Banorte-Ixe.

#### Evolución Trimestral Ingresos y EBITDA



\*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 miércoles 3 de mayo.

### Preliminar 1T17 – Calendario de Reportes por Empresa

Abril-Mayo 2017				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES
<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b> ASUR HOTEL OMA VOLAR	<b>21</b>
<b>24</b> ALFA ALPEK AXTEL GENTERA NEMAK RASSINI	<b>25</b> AMX GICSA GMEXICO* IENOVA	<b>26</b> ALSEA BIMBO CREAL FIHO GAP LIVEPOL MEXCHEM PINFRA*	<b>27</b> AZTECA* CEMEX SORIANA SPORT TLEVISA* WALMEX	<b>28</b> AC FEMSA LAB*
<b>1</b>	<b>2</b> MEGA	<b>3</b> ICA*		

*Último día para reportar*

Fuente: Banorte Ixe, 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 26 emisoras (clasificadas como industriales, comerciales y de servicios), esperamos variaciones nominales de +14.5% en las ventas, +12.1% en el Ebitda y +83.5% en la utilidad neta. Además, incluimos una segunda tabla con dos emisoras del sector financiero que también tenemos bajo cobertura. De esta muestra, el crecimiento acumulado en los ingresos financieros sería del 17.4% mientras que el margen financiero aumentaría 14.1% y la utilidad neta crecería 4.4%.

### Expectativas Trimestrales al 1T17

Cifras en millones de pesos

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %
Alfa	68,628	84,051	22.5%	10,444	11,708	12.1%	6,761	7,236	7.0%	2,538	6,813	168.4%
Alpek	21,292	24,306	14.2%	3,089	2,738	-11.4%	2,484	2,037	-18.0%	1,282	1,216	-5.2%
Alsea	8,535	9,554	11.9%	1,035	1,107	6.9%	486	428	-12.1%	34	195	470.5%
Amx	222,985	260,448	16.8%	61,735	65,241	5.7%	28,042	26,764	-4.6%	4,798	20,129	319.5%
Asur	2,077	2,280	9.7%	1,415	1,606	13.5%	1,286	1,464	13.8%	928	1,035	11.5%
Axtel	2,840	3,524	24.1%	359	1,075	199.4%	-439	145	NA	-1,144	651	NA
Azteca	2,861	2,702	-5.6%	410	463	12.9%	114	123	7.6%	-554	534	NA
Cemex*	56,370	61,090	8.4%	10,280	11,311	10.0%	6,246	6,819	9.2%	639	1,515	137.0%
Gap	2,764	3,074	11.2%	1,608	1,863	15.8%	1,276	1,484	16.3%	1,003	1,072	6.9%
Gmexico*	34,631	47,237	36.4%	13,132	20,427	55.6%	9,763	15,643	60.2%	7,335	7,653	4.3%
Hotel	322	364	13.0%	129	144	11.3%	99	109	9.9%	70	77	9.4%
Ica	6,108	5,401	-11.6%	1,379	1,209	-12.3%	978	808	-17.4%	-1,370	609	NA
lenova*	2,403	5,831	142.7%	1,989	3,883	95.2%	1,005	2,945	193.0%	1,189	1,979	66.4%
Lab	2,851	3,292	15.5%	495	615	24.1%	466	597	28.0%	359	347	-3.3%
Livepol	19,084	20,414	7.0%	2,394	2,486	3.9%	1,798	1,882	4.7%	1,384	685	-50.5%
Mega	4,059	4,569	12.6%	1,768	2,001	13.2%	1,310	1,468	12.1%	1,021	1,104	8.2%
Mexchem*	22,763	24,119	6.0%	3,614	4,174	15.5%	1,970	2,283	15.9%	902	1,233	36.7%
Nemak	19,382	24,314	25.4%	3,773	4,217	11.8%	2,417	2,781	15.0%	1,739	1,931	11.0%
Oma	1,128	1,496	32.6%	705	878	24.6%	593	739	24.5%	373	485	30.2%
Pinfra	2,729	2,569	-5.9%	1,493	1,560	4.5%	1,409	1,458	3.5%	1,042	1,153	10.6%
Rassini	3,809	4,606	20.9%	779	852	9.4%	575	627	8.9%	502	443	-11.7%
Soriana	34,793	36,677	5.4%	2,483	2,624	5.7%	1,595	1,840	15.3%	770	927	20.4%
Sports	315	358	13.8%	45	52	15.0%	8	10	22.8%	2	2	-11.5%
Tlevisa	21,741	22,787	4.8%	7,814	8,476	8.5%	3,309	4,123	24.6%	600	2,084	247.0%
Volar	5,182	6,114	18.0%	956	-591	NA	836	-739	NA	602	-816	NA
Walmex	123,672	132,695	7.3%	11,872	12,666	6.7%	9,274	9,954	7.3%	6,718	7,057	5.0%
<b>Subtotal</b>	<b>693,324</b>	<b>793,871</b>	<b>14.5%</b>	<b>145,193</b>	<b>162,784</b>	<b>12.1%</b>	<b>83,663</b>	<b>93,027</b>	<b>11.2%</b>	<b>32,763</b>	<b>60,112</b>	<b>83.5%</b>
Cemex (US\$)	3,126	3,009	-3.7%	570	557	-2.3%	346	336	-3.0%	35	75	110.5%
Gmexico (US\$)	1,921	2,327	21.2%	728	1,006	38.2%	541	771	42.3%	407	377	-7.3%
lenova (US\$)	133	287	115.6%	110	191	73.4%	56	145	160.3%	66	97	47.8%
Mexchem (US\$)	1,262	1,188	-5.9%	200	206	2.6%	109	112	2.9%	50	61	21.4%

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

	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %
GICSA	920	928	0.9%	672	719	7.0%	696	704	1.2%	478	1,064	122.6%
FIHO	534	766	43.5%	118	201	70.1%	157	241	53.6%	57	47	-17.7%
<b>Subtotal</b>	<b>1,454</b>	<b>1,694</b>	<b>16.5%</b>	<b>790</b>	<b>920</b>	<b>16.4%</b>	<b>853</b>	<b>945</b>	<b>10.8%</b>	<b>535</b>	<b>1,111</b>	<b>107.6%</b>

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %
Creal	1,339	1,855	38.5%	1,017	1,328	30.6%	503	574	14.2%	406	426	4.9%
Genera	4,622	5,146	11.3%	4,369	4,816	10.2%	1,347	1,401	4.0%	898	935	4.2%
<b>Subtotal</b>	<b>5,961</b>	<b>7,001</b>	<b>17.4%</b>	<b>5,386</b>	<b>6,144</b>	<b>14.1%</b>	<b>1,850</b>	<b>1,975</b>	<b>6.8%</b>	<b>1,304</b>	<b>1,361</b>	<b>4.4%</b>

<b>Total</b>	<b>700,739</b>	<b>802,566</b>	<b>14.5%</b>	<b>145,984</b>	<b>163,704</b>	<b>12.1%</b>	<b>86,955</b>	<b>96,295</b>	<b>10.7%</b>	<b>34,602</b>	<b>62,585</b>	<b>80.9%</b>
--------------	----------------	----------------	--------------	----------------	----------------	--------------	---------------	---------------	--------------	---------------	---------------	--------------

Fuente: Banorte-Ixe, 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 se encuentran relacionados con los sectores de Energía, Minería, Aeropuertos, Fibras y Bienes Raíces, Servicios e Industriales. Por el contrario, los resultados más débiles los anticipamos en los sectores de Infraestructura, Química, Comercio y Telecomunicaciones. En esta ocasión, destaca el sector financiero por sus interesantes avances en ingresos, pero bajo crecimiento del beneficio neto.

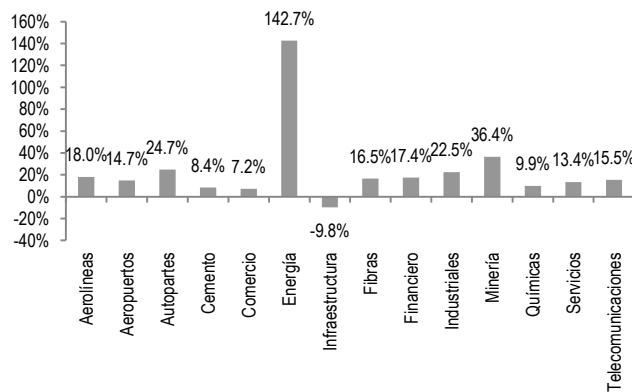
### Expectativas Trimestrales al 1T17

Cifras en millones de pesos

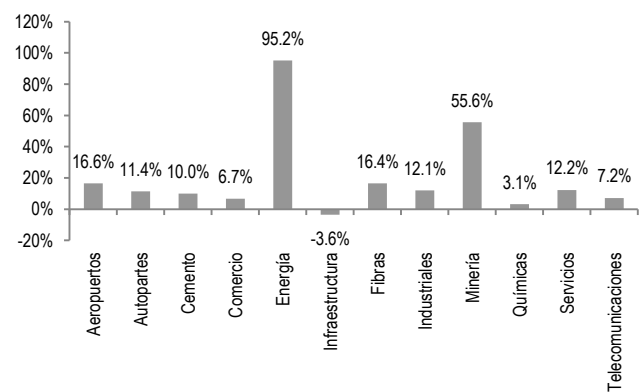
	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %	1T16	1T17e	Var. %
Aerolíneas	5,182	6,114	18.0%	956	-591	NA	836	-739	NA	602	-816	NA
Aeropuertos	5,969	6,849	14.7%	3,728	4,347	16.6%	3,156	3,686	16.8%	2,303	2,592	12.5%
Autopartes	23,191	28,920	24.7%	4,552	5,069	11.4%	2,992	3,408	13.9%	2,241	2,374	5.9%
Cemento	56,370	61,090	8.4%	10,280	11,311	10.0%	6,246	6,819	9.2%	639	1,515	137.0%
Comercio	188,935	202,632	7.2%	18,278	19,497	6.7%	13,620	14,701	7.9%	9,265	9,211	-0.6%
Energía	2,403	5,831	142.7%	1,989	3,883	95.2%	1,005	2,945	193.0%	1,189	1,979	66.4%
Infraestructura	8,837	7,970	-9.8%	2,872	2,769	-3.6%	2,387	2,266	-5.1%	-328	1,761	NA
Fibras / B. Raices	1,454	1,694	16.5%	790	920	16.4%	1,443	1,293	-10.4%	535	1,111	107.6%
Financiero	5,961	7,001	17.4%				1,850	1,975	6.8%	1,304	1,361	4.4%
Industriales	68,628	84,051	22.5%	10,444	11,708	12.1%	6,761	7,236	7.0%	2,538	6,813	168.4%
Minería	34,631	47,237	36.4%	13,132	20,427	55.6%	9,763	15,643	60.2%	7,335	7,653	4.3%
Químicas	44,055	48,425	9.9%	6,703	6,912	3.1%	4,454	4,321	-3.0%	2,184	2,448	12.1%
Servicios	637	722	13.4%	174	196	12.2%	107	119	10.9%	72	79	8.9%
Telecomunicaciones	254,486	294,030	15.5%	72,086	77,256	7.2%	32,336	32,622	0.9%	4,722	24,502	418.9%
<b>Total</b>	<b>700,739</b>	<b>802,566</b>	<b>14.5%</b>	<b>145,984</b>	<b>163,704</b>	<b>12.1%</b>	<b>86,955</b>	<b>96,295</b>	<b>10.7%</b>	<b>34,602</b>	<b>62,585</b>	<b>80.9%</b>

Fuente: Banorte-ixe, BMV.

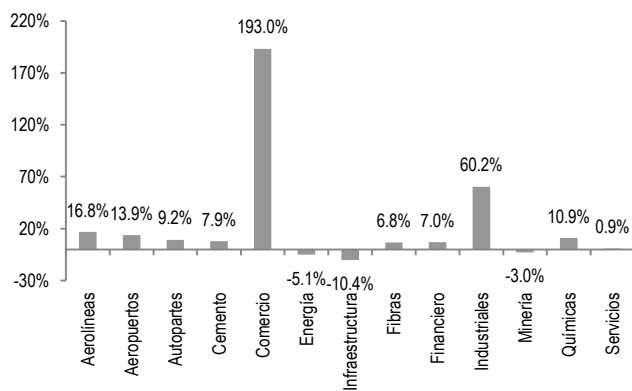
#### Ingresos 1T17e



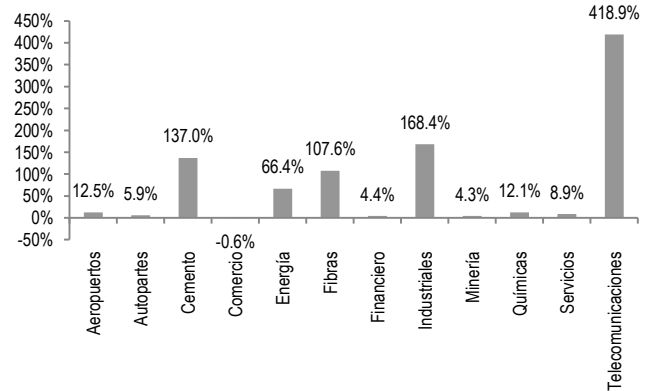
#### Ebitda 1T17e



#### Utilidad Operación 1T17e



#### Utilidad Neta 1T17e



## 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
ICA *	Empresas Ica
IENOVA *	Infraestructura Energética Nova
LAB B	Genomma Lab Internacional
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 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	68,628	84,051	22.5%
Utilidad de Operación	6,761	7,236	7.0%
Ebitda	10,444	11,708	12.1%
Utilidad Neta	2,538	6,813	168.4%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	9.9%	8.6%	-1.3pp
Margen Ebitda	15.2%	13.9%	-1.3pp
Margen Neto	3.7%	8.1%	+4.4pp
UPA	\$0.49	\$1.32	+168.4%

Fuente: Banorte Ixe

**Alfa, un trimestre con importantes ganancias cambiarias.** La compañía estará reportando sus resultados del 1T17 el próximo lunes 24 de abril. Anticipamos un trimestre con importantes ganancias cambiarias derivadas de la recuperación en el peso vs el dólar, aunque con menores niveles de rentabilidad a nivel de todas las subsidiarias de la compañía.

**Alpek con menor rentabilidad ante una base de comparación elevada; Nemak con presiones en márgenes por mayores precios del aluminio; Sigma con buenas cifras pero menores márgenes ante el impacto cambiario y Axtel todavía reflejando la integración de sus operaciones con Alestra.** Estimamos un aumento interanual del 22.5% en los ingresos y del 12.1% en el EBITDA al ubicarse en P\$84,051m y P\$11,708m, respectivamente.

En **Alpek**, anticipamos un trimestre caracterizado por presiones en rentabilidad ante una base de comparación interanual elevada. No obstante, secuencialmente, el entorno de precios y la reactivación de las operaciones de las plantas de PET en Norteamérica, tras el paso del huracán Mathew, ayudarán a observar cierta estabilidad en los márgenes de la compañía (*Ver preliminar Alpek*).

En **Nemak**, esperamos un importante crecimiento en los ingresos impulsados por un sólido desempeño en Europa y Resto del Mundo, y los mayores precios del aluminio, aunque esto último presionará la rentabilidad ante el desfase en el traslado de las variaciones hacia los clientes. (*Ver preliminar Nemak*).

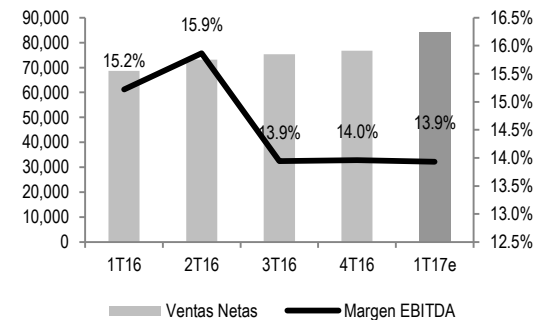
La consolidación de las operaciones de **Alestra** en **Axtel** (*Ver preliminar Axtel*), deberá impulsar los crecimientos de esta subsidiaria, aunque con menor rentabilidad.

En **Sigma** anticipamos un trimestre de buenos crecimientos, aunque con presiones en rentabilidad reflejando la fortaleza del dólar A/A.

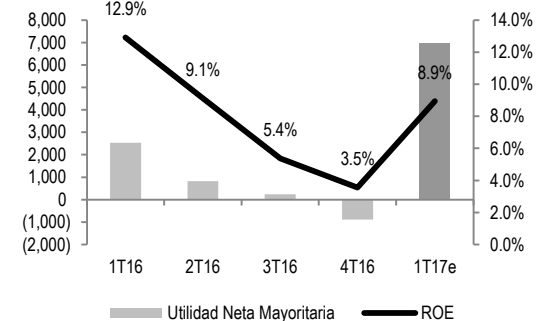
**Esperamos que la estrategia orientada a fortalecer las operaciones y el balance, con un perfil muy conservador en inversiones, comience a verse reflejada este trimestre.**

**Ventas y Margen EBITDA**

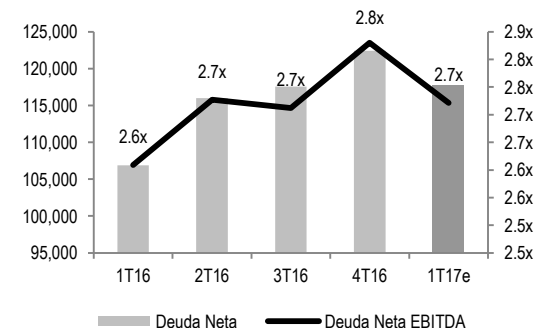
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**ALPEK – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	21,292	24,306	14.2%
Utilidad de Operación	2,484	2,037	-18.0%
Ebitda	3,089	2,738	-11.4%
Utilidad Neta	1,282	1,216	-5.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	11.7%	8.4%	-3.3pp
Margen Ebitda	14.5%	11.3%	-3.2pp
Margen Neto	6.0%	5.0%	-1.0pp
UPA	\$0.61	\$0.57	-5.2%

Fuente: Banorte Ixe

**ALPEK, un trimestre con presiones en rentabilidad.** La compañía estará reportando sus resultados del 1T17 el próximo lunes 24 de abril. Anticipamos un trimestre caracterizado por presiones en rentabilidad ante una base de comparación interanual elevada. No obstante, secuencialmente, el entorno de precios y la reactivación de las operaciones de las plantas de PET en Norteamérica, tras el paso del huracán Mathew, ayudarán a observar cierta estabilidad en los márgenes de la compañía.

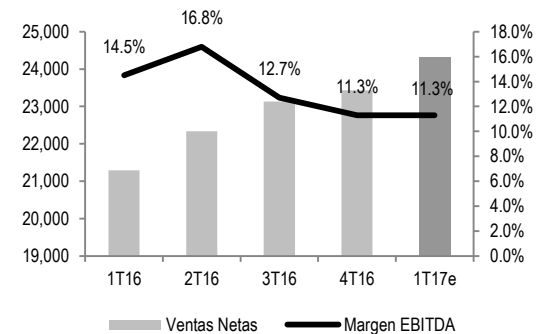
**Resultados mixtos.** Este trimestre anticipamos un incremento marginal en los ingresos de la compañía de 1.3% A/A, aunque una disminución interanual del 21.6% en el EBITDA, ambos en términos de dólares. En pesos, el efecto devaluatorio sigue siendo favorable para los resultados, por lo que las ventas deberán incrementarse en 14.2% A/A, mientras que el EBITDA disminuiría sólo 11.4%. A nivel neto, la debilidad operativa se deberá ver reflejada en una contracción interanual del 5.2% en la utilidad, mientras que la compañía mantendrá la solidez de su balance con una razón deuda neta/EBITDA de 1.7x.

**Poliéster.** Este trimestre, un entorno de precios del petróleo menos volátil, ayudará a obtener un beneficio por revaluación de inventarios. Aunque deberán continuar las presiones en los márgenes de PET ante los bajos márgenes asiáticos, éstas se deberán ver compensadas con los ahorros generados por la planta de cogeneración en Cosoleacaque, el acuerdo de suministro de MEG con Huntsman y la reactivación de las operaciones de las plantas afectadas tras el paso el huracán Mathew en el 4T16.

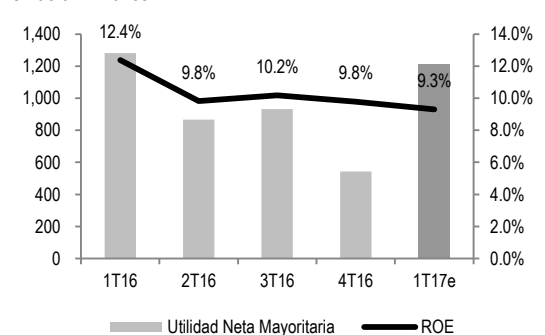
**Plásticos y Químicos.** En febrero del 2016 los márgenes de polipropileno alcanzaron niveles máximos, por lo que el comparativo año vs año es adverso. No obstante, creemos que secuencialmente estos deberán mantenerse estables, ante un entorno de precios menos débil.

**Ventas y Margen EBITDA**

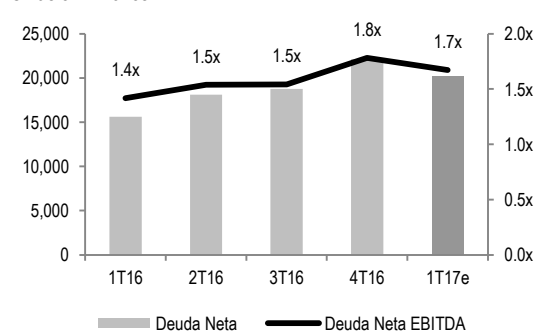
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**ALSEA– Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17	Var %
Ventas	8,535	9,554	11.9%
Utilidad de Operación	486	428	-12.1%
Ebitda	1,035	1,107	6.9%
Utilidad Neta	34	195	470.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	5.7%	4.5%	-1.2pp
Margen Ebitda	12.1%	11.6%	-0.5pp
Margen Neto	0.4%	2.0%	1.6pp
UPA	\$0.04	\$0.23	470.4%

Fuente: Banorte Ixe

**Fuerte crecimiento a nivel neto.** Alsea reportará sus resultados del 1T17 el próximo miércoles 26 de abril, tras el cierre del mercado. Esperamos que los buenos resultados de Alsea Internacional, compensen un inicio de año menos dinámico en México. Lo anterior se explicaría por el sentimiento antiamericano que habría afectado a Starbucks, tras el inicio del gobierno de Trump. A su vez, ello –junto con la depreciación cambiaria- habría impactado la rentabilidad dada la contribución de la marca al EBITDA.

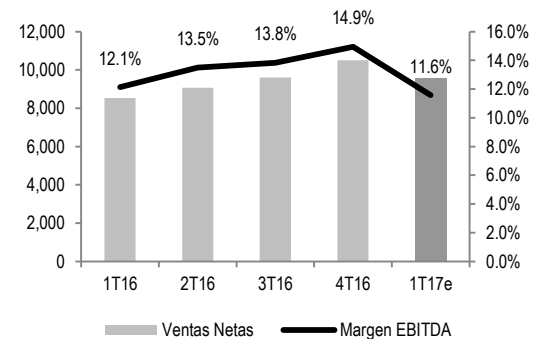
**Crece las ventas a doble dígito bajo.** Proyectamos que los ingresos consolidados crezcan interanualmente 11.9% para alcanzar P\$9,554m en el 1T17. Esta cifra se explicaría por un crecimiento VMT en México de 3.5% y un incremento de las VT de 8.1% (DIA crecería 4.4%). En el ámbito internacional, esperamos que los ingresos en Sudamérica aumenten 20%, apoyado por buenos desempeños en Argentina, Chile y Colombia, así como por el efecto favorable por conversión cambiaria. Mientras tanto, en España esperamos un crecimiento de 16% ante un desempeño en las ventas a UI de 4%, potenciado por efectos cambiarios.

**Se deteriora la rentabilidad.** Esperamos que el margen EBITDA se contraiga 50pb a 11.6%, ante la debilidad en las operaciones de Starbucks (que representa ~24% del EBITDA de México) a lo que se suma el efecto negativo de un tipo de cambio más alto en los insumos importados. Así, prevemos un deterioro de 1.7pp en el margen de México (20.8%), mientras que en Sudamérica la rentabilidad se mantendría en 12.2% y en España mejoraría 25pb a 19.8%. Así, el EBITDA consolidado crecería 6.9% a P\$1,107m, explicado por un retroceso de 0.2% en el EBITDA de México (P\$1,162m) pero con crecimientos de 19.8% en Sudamérica (P\$231m) y de 17.5% en España (P\$412m).

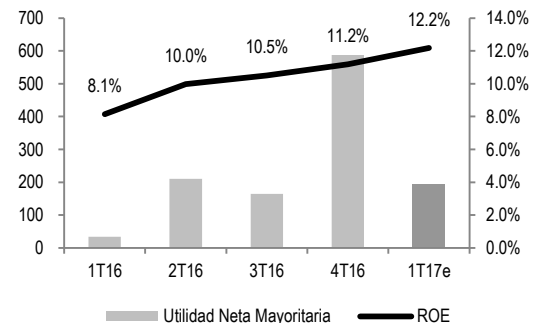
**Fuerte crecimiento en la utilidad neta.** Estimamos que el beneficio neto de Alsea avance 471% a P\$195m, ante una fácil base de comparación y un menor RIF dado que en el 1T16 se tuvo el impacto de la revalorización de opciones sobre Zena.

**Ventas y Margen EBITDA**

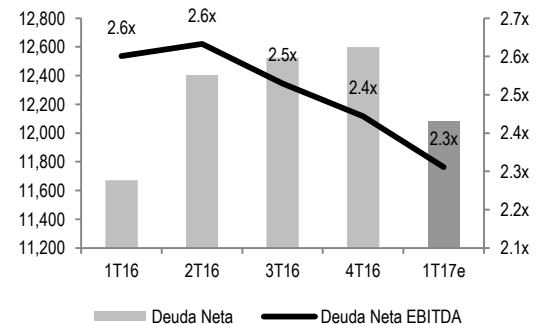
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**AMX – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	222,985	260,448	16.8%
Utilidad de Operación	28,042	26,764	-4.6%
Ebitda	61,735	65,241	5.7%
Utilidad Neta	4,798	20,129	319.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	12.6%	10.3%	-2.3pp
Margen Ebitda	27.7%	25.0%	-2.6pp
Margen Neto	2.2%	7.7%	5.6pp
UPA	\$0.07	\$0.31	319.8%

Fuente: Banorte Ixe.

**Presión en márgenes vs fuerte ganancia cambiaria.** Los resultados de AMX podrían ser considerados como positivos por los inversionistas al registrar importantes alzas como resultado de la fluctuación del peso mexicano que elevaría los ingresos financieros, además de reducir las razones de apalancamiento.

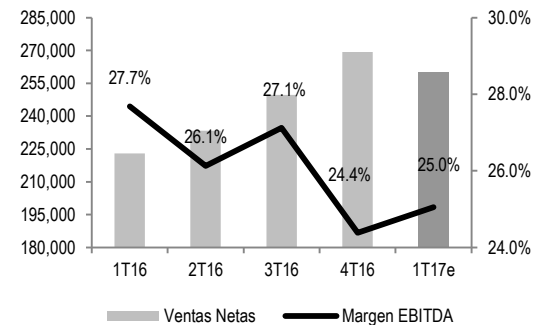
**Estimamos una caída de 0.5% en la base de UGI.** La base de Unidades Generadoras de Ingreso retrocedería 0.5% A/A a 363.4m debido principalmente a la desconexión de 422 mil líneas celulares en el trimestre lo que sería parcialmente compensado con 380 mil adiciones netas en la base de accesos fijos. Para la base de clientes de post-pago celular, estimamos un incremento anual de 23.6% como resultado de una migración desde la base de pre-pago.

**Avance de doble dígito por conversión cambiaria.** Estimamos que los ingresos consolidados de AMX podrían aumentar 16.8% A/A a un monto de P\$260,448m derivado principalmente de la fluctuación cambiaria y en menor medida por un aumento en el ARPU. Desglosando esta cifra, los ingresos por servicio podrían avanzar 17.8% mientras que los ingresos por venta de equipo se incrementarían 12.4% vs el 1T16. Como en trimestres anteriores, los servicios con mayor dinamismo serían los relacionados con la transmisión de datos (fijos o móviles) así como la TV de paga.

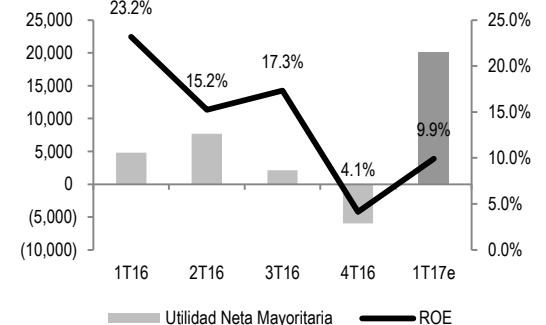
**Esperamos una fuerte ganancia cambiaria.** Calculamos un EBITDA consolidado de P\$65,241m representando un avance del 5.7% vs el 1T16 y una presión de 2.3pp en el margen para ubicarse en 25%. Las operaciones de la subsidiaria mexicana serían las más impactadas por el efecto de la competencia y de la regulación; estimamos una caída de 16.3% en el EBITDA de esta división. La empresa podría registrar como parte de los gastos financieros, una utilidad cambiaria de P\$16,490m compensando por completo el gasto por intereses y otros gastos financieros. Por último, la utilidad neta podría aumentar 319.5% A/A a P\$20,129m por la ganancia cambiaria y ante una fácil base de comparación.

**Ventas y Margen EBITDA**

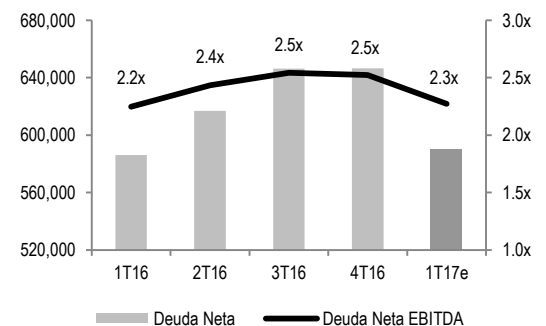
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



## ASUR B (Compra, PO 2017 \$343.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### ASUR – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,077	2,280	9.7%
Utilidad de Operación	1,286	1,464	13.8%
Ebitda	1,415	1,606	13.5%
Utilidad Neta	928	1,035	11.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	61.9%	64.2%	2.3pp
Margen Ebitda	68.1%	70.4%	2.3pp
Margen Neto	44.7%	45.4%	0.7pp
UPA	\$3.09	\$3.45	11.5%

Fuente: Banorte Ixe

### Sigue con buenos incrementos en resultados operativos.

Estimamos que Asur reportará sus resultados del 1T17 con un crecimiento de 9.7% en Ventas (alza de 13.6% en suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), y aumentos de 13.8% en Utilidad Operativa y de 13.5% en EBITDA, para colocarse en P\$2,280m, P\$1,464m y P\$1,606m, respectivamente.

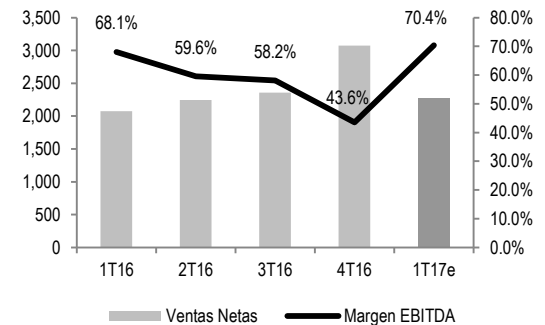
**Pasajeros con sólido aumento (+8.4%) a pesar de la difícil base comparativa.** Durante el 1T17, el tráfico total de pasajeros de Asur cerró con un incremento de 8.4% vs 1T16, impulsado en mayor medida por los pasajeros nacionales con un alza de 12.0%, así como un buen aumento en los pasajeros internacionales de 6.2%. Cabe señalar que la base comparativa es difícil ya que en febrero de 2016 se tuvo un día más (por ser año bisiesto), y por otro lado, la Semana Santa en 2016 fue en marzo, mientras que en este año es en abril. En cuanto al ingreso por pasajero (suma ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos/tráfico total), estimamos que habría un incremento de 4.7% respecto al 1T16.

**Se mantiene la rentabilidad (sin cambios contables) en el trimestre.** Pronosticamos incrementos en los márgenes operativo y de EBITDA de 2.3pp, para colocarse ambos en 64.2% y 70.4%, respectivamente. Consideramos que lo anterior se deberá a menores ingresos por servicios de construcción que esperamos sean de P\$83m (vs P\$143m en el 1T16). Es importante señalar que dichos márgenes, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción (cambios contables), se mantendrían en niveles similares, ubicándose el operativo en 66.6% y el de EBITDA en 73.1%.

**Incremento de 11.5% en Utilidad Neta.** Esperamos que la Utilidad Neta tenga un alza de 11.5%, debido principalmente al aumento en los resultados operativos, que se verían parcialmente compensados por un monto más alto en impuestos.

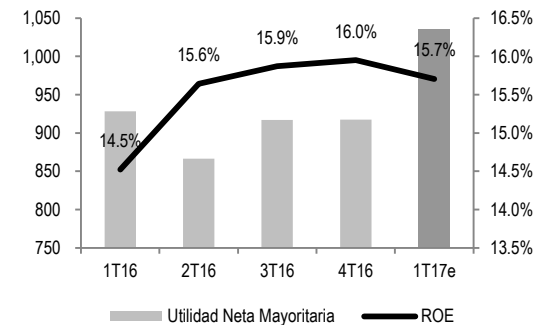
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



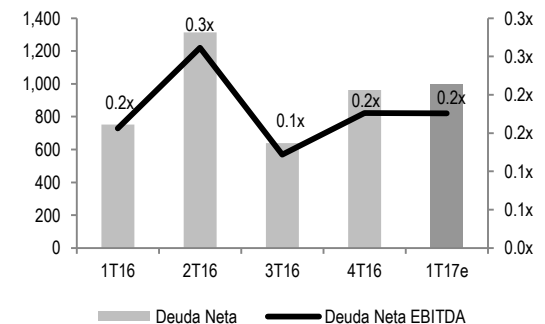
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**AXTEL – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,840	3,524	24.1%
Utilidad de Operación	-439	145	N.A.
Ebitda	359	1,075	199.4%
Utilidad Neta	-1,144	651	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	-15.5%	4.1%	19.6pp
Margen Ebitda	12.6%	30.5%	17.9pp
Margen Neto	-40.3%	18.5%	58.8pp
UPA	-\$0.42	\$0.24	N.A.

Fuente: Banorte Ixe

\*Nota: Las cifras del 1T16 incluyen la consolidación de Alestra desde febrero por lo que hay diferencia en las variaciones con respecto al texto en el que se utilizan las cifras pro forma

**Fácil comparativo por elevados gastos de integración y financieros en el 1T16.** Consideramos que los resultados operativos de Axtel del 1T17 serían positivos al disminuir significativamente los gastos de la integración con Alestra. La empresa podría registrar un ingreso financiero debido a las ganancias cambiarias que se generarían por la apreciación del peso (vs 4T16) y el comparativo sería fácil debido a los gastos financieros extraordinarios que se reportaron el trimestre anterior asociados con el prepafo de los bonos y reestructura de su deuda.

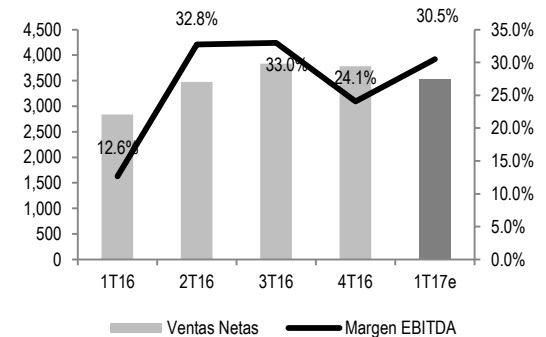
**Estimamos una caída de 2.7% en ingresos.** Estimamos para los ingresos consolidados un monto de P\$3,524m lo que representaría una caída de 2.7% frente a las cifras pro forma. Desglosando esta cifra, estimamos una disminución de 1.9% en los ingresos del mercado masivo, una caída de 1% en el segmento empresarial y un retroceso del 12.9% en el segmento de gobierno. Estimamos que la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) podría retroceder 7.6% A/A a 999 mil debido a la cancelación de clientes con servicios que utilizaban tecnología Wimax.

**Menores gastos de integración impulsarán al EBITDA.** Anticipamos un incremento del 69.3% en el EBITDA para alcanzar un monto de P\$1,075m, lo que equivaldría a un margen de 30.5% (+130pb vs 1T16). Vale la pena mencionar que en el 1T16 la empresa registró gastos por integración de P\$495m y en este periodo estimamos gastos de P\$72m. Descontando estos gastos, el crecimiento anual en el EBITDA pro forma sería del 1.2%.

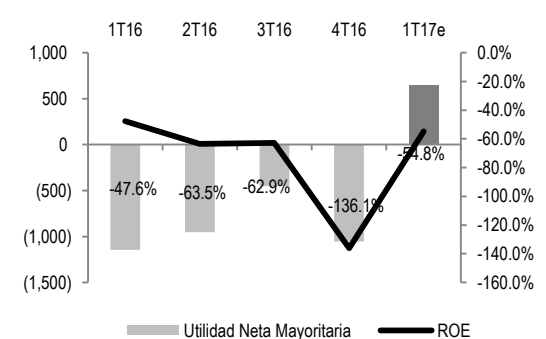
**Efecto positivo de la apreciación del peso sobre los resultados financieros y el balance.** Calculamos que AXTEL reportará un ingreso financiero de P\$540m como resultado de una ganancia cambiaria de P\$883m lo que compararía favorablemente con los gastos financieros de \$1,196m del 1T16. Por otro lado, el reciente regreso del peso y el incremento en EBITDA provocaría una reducción en la razón de DN/EBITDA de 5.5x en el 4T16 a 4.1x.

**Ventas y Margen EBITDA**

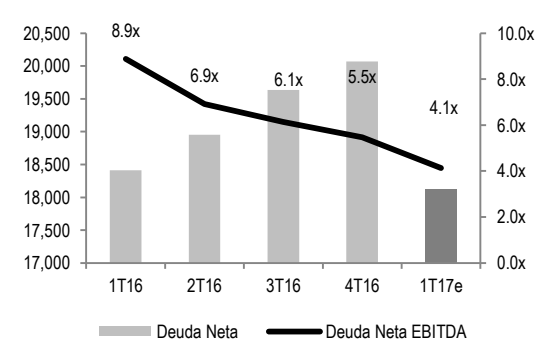
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



**AZTECA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,861	2,702	-5.6%
Utilidad de Operación	114	123	7.6%
Ebitda	410	463	12.9%
Utilidad Neta	-554	534	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	4.0%	4.5%	0.6pp
Margen Ebitda	14.3%	17.1%	2.8pp
Margen Neto	-19.3%	19.8%	39.1pp
UPA	-\$0.19	\$0.18	N.A.

Fuente: Banorte Ixe

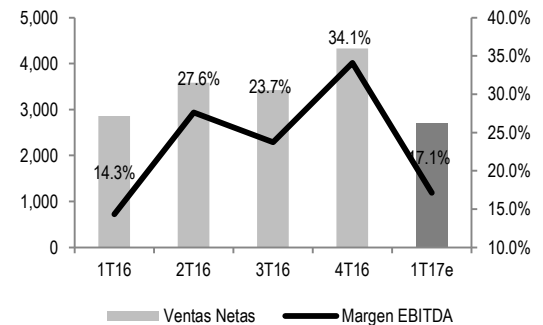
**Resultados no incluirán a Azteca Comunicaciones Colombia.** En el 1T17 no incluimos en los resultados consolidados a Azteca Comunicaciones Colombia (ACC) derivado de la dilución que tuvo en su participación accionaria a finales de diciembre. La ausencia de ACC, en los resultados de TV Azteca, provocará un beneficio en los márgenes ya que ésta todavía se encuentra en la fase de arranque y genera pérdidas operativas. Adicionalmente, esperamos un ligero avance en la rentabilidad debido al programa de reducción de costos y gastos que implementó recientemente la administración.

**Crecimiento moderado en las ventas de publicidad.** Estimamos para los ingresos un monto de P\$2,702m -5.6% A/A, no obstante, si excluimos las cifras de ACC la caída sería de 0.6%. Desglosando los ingresos consolidados, estimamos las siguientes variaciones: Ventas domésticas de publicidad +2%, Azteca America +12.3%, Exportación de programación +5% y Azteca Comunicaciones Perú (ACP) -35%. Los ingresos del negocio de telecomunicaciones en Perú del 1T16 incluyen ingresos extraordinarios por el pago de la construcción de la red por parte del gobierno por lo que la base no es comparable. Por otro lado, los ingresos de Azteca America crecerían principalmente por el efecto de conversión cambiaria y en menor medida por un aumento en las ventas de publicidad.

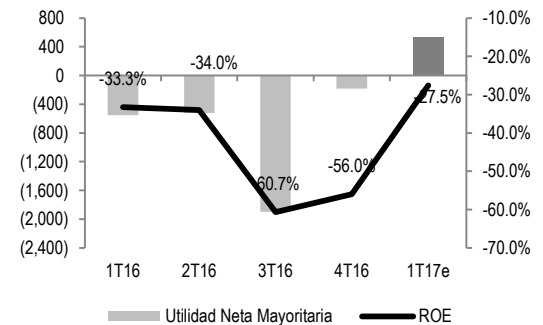
**Estimamos una recuperación de 2.8pp en la rentabilidad.** Azteca podría reportar un EBITDA de P\$463m, es decir un aumento de 12.9% A/A y un margen de 17.1%. En este trimestre, ACP contribuiría con pérdidas operativas de P\$28m lo que compara desfavorablemente con una utilidad de P\$161m en 1T16. Excluyendo a ACC del 1T16, el EBITDA consolidado caería 13.2%. Azteca podría registrar un producto financiero de P\$550m debido principalmente a ganancias cambiarias por la apreciación del peso vs el cierre de 4T16. Con el beneficio de la fluctuación cambiaria, la empresa podría romper la racha de ocho trimestres consecutivos de pérdidas en la utilidad neta, para el 1T17 estimamos una utilidad de P\$534m.

**Ventas y Margen EBITDA**

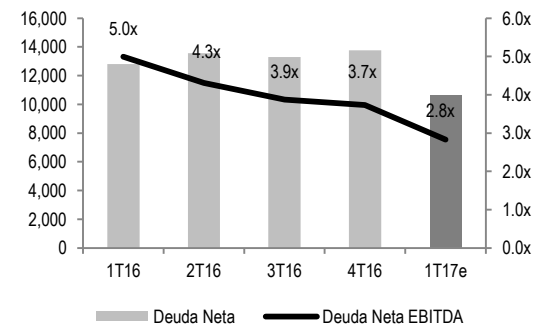
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



## CEMEX CPO (Compra, PO 2017 \$22.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### CEMEX – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	1T16*	1T17e	Var %
Ventas	3,126	3,009	-3.7%
Utilidad de Operación	346	336	-3.0%
Ebitda	570	557	-2.3%
Utilidad Neta	35	75	110.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	11.1%	11.2%	0.1pp
Margen Ebitda	18.2%	18.5%	0.3pp
Margen Neto	1.1%	2.5%	1.3pp
UPA	\$0.00	\$0.00	101.7%

Fuente: Banorte Ixe / \*Las cifras pueden variar por la venta de activos de la compañía.

**Esperamos que Cemex presente ligeras bajas operativas en el 1T17.** Estimamos que Cemex presente las siguientes variaciones en sus números del trimestre: -3.7% en Ventas (en dólares), -3.0% en Utilidad de Operación, -2.3% en EBITDA y +110.5% en Utilidad Neta Mayoritaria. Cabe señalar que las cifras del 1T16 podrían variar ante las ventas de activos realizadas por la compañía.

**Proyectamos que en promedio los volúmenes no tendrán variación en el consolidado.** En México, prevemos un aumento en promedio en volúmenes de 3.0%; y en Europa de 0.5%. Por otro lado, en EE.UU. esperamos una disminución de 2.5%; en Asia, Medio Oriente y África de 8.0%; y en América Central, Sur y Caribe de 6.7%.

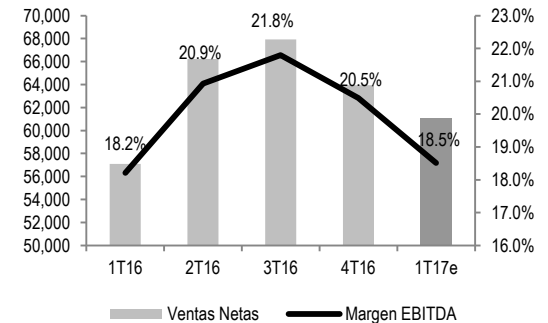
**Continuaría mejora en el nivel de rentabilidad.** Pronosticamos avances en la rentabilidad de la empresa con aumentos de 0.1pp y 0.3pp en el margen operativo y en el margen EBITDA, ubicándose en 11.2% y 18.5%, respectivamente. Estimamos mejoras en márgenes operativos A/A en las principales regiones en donde opera (México y EE.UU.), sin variaciones en Europa, así como caídas en Asia, Medio Oriente y África (-1.8pp), y en América Central, Sur y Caribe (caída de 1.7pp).

**Prevemos mejores precios en México y EE.UU. en moneda local y una variación negativa en dólares en la mayoría de sus regiones por la apreciación del dólar.** 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.; no obstante, proyectamos una baja en el precio promedio consolidado en dólares de Cemex, ante la apreciación del dólar respecto a las demás monedas. Hay que recordar que los movimientos de tipo de cambio juegan un papel relevante.

**Estimamos que el resultado neto mayoritario presente una utilidad de P\$75m** (+110.5% vs 1T16), principalmente por una mejor utilidad operativa y un menor costo financiero.

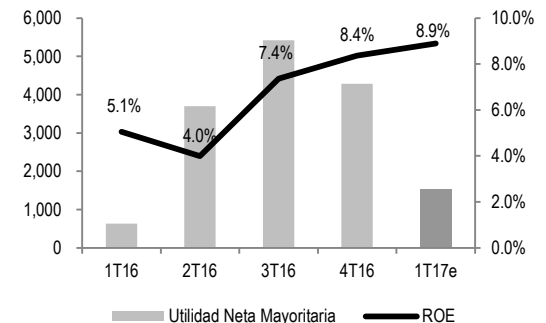
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones de pesos



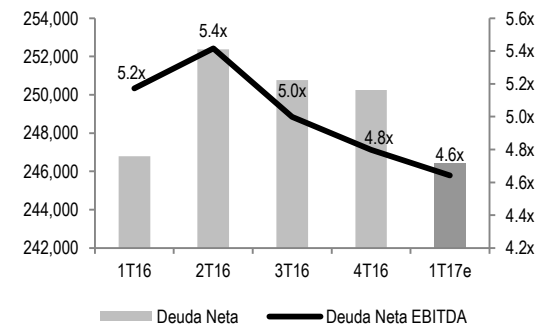
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones de pesos



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones de pesos



**CREAL – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ingresos Financieros	1,339	1,855	38.5%
Margen Financiero	1,017	1,328	30.6%
Utilidad de Operación	503	574	14.2%
Utilidad Neta	406	426	4.9%
<b>Indicadores</b>			
ROE	20.6%	19.2%	-1.4pp
MIN (Margen de Interés Neto)	16.7%	17.6%	+0.9pp
CV/CT	2.7%	2.2%	-0.5pp
Provisiones/CV	145.2%	140.7%	+41.2pp

Fuente: Banorte Ixe

**CREAL, un trimestre neutral.** Crédito Real estará publicando sus resultados del 1T17 el próximo miércoles 26 de abril tras el cierre de los mercados. La tendencia de crecimiento que ha mostrado a lo largo de los últimos trimestres deberá continuar.

**Sano crecimiento en cartera.** Este trimestre anticipamos un incremento anual del 16.4% en la cartera de créditos total, para ubicarse en alrededor de P\$24,128m. Este crecimiento se explica principalmente por el favorable desempeño sobre todo en los segmentos de Nómina y Autos.

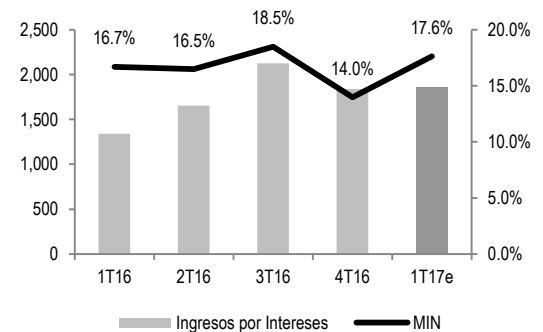
**Mayor cartera impulsa Margen Financiero.** El positivo aumento en la cartera deberá impulsar el incremento en los ingresos por intereses que anticipamos crezcan 38.5% A/A. No obstante, los gastos por intereses se verán afectados por los mayores niveles en las tasas, por lo que anticipamos que aumenten 63.2% A/A. Con ello el Margen Financiero deberá crecer 30.6% a P\$1,328m. Adicionalmente, anticipamos un aumento muy importante en las estimaciones preventivas, ante la diversificación del portafolio. Con ello el Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios deberá aumentar 18.9% A/A a P\$1,152m.

**Gastos mitigan crecimiento en utilidad neta.** El sólido desempeño en el Margen Financiero se verá mitigado con el aumento del 44% en los gastos operativos. Esto se verá reflejado en un deterioro en el índice de eficiencia al pasar a niveles superiores al 50%. Con ello, la utilidad neta del trimestre deberá ascender a P\$426m, mostrando un incremento interanual del 4.9%.

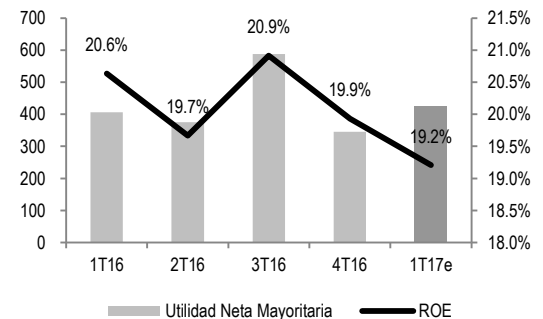
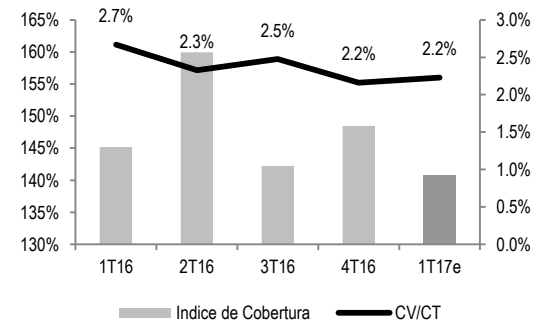
**ROE y morosidad prácticamente estables trimestre a trimestre.** Este trimestre anticipamos un ROE en 19.2%, ligeramente inferior al 19.9% del 4T16, con un índice de morosidad en niveles de 2.2% similar al registrado en el 4T16.

**Ingresos por Intereses y MIN**

Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Índice de Cobertura / CV/CT**


**FIHO – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	534	766	43.5%
NOI	157	241	53.6%
Ebitda	118	201	70.1%
Utilidad Neta	57	47	-17.7%
<b>Márgenes</b>			
Margen NOI	29.4%	31.5%	2.1pp
Margen Ebitda	22.2%	26.3%	4.1pp
Margen Neto	10.7%	6.1%	-4.6pp
Distribución de efectivo	\$0.20	\$0.29	46.9%

Fuente: Banorte Ixe

**Estimamos fuertes crecimientos en los resultados operativos de FIHO en el 1T17.** Proyectamos que la FIBRA reportará buenos números al 1T17 con crecimientos en Ventas, NOI y EBITDA de 43.5%, 53.6%, y 70.1%, para ubicarse en P\$766m, P\$241m y P\$201m, respectivamente. La utilidad neta tendría una disminución de 17.7%, para ubicarse en P\$47m.

**Mayor número de cuartos y de ocupación, así como alzas en tarifas apoyarían a los ingresos.** En el 1T17, la FIBRA anunció la apertura de los hoteles Fiesta Inn Puerto Vallarta, Courtyard by Marriott Vallejo y Fairfield Inn & Suites by Marriott Vallejo (en total 390 cuartos).

Con lo anterior, FIHO cerraría con 18.6% más cuartos de hoteles en operación, en comparación con el 1T16. Tomando en cuenta el total de cuartos de hoteles en operación y desarrollo, FIHO cerraría con 9.6% más comparado con el 1T16.

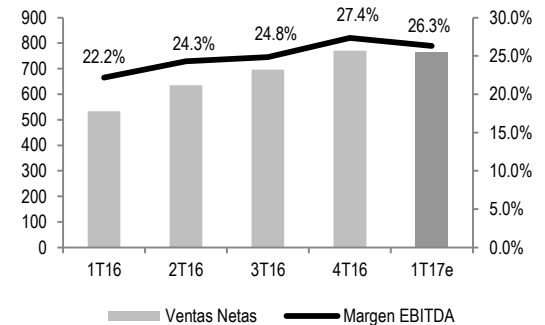
Estimamos que la ocupación de hoteles estabilizados (56) de la FIBRA sea de 68.9% y que continúe la tendencia positiva en la tarifa promedio, ubicándose en P\$1,043, de manera que la tarifa efectiva se colocaría en P\$718 (17.5% mayor respecto al 1T16).

**Esperamos avances en rentabilidad.** Prevemos que el margen NOI sea de 31.5% y el margen EBITDA de 26.3%, representando aumentos de 2.1pp y de 4.1pp, respectivamente. Lo anterior, se debe principalmente a la combinación entre las mejoras operativas de los hoteles estabilizados, que creemos tendría mayor peso, y los que todavía no lo son (con menores márgenes).

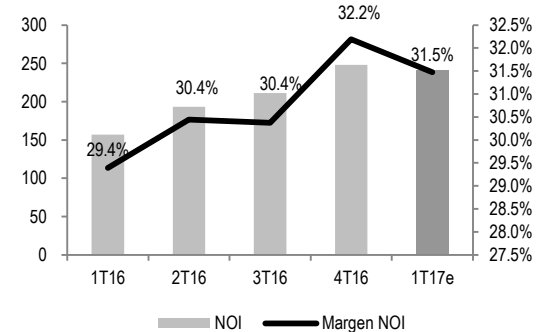
**Proyectamos una baja en la utilidad neta de 17.7% vs 1T16,** la cual se ubicaría en P\$47m debido a que los mejores resultados operativos se verían más que compensados principalmente por un mayor resultado integral de financiamiento.

**Ventas y Margen EBITDA**

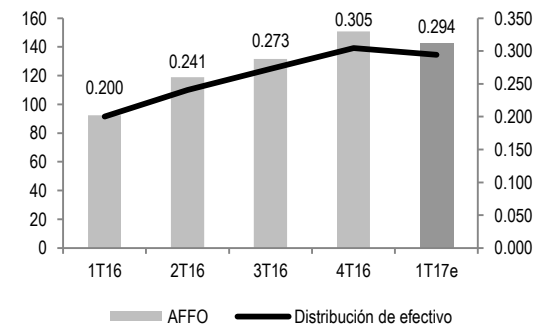
Cifras en millones


**NOI y Margen NOI**

Cifras en millones


**AFFO / Distribución de efectivo**

Cifras en millones / pesos



## GAP B (Compra, PO 2017 \$195.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### GAP – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,764	3,074	11.2%
Utilidad de Operación	1,276	1,484	16.3%
Ebitda	1,608	1,863	15.8%
Utilidad Neta	1,003	1,072	6.9%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	46.2%	48.3%	2.1pp
Margen Ebitda	58.2%	60.6%	2.4pp
Margen Neto	36.3%	34.9%	-1.4pp
UPA	\$1.79	\$1.91	6.9%

Fuente: Banorte Ixe

**Sólidos crecimientos en resultados operativos.** Estimamos que Gap reporte sus resultados del 1T17 con crecimientos en Ventas y EBITDA de 11.2% y 15.8%, respectivamente para colocarse ambos en P\$3,074m y P\$1,863m.

### Pasajeros totales con buen aumento en el trimestre (+11.3%).

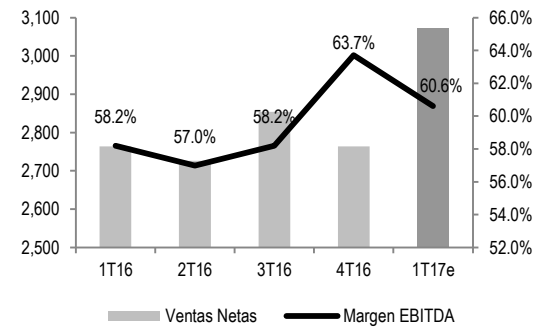
Prevedemos que la suma de Ingresos Aeronáuticos e Ingresos no Aeronáuticos (incluyendo a MBJ) tenga un incremento de 21.9% y considerando sólo los 12 aeropuertos que opera en México, tenga un alza de 22.9%. Lo anterior sería resultado de un buen crecimiento en el 1T17 del tráfico total de pasajeros de 11.3%, conformado por un aumento en el tráfico nacional de 11.0% y en el internacional de 11.7%. Por otro lado, excluyendo a MBJ (sólo los 12 aeropuertos que opera en México), los pasajeros totales mostraron una sólida alza de 12.6%. Hay que mencionar que la base comparativa es difícil ya que en febrero de 2016 se tuvo un día más (por ser año bisiesto), y por otro lado, la Semana Santa en 2016 fue en marzo, mientras que en este año es en abril.

**Esperamos una menor rentabilidad del grupo (sin cambios contables).** Estimamos que el margen operativo de la compañía tenga un aumento de 2.1pp y el de EBITDA de 2.4pp, para colocarse ambos en 48.3% y 60.6%, respectivamente, ante un menor monto 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), mostrarían bajas de 2.6pp y 3.5pp, ubicándose el operativo en 53.3% y el de EBITDA en 66.9%. Lo anterior debido a que esperamos mayores costos de servicios en los aeropuertos que opera en México y un margen más bajo en el aeropuerto MBJ.

**Prevedemos que al 1T17 la utilidad neta de Gap sea de P\$1,072m (+6.9% vs 1T16),** debido a los mejores resultados operativos parcialmente compensados por un mayor costo integral de financiamiento e impuestos.

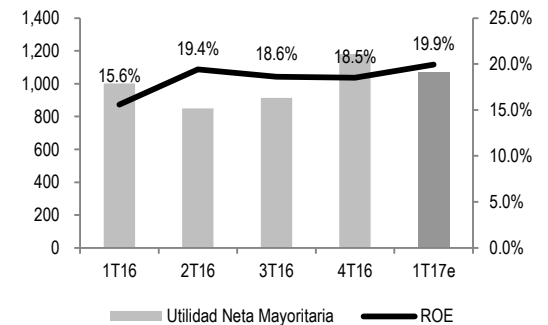
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



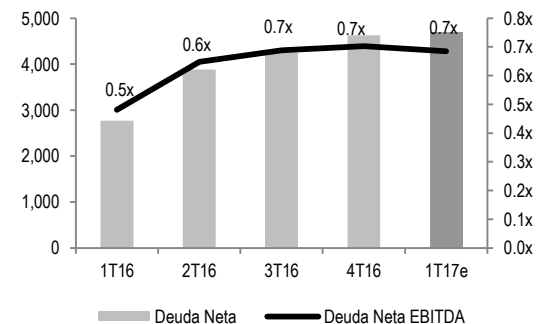
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**GENEREA \* (Compra, PO 2017 \$34.50)**
*Marissa Garza Ostos*
**GENEREA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ingresos Financieros	4,622	5,146	11.3%
Margen Financiero	4,369	4,816	10.2%
Utilidad de Operación	1,347	1,401	4.0%
Utilidad Neta	898	935	4.2%
<b>Indicadores</b>			
ROE	23.3%	20.2%	-3.1pp
MIN (Margen de Interés Neto)	48.0%	39.5%	-8.5pp
CV/CT	3.8%	4.6%	+0.8pp
Provisiones/CV	155.5%	130.0%	-25.5pp

Fuente: Banorte Ixe

**Genera, un trimestre neutral.** La compañía estará reportando sus resultados del 1T17 el próximo lunes 24 de abril, tras el cierre de los mercados. Aun cuando Genera mantendrá un sano crecimiento en cartera, los mayores niveles de morosidad se verán reflejados en un crecimiento moderado en las utilidades.

**Dinamismo sostenido en cartera.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, Genera deberá mostrar un incremento interanual del 11.6% en la cartera total para ubicarse en P\$31,671m. El principal impulsor sigue siendo el mayor saldo promedio por cliente y una mayor proporción en el portafolio de los productos Crédito Comerciante y Crédito Crece y Mejora.

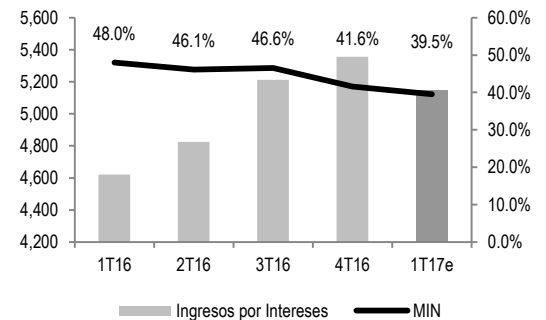
**Mayor competencia afecta provisiones.** Impulsado por los crecimientos en clientes y cartera, nuestros estimados contemplan un aumento del 10.2% A/A en el Margen Financiero para alcanzar los P\$4,816m. No obstante, las provisiones deberán ubicarse en alrededor de P\$1,012m, representando un aumento del 54% A/A, arriba del incremento en cartera no sólo ante el cambio en la mezcla de productos, sino también reflejando los efectos de una mayor competencia. En ese sentido, el Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios deberá aumentar apenas 2.5% A/A para ubicarse en P\$3,803m.

**Utilidad neta con crecimiento modesto.** El bajo crecimiento en el Margen Ajustado por Riesgos se verá parcialmente compensado con las mayores comisiones y un estricto control en gastos, por lo que la utilidad neta deberá aumentar 4.2% A/A a P\$935m.

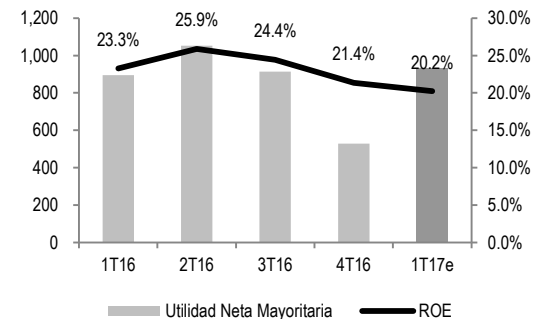
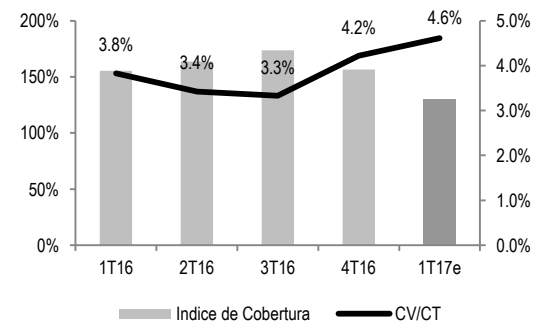
**Morosidad presionada.** Con los resultados del trimestre, el ROE deberá ubicarse en 20.2% (vs 23.3% en el 1T16), mientras que el índice de morosidad deberá aumentar a 4.6% debido al deterioro en prácticamente todos los segmentos de negocios, que se explica por la mayor competencia.

**Ingresos por Intereses y MIN**

Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Índice de Cobertura / CV/CT**


**GICSA- Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	920	928	0.9%
NOI	696	704	1.2%
Ebitda	672	719	7.0%
Utilidad Neta	478	1,064	122.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen NOI	75.7%	75.8%	0.2pp
Margen Ebitda	73.0%	77.4%	4.4pp
Margen Neto	52.0%	114.6%	62.7pp
UPA	\$0.312	\$0.694	122.6%

Fuente: Banorte Ixe

**La buena dinámica continúa.** Gicsa reportará sus resultados del 1T17 el próximo martes 25 de abril, tras el cierre del mercado. Anticipamos un trimestre en el que la buena dinámica del portafolio estabilizado continúe a nivel operativo, conforme las dos recientes aperturas apenas iniciarían su contribución al desempeño tan pronto como en el 2T17. Mientras tanto, esperamos que las empresas de servicio retomen su contribución a la generación de EBITDA, y a nivel neto, proyectamos que las ganancias cambiarías impulsarían la utilidad.

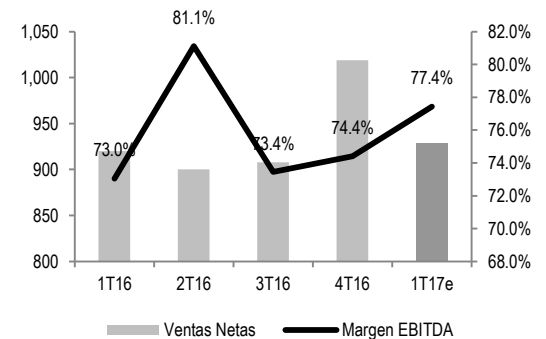
**Marginal avance en los ingresos.** Estimamos que los ingresos netos del portafolio se ubiquen en P\$928m (+0.9% A/A), como resultado del sostenimiento de la tasa de ocupación alrededor de 90%, mientras que la depreciación del peso (en las rentas dolarizadas) compensaría menores rentas por m<sup>2</sup> en algunos inmuebles como Acapulco.

**Control en gastos de operación de inmuebles sostienen el NOI, mientras que las empresas de servicio apoyan crecimiento del EBITDA.** Proyectamos que el NOI avance 1.2% a P\$704m, debido al control eficiente de los gastos de operación de los inmuebles. De esta manera, el margen NOI se expandiría 0.2pp a 75.8%. Por su parte, esperamos que las empresas de servicio retomen su actividad hacia terceros y contribuyan a la generación de flujo de operación. Así, el EBITDA crecería 7% a P\$719m, equivalente a un margen de 77.4% (+440pb).

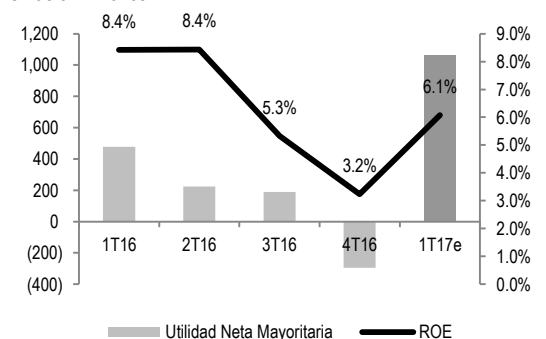
**Ganancias cambiarías impulsan fuerte crecimiento de la utilidad neta** Esperamos que la utilidad neta mayoritaria de GICSA alcance P\$1,064m (+122.6% A/A), apoyada por el buen crecimiento operativo, el cual se vería potenciado por un RIF menor al registrado en el mismo periodo del año anterior (pese al mayor pago de intereses), mismo que se explicaría por ganancias cambiarías por P\$553m vs una pérdida de P\$100m registrada en el 1T16.

**Ventas y Margen EBITDA**

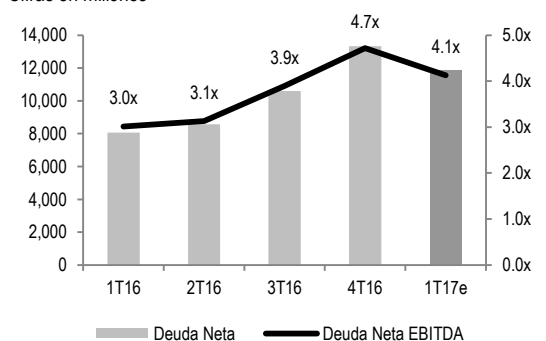
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**GMEXICO – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	1,921	2,327	21.2%
Utilidad de Operación	541	771	42.3%
Ebitda	728	1,006	38.2%
Utilidad Neta	407	377	-7.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	28.2%	33.1%	+4.9pp
Margen Ebitda	37.9%	43.2%	+5.3pp
Margen Neto	21.2%	16.2%	-5.0pp
UPA	\$0.05	\$0.05	-7.3%

Fuente: Banorte Ixe

**GMEXICO, otro trimestre de buenos crecimientos.** Grupo México estará publicando sus cifras del 1T17 en la última semana del mes de abril. Anticipamos otro trimestre de sólidos crecimientos en las operaciones de la compañía, no solo impulsados por el comparativo favorable en los precios de los metales, sino también por la mejor rentabilidad de las operaciones. De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones anticipamos incrementos anuales del 21.2% en ingresos y 38.2% en EBITDA, en dólares.

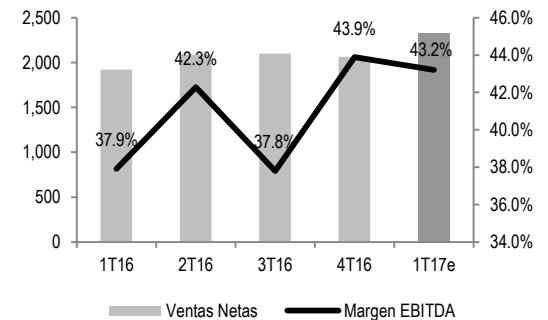
**Importante recuperación en el precio de los metales.** En el 1T17, los precios de los metales continuaron recuperándose. En términos anuales, el precio promedio del cobre mostró un incremento del 25.8% al pasar de US\$2.11 por libra en el 1T16 a US\$2.65 en el 1T17. Por su parte, el molibdeno mostró una recuperación superior al 28% en los precios promedio, el zinc superior al 65%, mientras que la plata aumentó poco más del 17% en promedio A/A. Lo anterior, en conjunto con un aumento del 0.6% en los volúmenes de cobre, impulsarán los resultados. El entorno de mayores precios, junto con las mayores eficiencias alcanzadas en minería con un estricto control en costos, ayudarán a que el margen EBITDA se recupere de manera muy importante a niveles de 43.2% (+5.3pp A/A).

**Transporte continúa con sólida rentabilidad, mientras Infraestructura mantiene inercia de crecimiento.** En Transporte anticipamos un aumento del 6.8% en el EBITDA en términos de dólares, a pesar del efecto negativo de conversión cambiaria, mientras que en Infraestructura la contribución a la generación se mantendrá cercana al 7.0%.

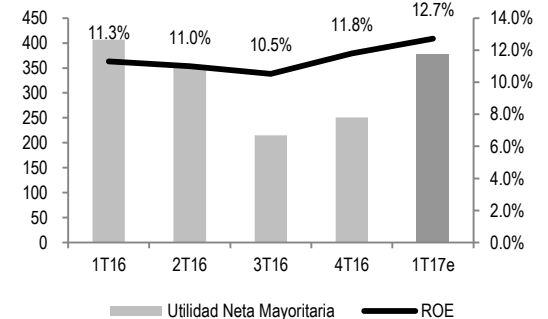
**Dividendo esperado de P\$0.26.** Esperamos que la compañía decrete un dividendo de P\$0.26 por acción, similar al anterior, que equivaldría a un rendimiento cercano al 0.5% sobre precios actuales.

**Ventas y Margen EBITDA**

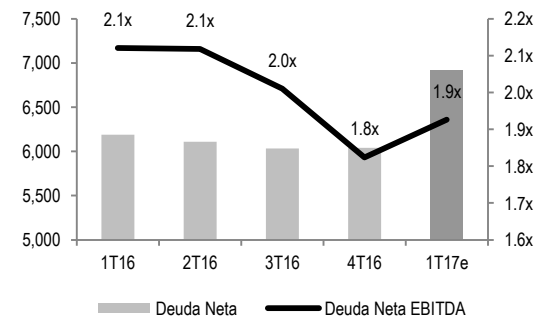
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## HOTEL \* (Compra, PO 2017 \$11.50)

José Itzamna Espitia Hernández

### HOTEL – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	322	364	13.0%
Utilidad de Operación	99	109	9.9%
Ebitda Ajustada	129	144	11.3%
Utilidad Neta	70	77	9.4%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	30.7%	29.8%	-0.9pp
Margen Ebitda Ajustada	40.1%	39.5%	-0.6pp
Margen Neto	21.9%	21.1%	-0.7pp
UPA	\$0.26	\$0.16	-38.6%

Fuente: Banorte Ixe.

**Los resultados operativos seguirán mostrando buenos avances en el 1T17.** Estimamos que Hotel reportará buenos números con crecimientos en Ventas de 13.0%, en Utilidad de Operación de 9.9% y en EBITDA Ajustada de 11.3%, para ubicarse en P\$364m, P\$109m y P\$144m respectivamente. La Utilidad Neta se ubicaría en P\$77m, +9.4% vs 1T16.

**Difícil base comparativa llevaría a una menor ocupación, aunque esperamos que continúe la tendencia al alza en tarifas.** En 2016, el periodo de Semana Santa se celebró en marzo y en este año es en abril, por lo que la base de comparación es difícil en el trimestre. Preveamos que la ocupación de hoteles propios se ubique en 66.5% (-4.0% vs 1T16) y que la tarifa promedio diaria sea de P\$1,457 (+4.2%), por lo que la tarifa efectiva diaria sería de P\$969 (-1.7%).

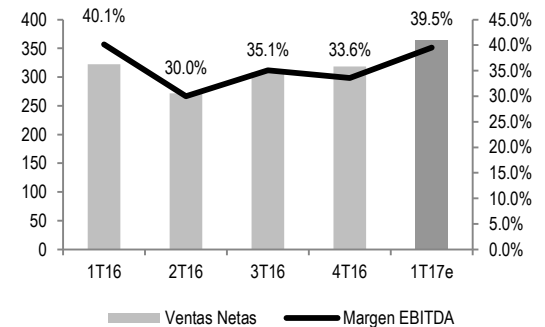
**El crecimiento inorgánico comenzará a beneficiar los resultados de la empresa.** Los números de Hotel se verán favorecidos por el mayor número de habitaciones propias en el trimestre, que representan un +38.8% vs 1T16, debido principalmente al anuncio de adquisición de 933 cuartos a mitad de febrero. A partir del siguiente trimestre veríamos un mayor impulso a los resultados por esta integración de cuartos. Consideramos que la compañía tiene una perspectiva interesante de crecimiento debido a que cuenta con los recursos para continuar incorporando nuevos activos a su portafolio.

**Estimamos una ligera baja en rentabilidad.** Esperamos que en el 1T17 el margen de la utilidad operativa sea de 29.8% y el margen EBITDA de 39.5%, con ligeras disminuciones de 0.9pp y 0.6pp en comparación con el 1T16 ante la difícil base comparativa e integración de nuevos cuartos.

**Preveamos una utilidad neta mayoritaria de P\$77m en el 1T17 (+9.4% vs 1T16)** debido a los mejores resultados operativos parcialmente compensados por mayores impuestos.

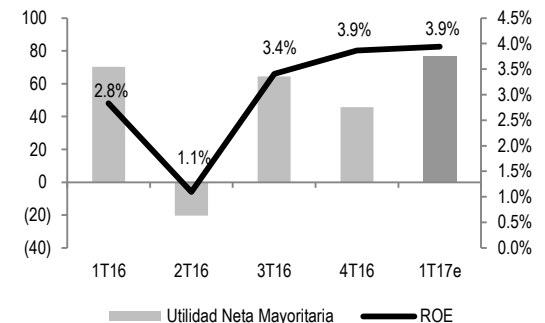
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



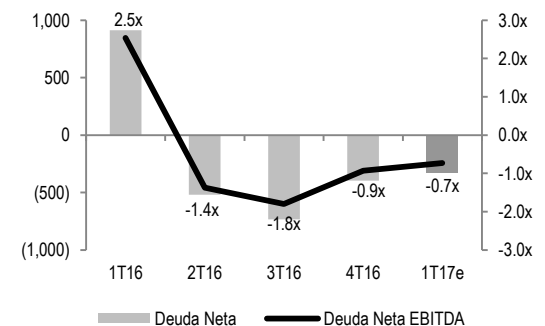
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## ICA \* (Venta, En Revisión)

José Itzamna Espitia Hernández

### ICA – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	6,108	5,401	-11.6%
Utilidad de Operación	978	808	-17.4%
Ebitda Ajustada	1,379	1,209	-12.3%
Utilidad Neta	-1,370	609	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.0%	15.0%	-1.1pp
Margen Ebitda Ajustada	22.6%	22.4%	-0.2pp
Margen Neto	-22.4%	11.3%	33.7pp
UPA	-\$2.24	\$1.00	N.A.

Fuente: Banorte Ixe

Los resultados seguirán con una tendencia similar a la mostrada en el 2016. Ica reportará sus resultados del 1T17 con una baja esperada en Ventas de 11.6%, para ubicarse en P\$5,401m. Estimamos que la utilidad de operación se coloque en P\$808m (-17.4% A/A) y el EBITDA Ajustada en P\$1,209m (-12.3% A/A). ICA está en una situación complicada por su alto nivel de endeudamiento y falta de liquidez. La empresa está en proceso de analizar y definir su plan de reestructura financiera. Los números del 1T16 podrían variar para reflejar la desconsolidación de Facchina.

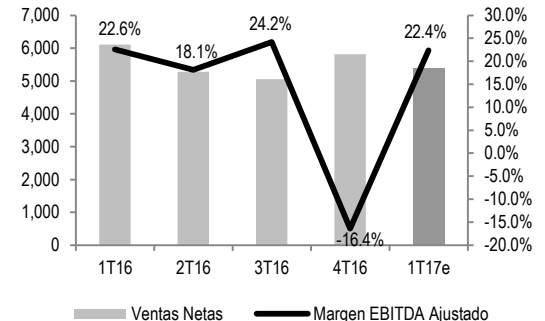
Continuarán notables disminuciones en Construcción. Esperamos que el segmento de Construcción presente un decremento en ingresos de 40.0% (peso de 37.1% en los ingresos últimos 12 meses), señalando que en el trimestre pudieron haber parado algunas obras por falta de liquidez. Por otro lado, estimamos un aumento en Concesiones de 13.0% (peso de 34.9%) y en Aeropuertos de 30.9% (peso de 24.9%), resultado de un buen desempeño del total de tráfico de pasajeros (+8.8%).

Proyectamos ligera baja de rentabilidad vs 1T16. Preveamos que el segmento de Construcción reporte un número negativo en EBITDA (como en trimestres anteriores), una mejor rentabilidad en Concesiones vs 1T16, y que Aeropuertos siga aumentando su peso en relación al total del EBITDA. En el agregado, esperamos que el margen Operativo sea de 15.0% y el de EBITDA de 22.4%, representando variaciones de -1.1pp y -0.2pp vs 1T16.

Estimamos una utilidad neta mayoritaria de P\$609m en el 1T17. Lo anterior se debe principalmente a que los menores resultados operativos y el alto costo de financiamiento de la empresa, se verían más que compensados por ganancias cambiarias por la apreciación del peso respecto al dólar en el trimestre vs 4T16.

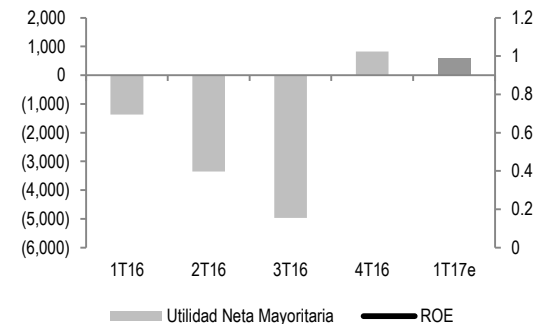
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



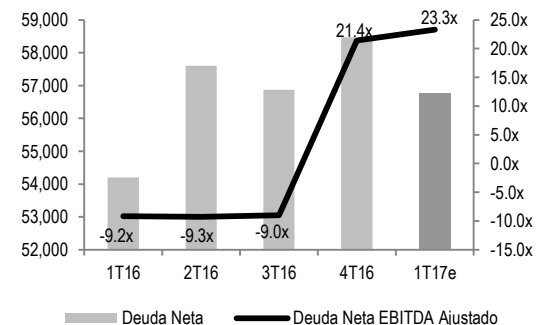
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA\*

Cifras en millones



\* Deuda Neta a EBITDA en el 1T16, 2T16 y 3T16 es negativo porque el EBITDA U12m. es negativo.

**IENOVA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	133	287	115.6%
Utilidad de Operación	56	145	160.3%
Ebitda Ajustado	110	191	73.4%
Utilidad Neta	66	97	47.8%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	41.8%	50.5%	+8.7pp
Margen Ebitda	82.8%	66.6%	-16.2pp
Margen Neto	49.5%	33.9%	-15.6pp
UPA	\$0.06	\$0.08	+47.8%

Fuente: Banorte Ixe

**Ienova, un trimestre con importantes crecimientos.** La compañía estará publicando sus resultados el martes 25 de abril tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre con importantes crecimientos impulsados principalmente por las adquisiciones realizadas a finales del 2016.

**GdC y Ventika impulsan resultados.** De acuerdo con nuestros estimados esperamos un incremento del 115.6% A/A en los ingresos consolidados de la compañía para alcanzar los US\$287m y un aumento del 73.4% en el EBITDA ajustado para ubicarse en US\$191m. Lo anterior no solo es resultado de la recuperación en los precios del gas natural y mayores volúmenes venta, sino que la mayor parte del crecimiento se explica por la consolidación de las operaciones de Gasoductos de Chihuahua adquiridas a Pemex (el 50% restante que no pertenecía a Ienova), y un trimestre completo de operaciones de los parques eólicos Ventika. También contribuyen de manera positiva este trimestre la entrada en operaciones del segmento Guaymas – El Oro del gasoducto Sonora y del Gasoducto San Isidro - Samalayuca. Las operaciones del gasoducto Los Ramones Norte también favorecen el crecimiento debido a que fueron integradas a mediados del 1T16.

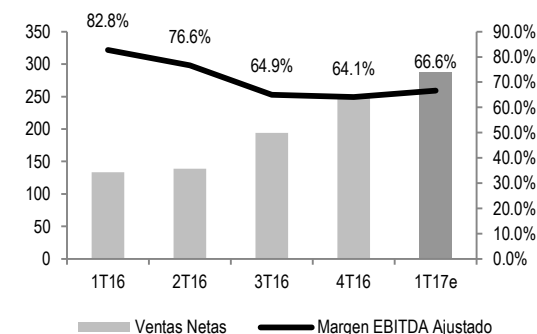
**Utilidad neta apoyada por el desempeño operativo.** Los fuertes crecimientos con la consolidación de GdC y Ventika se verán a su vez reflejados en la generación de utilidades, en donde anticipamos un incremento del 47.8% A/A para ubicarse en US\$97m.

**Balance estable.** Anticipamos una disminución ligera en la razón de Deuda Neta a EBITDA desde 3.5x en el 4T16 a 3.4x en el 1T17. De acuerdo con nuestros estimados, la razón de deuda neta EBITDA podría disminuir hacia niveles de 2.1x en 2017, haciendo evidente que la compañía está preparada para continuar realizando inversiones potenciales.

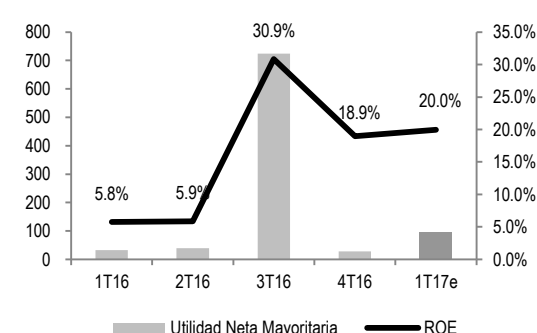
**Atentos al avance de proyectos esperados para este 2017** que incluyen el gasoducto Ojinaga-El Encino y el Ramal Empalme, entre otros.

**Ventas y Margen EBITDA**

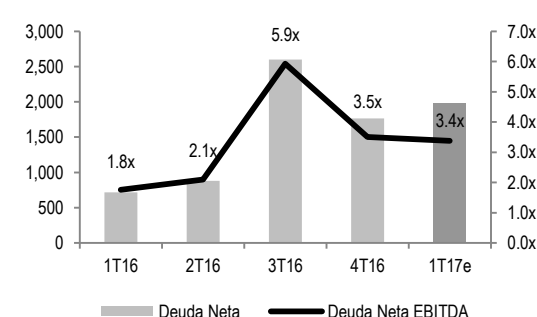
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## LAB B (En Revisión)

Valentín III Mendoza Balderas

### LAB – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,851	3,292	15.5%
Utilidad de Operación	466	597	28.0%
Ebitda	495	615	24.1%
Utilidad Neta	359	347	-3.3%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.4%	18.1%	1.8pp
Margen Ebitda	17.4%	18.7%	1.3pp
Margen Neto	12.6%	10.5%	-2.0pp
UPA	\$0.34	\$0.33	-3.3%

Fuente: Banorte Ixe

**Continúa la recuperación.** Genomma Lab, tentativamente reportará sus resultados del 1T17 el próximo viernes 28 de abril, tras el cierre del mercado. Esperamos que la recuperación observada en los trimestres anteriores continúe de la mano de un buen dinamismo en México tanto para el *sell-in* como en el *sell-out* de OTC y cuidado personal (PC por sus siglas en inglés), gracias a una mayor contribución del canal tradicional. Asimismo, anticipamos buenos desempeños en las operaciones internacionales, potenciadas por efectos favorables por conversión cambiaria.

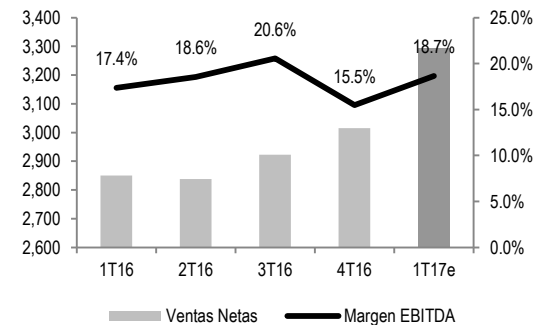
**Crecen las ventas a doble dígito.** Proyectamos que los ingresos consolidados crezcan interanualmente 15.5% para alcanzar P\$3,292m en el 1T17. Esta cifra se explicaría por un avance de 21.9% en los ingresos de México, debido a incrementos de 16% y 30% en OTC y PC, respectivamente. Mientras tanto, anticipamos que en Latinoamérica las ventas mejorarían 9.9% ante crecimientos de 4% y 12.6% en las líneas de producto descritas más arriba. Finalmente en EE.UU., esperamos un incremento de 18.1% en los ingresos, frente a un avance de 12.1% en las ventas de OTC y 18% en PC. Cabe destacar que 8.4% de este crecimiento se explicaría por la depreciación del peso frente al dólar americano.

**Se expande el margen EBITDA 130pb.** Estimamos que la mejoría en la rentabilidad de LAB continúe, debido al crecimiento de los ingresos en México, así como por la racionalización de los gastos publicitarios y eficiencias en la gestión de los inventarios por convergencias entre el desempeño del *sell-in* y el *sell-out*. Así, el flujo de operación crecería interanualmente 24.1% a P\$615m, equivalente a un margen EBITDA de 18.7% (+1.3pp).

**Caída marginal en la utilidad neta.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, el beneficio neto de LAB podría caer 3.3% A/A a P\$347m, como resultado de un mayor RIF relacionado con pérdidas cambiarias por P\$7m, las cuales compararían desfavorablemente con una utilidad por cambios en el 1T16 de P\$150m.

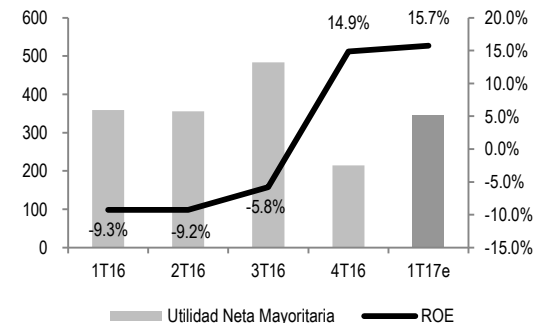
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



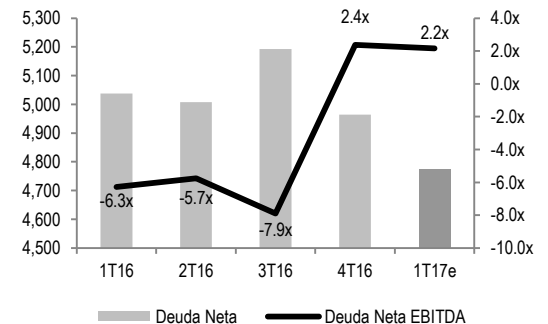
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## LIVEPOL C (Compra, PO2017 \$178.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### LIVEPOL – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	19,084	20,414	7.0%
Utilidad de Operación	1,798	1,882	4.7%
Ebitda	2,394	2,486	3.9%
Utilidad Neta	1,384	685	-50.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	9.4%	9.2%	-0.2pp
Margen Ebitda	12.5%	12.2%	-0.4pp
Margen Neto	7.3%	3.4%	-3.9pp
UPA	\$1.03	\$0.51	-50.5%

Fuente: Banorte Ixe

**Fuerte caída a nivel neto.** Liverpool reportará sus resultados del 1T17 el próximo miércoles 26 de abril, tras el cierre del mercado. Nuevamente esperamos que una menor contribución del negocio financiero y mayores gastos de operación presionen la rentabilidad a nivel operativo, mientras que a nivel de la utilidad neta, fuertes pérdidas cambiarias por la posición en dólares para adquirir una participación en Ripley, impactarían la última línea del Estado de Resultados de la departamental.

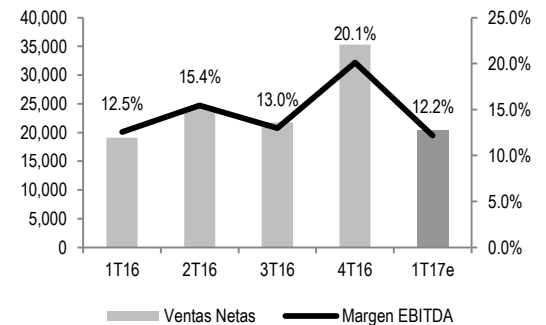
**Ingresos avanzarían 7% en el 1T17.** Proyectamos un avance interanual de 7% en los ingresos consolidados de Liverpool, alcanzando a P\$20,414m. Por división, proyectamos que las ventas del negocio comercial avancen 8.8% A/A de la mano de un crecimiento en las VMT de 5%, mientras que para el negocio financiero esperamos que los ingresos por intereses avancen 7.7%. En el negocio inmobiliario anticipamos una expansión de 5.7% en los ingresos por rentas.

**Siguen las presiones en rentabilidad.** Anticipamos la tendencia registrada en 2016 de una menor contribución de los ingresos por intereses a la mezcla de ventas, que sumada a mayores gastos de operación y el impacto de un tipo de cambio más alto, erosionarían el margen EBITDA en 40pb a 12.2% durante el 1T17. Así, el flujo de operación alcanzaría P\$2,486m, representando un incremento de 3.9% A/A, inferior al crecimiento de las ventas.

**Pérdidas cambiarias impactan la utilidad neta.** Estimamos que Liverpool reporte pérdidas cambiarias por P\$924m, relacionadas con su posición en dólares para adquirir una participación en la chilena Ripley, misma que en el 4T16 le significó una utilidad cambiaria de P\$696m y que bajo el efecto contrario –de fortalecimiento del peso- afectaría el beneficio neto de Livepol. Así, la utilidad neta caería interanualmente 50.5% a P\$685m, equivalente a un margen neto 390pb inferior al del 1T16 (3.4%).

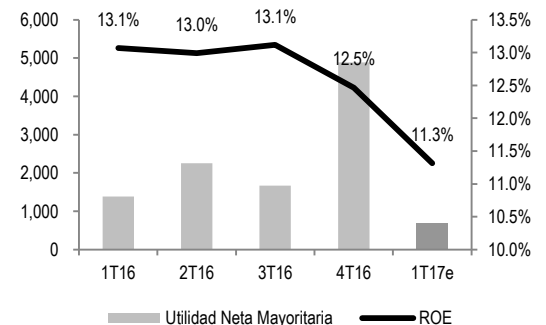
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



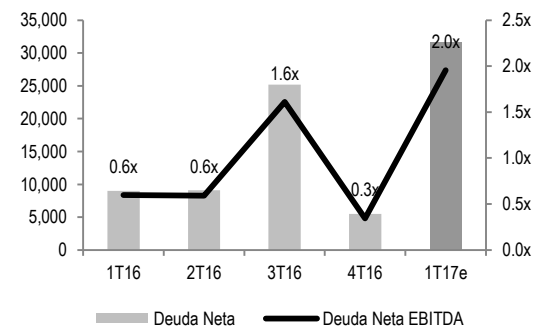
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## MEGA CPO (Compra, PO 2017 \$77.00)

Manuel Jiménez Zaldivar

### MEGA – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	4,059	4,569	12.6%
Utilidad de Operación	1,310	1,468	12.1%
Ebitda	1,768	2,001	13.2%
Utilidad Neta	1,021	1,104	8.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	32.3%	32.1%	-0.1pp
Margen Ebitda	43.6%	43.8%	0.2pp
Margen Neto	25.2%	24.2%	-1.0pp
UPA	\$1.19	\$1.29	8.3%

Fuente: Banorte Ixe

**Continuará el dinamismo operativo.** Con base en nuestros estimados, consideramos que los resultados de MEGA serán positivos. Estimamos que la empresa retomará gradualmente el crecimiento en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI). Además, los recientes cambios en la compra de contenido para las operaciones de cable en combinación con un regreso de la paridad cambiaria podrían compensar la menor rentabilidad del segmento empresarial cuya ponderación en ingresos ha aumentado.

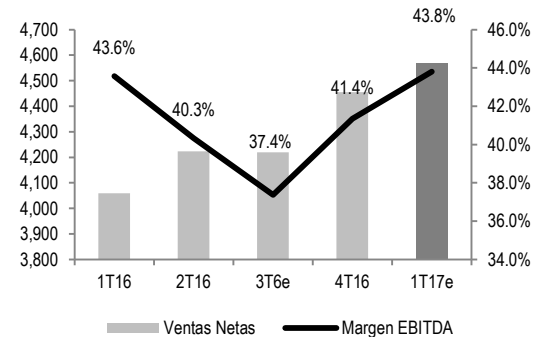
**Estimamos un incremento anual de 12.4% en la base de UGI.** Calculamos que la empresa podría reportar 146.2 mil adiciones netas a su base de UGI para alcanzar un total de 6.5 millones. Estimamos las siguientes variaciones anuales por tipo de servicio: +0.9% en video, +19.8% en accesos a internet y +34% en telefonía. Para el ingreso promedio por suscriptor (ARPU) estimamos una reducción de 4% A/A debido a las condiciones de competencia en el sector y por el efecto de empaquetamiento de servicios. Por el contrario, el ingreso por suscriptor único aumentaría 2.1% A/A al incrementarse los servicios de valor agregado.

**Variaciones de +12.6% en ingresos y +13.2% en EBITDA.** Estimamos ingresos de P\$4,569m siendo impulsados por un aumento del 8.9% en las operaciones de cable (79.8% de las ventas totales) y de 29.8% en los ingresos del segmento empresarial. Los ingresos del segmento empresarial tienen una menor rentabilidad, sin embargo, la cancelación del contrato de compra de contenido a Televisa Networks y el regreso del peso a niveles de 18.60 por dólar compensarían el impacto. Estimamos un EBITDA consolidado de P\$2,001m, equivalente a un margen de 43.8% (+20pb vs 1T16).

**Estimamos una utilidad neta de P\$1,104m (+8.2% A/A).** La variación de la utilidad neta sería menor al crecimiento operativo debido principalmente al incremento de 24% A/A en la provisión para impuestos. Estimamos que la empresa finalizó el trimestre con una razón de DN/EBITDA de 0.3x vs 0.4x en el 4T16.

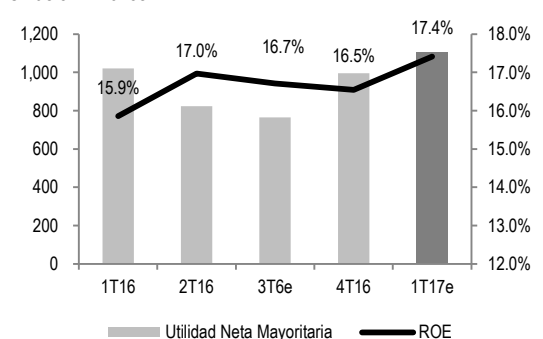
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



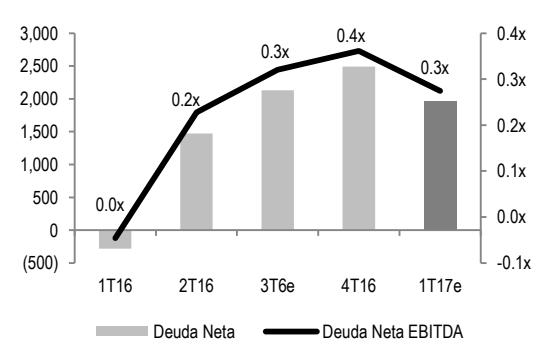
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones / veces



**MEXCHEM – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de dólares

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	1,262	1,188	-5.9%
Utilidad de Operación	109	112	2.9%
Ebitda	200	206	2.6%
Utilidad Neta	50	61	21.4%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	8.7%	9.5%	+0.8pp
Margen Ebitda	15.9%	17.3%	+1.4pp
Margen Neto	4.0%	5.1%	+1.1pp
UPA	\$0.02	\$0.03	+21.4%

Fuente: Banorte Ixe

**Mexchem, un trimestre neutral.** La compañía estará publicando sus cifras del 1T17 el miércoles 26 de abril tras el cierre de los mercados. Anticipamos un trimestre neutral para Mexchem. Toda la atención sigue centrada en la contribución de las operaciones de la alianza con Oxychem, aunque esta deberá comenzar a reflejarse hasta la segunda mitad del año.

**La mejor mezcla de ventas en Fluent y la evolución en Flúor deberán ayudar a compensar la debilidad en PMV.** De acuerdo a nuestros estimados, anticipamos una disminución del 5.9% en los ingresos de la compañía para ubicarse en US\$1,188m, resultado de menores precios y un efecto de conversión negativo ante la fortaleza del dólar, pero un aumento en el EBITDA del 2.6% A/A a US\$206m. De esta forma, el margen EBITDA deberá recuperarse en 1.4pp a 17.3%. A nivel neto anticipamos un aumento del 21.4% A/A en la utilidad para ubicarse en US\$61m, reflejando menores costos financieros. El balance deberá continuar sano con una razón de deuda neta a EBITDA de 2.6x.

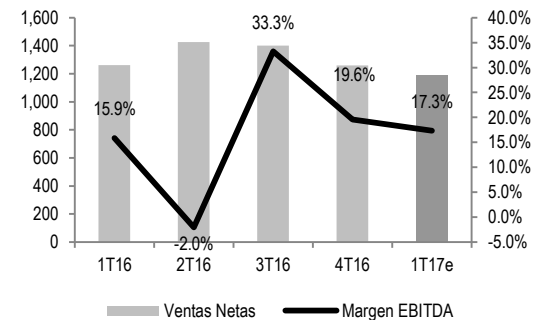
**Fluent (antes Soluciones Integrales).** Esperamos otro trimestre donde la estrategia de priorizar la expansión en márgenes y simplificar la infraestructura de producción continúe apoyando los resultados de esta cadena, lo que permitirá compensar parcialmente el efecto negativo que la fortaleza del dólar tiene sobre las operaciones tanto de Europa como de Latinoamérica.

**Vinyl (antes Cloro-Vinilo).** El paro en las operaciones de PMV seguirá teniendo un impacto adverso en los márgenes de esta cadena. No obstante lo anterior, prevemos esta tendencia mejore conforme vaya normalizándose la contribución de las operaciones del cracker de etileno en alianza con Oxychem.

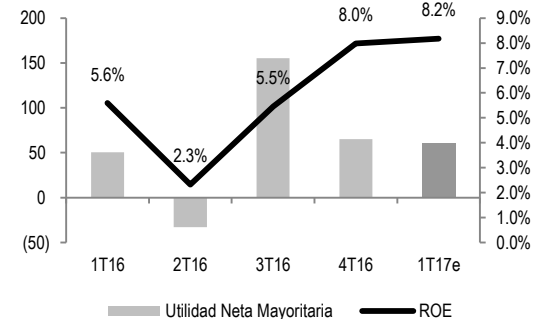
**Flúor.** Esperamos que la estrategia de diversificación de mercados y las iniciativas para la expansión de la base de clientes en fluorita ayude a que los márgenes de esta cadena continúen estables.

**Ventas y Margen EBITDA**

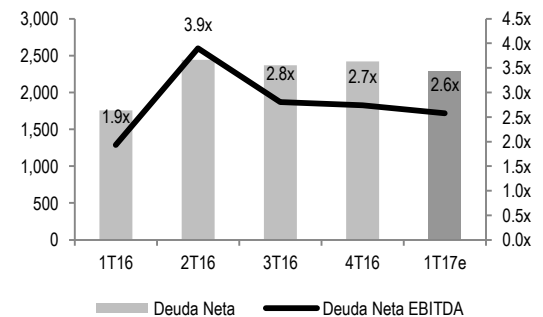
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## NEMAK A (Compra, PO2017 \$23.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### NEMAK – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	19,382	24,314	25.4%
Utilidad de Operación	2,417	2,781	15.0%
Ebitda	3,773	4,217	11.8%
Utilidad Neta	1,739	1,931	11.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	12.5%	11.4%	-1.0pp
Margen Ebitda	19.5%	17.3%	-2.1pp
Margen Neto	9.0%	7.9%	-1.0pp
UPA	\$0.56	\$0.63	11.0%

Fuente: Banorte Ixe

**Repunte en el aluminio impulsa las ventas pero presiona la rentabilidad.** Nematik reportará sus resultados del 1T17 el próximo lunes 24 de abril. Esperamos un trimestre en el que la recuperación en el precio del aluminio impulsaría fuertemente los ingresos, pero presionaría la rentabilidad debido al efecto del desfase en el traspaso de las variaciones de los precios del metal hacia los clientes. Dicho fenómeno sería parcialmente compensado por una mezcla de ventas más favorable y la depreciación del peso.

**Europa y Resto del Mundo compensarían debilidad en volúmenes de NAFTA.** Estimamos que el volumen de unidades equivalentes de Nematik crezca 3.7% A/A a 13.4m, apoyado principalmente por un avance de 5% en Europa y de 9.7% en el Resto del Mundo. Ello compensaría una caída de 1.5% en Norteamérica, relacionada con la contracción estimada por IHS de 2% en la producción de vehículos en el 1T17.

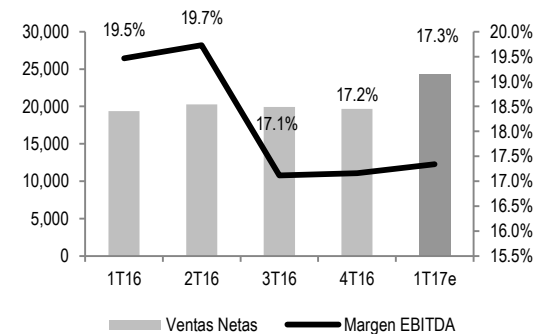
**Sube el precio del aluminio 22.4% A/A.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, el fuerte repunte en el precio del aluminio (22.4% A/A) se traduciría en mayores precios por unidad, lo cual sumado a un mayor desplazamiento de piezas de alta complejidad y el crecimiento en el volumen se traducirían en un avance de 11.4% en las ventas, mismas que ascenderían a US\$1,197m.

**Erosión en márgenes por incremento del aluminio.** Esperamos que la rentabilidad de Nematik se vea afectada en 210pb, debido al impacto negativo del retraso en el traspaso de las variaciones del aluminio hacia los clientes. Así, el flujo de operación se contraería marginalmente 0.6% a US\$208m con un margen de 17.3%.

**Crece la utilidad neta 6.2%.** Pensamos que la utilidad neta de Nematik podría crecer 6.2% a US\$103m, gracias al buen desempeño operativo, mientras que a nivel del RIF, ganancias cambiarias contrarrestarían un mayor pago de intereses –propio del mayor apalancamiento, tras la colocación de deuda por €500m-. Así, el margen neto se ubicaría en 7.9%.

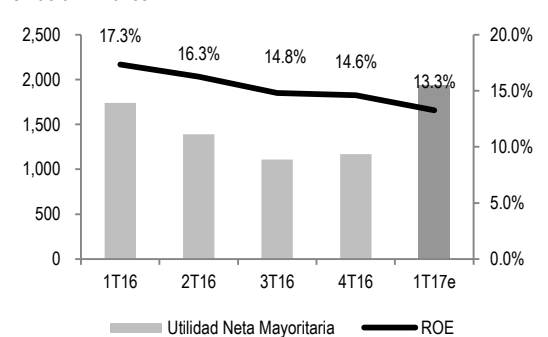
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



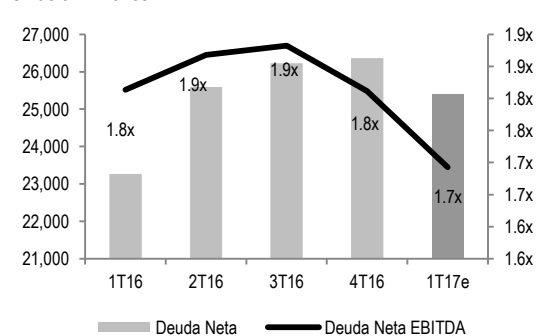
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## OMA B (Compra, PO 2017 \$118.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### OMA – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	1,128	1,496	32.6%
Utilidad de Operación	593	739	24.5%
Ebitda Ajustada	705	878	24.6%
Utilidad Neta	373	485	30.2%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	52.6%	49.4%	-3.2pp
Margen Ebitda Ajustada	63.8%	65.3%	1.5pp
Margen Neto	33.0%	32.4%	-0.6pp
UPA	\$0.93	\$1.21	30.2%

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

**Fuertes incrementos de doble dígito en sus resultados operativos.** Estimamos que Oma reportará sus resultados del 1T17 con un aumento de 32.6% en Ventas (alza de 21.7% en suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), de 24.5% en Utilidad Operativa, de 24.6% en EBITDA Ajustada y de 30.2% en Utilidad Neta Mayoritaria, para ubicarse en P\$1,496m, P\$739m, P\$878m y P\$485m, respectivamente.

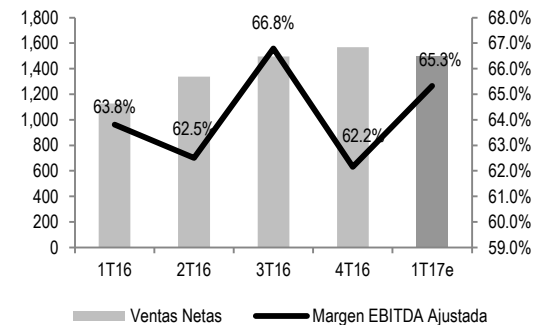
**Crecimiento en Ventas apoyado por un sólido desempeño en los pasajeros y mayores ingresos no aeronáuticos y comerciales, así como de hoteles.** Durante el 1T17, el tráfico total de pasajeros de Oma cerró con un buen aumento de 8.8% vs. 1T16, conformado por un alza de 9.6% en los pasajeros nacionales y de 4.3% en los pasajeros internacionales. Hay que señalar que la base comparativa es difícil ya que en febrero de 2016 se tuvo un día más (por ser año bisiesto), y por otro lado, la Semana Santa en 2016 fue en marzo, mientras que en este año es en abril. La compañía continúa 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 11.2% respecto al 1T16.

**Mejora de margen EBITDA Ajustada en el trimestre.** Pronosticamos una caída en el margen operativo de la empresa de 3.2pp, colocándose en 49.4%. Por otro lado, esperamos que el margen EBITDA Ajustada (EBITDA Ajustada / Suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tenga un crecimiento de 1.5pp, para ubicarse en 65.3%, respectivamente, reflejo de las economías de escala, resultando en eficiencias operativas.

**La Utilidad Neta Mayoritaria tendría un aumento de 30.2%,** debido principalmente al aumento en los resultados operativos, parcialmente compensados por mayores impuestos a la utilidad (+39.4% vs. 1T16).

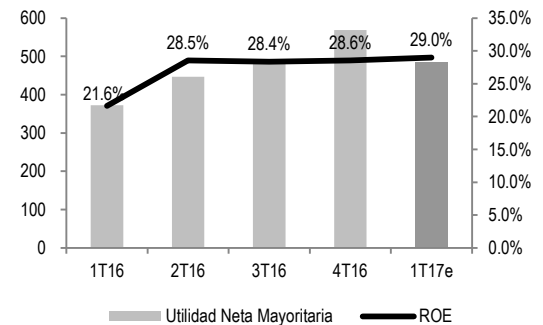
### Ventas y Margen EBITDA Ajustada

Cifras en millones



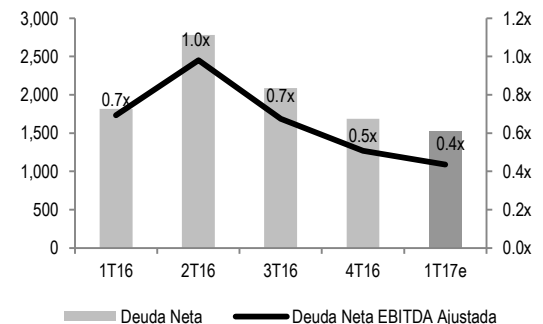
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA Ajustada

Cifras en millones



**PINFRA \* (Compra, PO 2017 \$213.00)**

José Itzamna Espitia Hernández

**PINFRA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	2,729	2,569	-5.9%
Utilidad de Operación	1,409	1,458	3.5%
Ebitda	1,493	1,560	4.5%
Utilidad Neta	1,042	1,153	10.6%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	51.7%	56.8%	5.1pp
Margen Ebitda	54.7%	60.7%	6.0pp
Margen Neto	38.2%	44.9%	6.7pp
UPA	\$2.43	\$2.68	10.6%

Fuente: Banorte Ixe

**La empresa presentará resultados mixtos pero con un avance de dígito medio en EBITDA en el 1T17.** Estimamos que Pinfra reporte sus resultados del trimestre con variaciones en Ventas de -6.9% y en EBITDA de +4.5% vs 1T16, para colocarse en P\$2,569m y P\$1,560m, respectivamente.

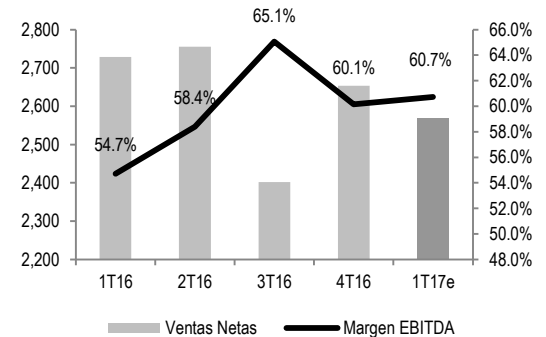
**Caída en ventas de Construcción más que compensarían el alza en Concesiones y Plantas.** El segmento de Concesiones —57.4% de las ventas totales últimos 12 meses— presentaría un crecimiento de 25.8% debido al inicio de operaciones del tramo Marquesa-Lerma que no se tenía en el 1T16, el poco tiempo de operación de Pirámides-Tezcoco en el 1T16, así como al incremento en tarifas y favorable desempeño en el aforo de sus autopistas; prevemos una caída de 42.3% en el segmento de Construcción (peso de 37.1%), y finalmente, un alza de 7.6% en Plantas (contribución de 5.5%). Pinfra cuenta con algunos activos en desarrollo y de ahí el peso de ingresos por construcción. Dichos activos son: la segunda etapa de Pirámides-Tezcoco, así como el viaducto elevado de la autopista México-Puebla en 2017.

**Gran crecimiento en la rentabilidad de la empresa.** Estimamos aumentos de 3.5% en la Utilidad Operativa y de 4.5% en el EBITDA. Derivado de la mayor aportación de Concesiones y de Plantas en el trimestre, cuyos márgenes son mayores que los de Construcción. Prevemos que los márgenes tengan avances de 5.1pp el operativo y 6.0pp el de EBITDA, ubicándose en 56.8% y 60.7%, respectivamente.

**Estimamos un incremento en la utilidad neta mayoritaria de 10.6% vs 1T16.** Proyectamos que la utilidad neta mayoritaria se ubique en P\$1,153m (+10.6% vs 1T16), debido a los mejores resultados operativos, un menor costo integral de financiamiento (-30.1% vs 1T16) y un monto más bajo de impuestos a la utilidad (-38.1% vs 1T16).

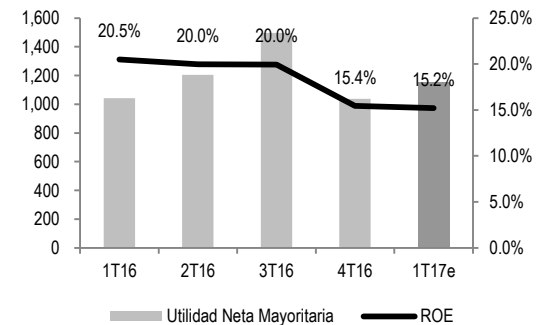
**Ventas y Margen EBITDA**

Cifras en millones



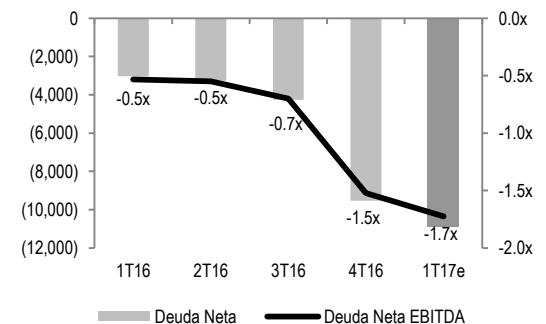
**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones



**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



## RASSINI A (Compra, PO2017 \$45.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### RASSINI – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	3,809	4,606	20.9%
Utilidad de Operación	575	627	8.9%
Ebitda	779	852	9.4%
Utilidad Neta	502	443	-11.7%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	15.1%	13.6%	-1.5pp
Margen Ebitda	20.5%	18.5%	-1.9pp
Margen Neto	13.2%	9.6%	-3.6pp
UPA	\$1.57	\$1.39	-\$0.12

Fuente: Banorte Ixe

**Trimestre de crecimiento pero con menor rentabilidad por apreciación del acero.** Rassini reportará sus resultados del 1T17 el próximo lunes 24 de abril, tras el cierre del mercado. Un aumento de 3% en el volumen compararía muy favorablemente vs la caída estimada por IHS en la producción vehicular de NAFTA de 2%. Lo anterior destaca dada la base finalmente comparable –por el contrato extraordinario de muelles- y porque esperamos que esto compense parcialmente el efecto de la apreciación del acero en la rentabilidad, mientras que a nivel neto ayudaría a disminuir la caída en la utilidad, ante el ingreso no recurrente de hace un año.

**Crecimiento en el volumen por encima de la producción de NAFTA.** Anticipamos que el volumen consolidado crezca 3% A/A en el 1T17, apoyado por un avance de 4% en los muelles, dado el buen desempeño de la producción de vehículos ligeros vs el total de la industria en NAFTA (-2%). Asimismo, esperamos que el de frenos se mantenga estable, dada la mayor exposición hacia automóviles. En Brasil pensamos que el volumen podría recuperarse en 5.6%.

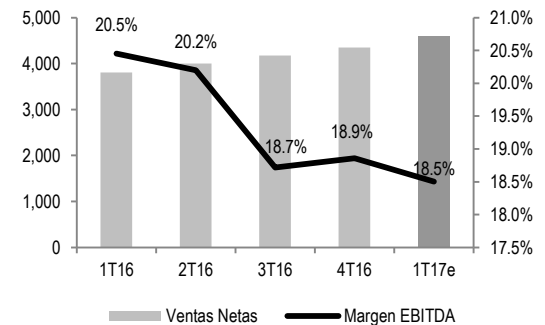
**Fuerte crecimiento en ventas.** Esperamos que los ingresos crezcan 20.9% a P\$4,606m ante el avance del volumen, en conjunción con mayores precios de venta por la apreciación del acero. Asimismo, la compañía tendría efectos favorables por conversión cambiaria dada la depreciación del peso y el fortalecimiento del real.

**Mayores precios del acero presionan la rentabilidad.** Prevemos que el aumento en los precios del acero impacte negativamente la rentabilidad de Rassini en 1.9pp. Así el EBITDA crecería 9.4% a P\$852m con un margen de 18.5%.

**Cae la utilidad neta por ingreso no recurrente en el 1T16.** Estimamos que el beneficio neto caerá 11.7% a P\$443m, debido principalmente a que el año pasado se registró un ingreso financiero no recurrente de P\$60.8m, relacionado con regalías mineras.

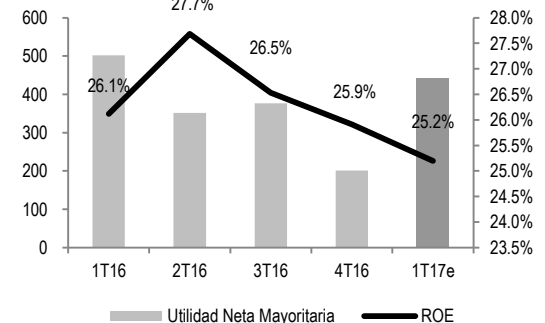
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



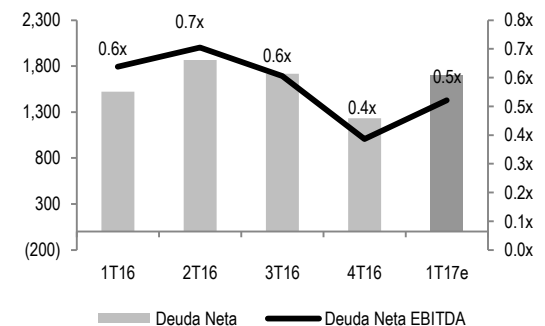
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**SORIANA B (Mantener, PO2017 \$54.00)**
*Valentín III Mendoza Balderas*
**SORIANA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	34,793	36,677	5.4%
Utilidad de Operación	1,595	1,840	15.3%
Ebitda	2,483	2,624	5.7%
Utilidad Neta	770	927	20.4%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	4.6%	5.0%	0.4pp
Margen Ebitda	7.1%	7.2%	0.1pp
Margen Neto	2.2%	2.6%	0.4pp
UPA	\$0.43	\$0.52	20.4%

Fuente: Banorte Ixe

**Continúa la mejoría en rentabilidad.** Soriana reportará sus resultados del 1T17 el próximo jueves 27 de abril, durante el horario de operación del mercado. A pesar de ser el primer trimestre con una base totalmente comparable tras la integración de Comercial Mexicana, esperamos que destaquen expansiones adicionales en rentabilidad, ante un mejor margen bruto por la entrada de los nuevos contratos con proveedores, ya con el volumen consolidado de Soriana y CCM.

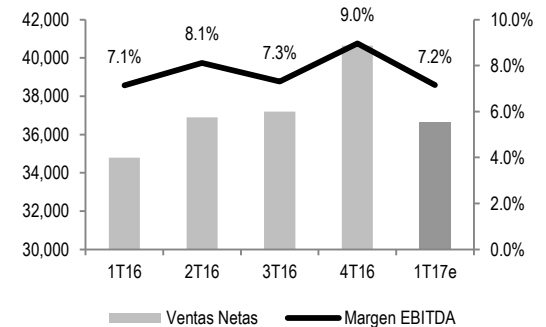
**Saludable crecimiento en las ventas.** De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, las ventas totales de Soriana crecerían interanualmente 5.4% a P\$36,677m, explicado principalmente por un avance de 5.1% en las VMT.

**Mejoraría el margen bruto 10pb.** Esperamos que lo destacado del trimestre para Soriana sea una continua mejoría en la rentabilidad. Pensamos que la entrada en vigor de nuevos contratos con proveedores, ya considerando el volumen consolidado de una sola entidad Soriana-Comercial Mexicana, con mejores condiciones comerciales, se traduzca en una expansión de 10pb en el margen bruto de la compañía. Mientras tanto, a nivel del EBITDA, el control de gastos y eficiencias en gastos de logística permitiría que el beneficio se permee hasta el flujo de operación. Así, el EBITDA alcanzaría P\$2,624m con un margen de 7.2%.

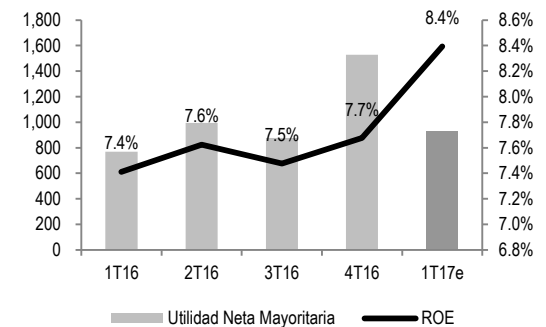
**Fuerte crecimiento en la utilidad neta.** Estimamos que el beneficio neto de Soriana crezca 20.4% A/A, alcanzando P\$927m en el 1T17. Lo anterior se debería, primordialmente, al sólido desempeño operativo de la compañía, así como a un menor RIF -relacionado con ganancias cambiarias por P\$165m, las cuales comparan favorablemente con una pérdida de P\$38m en el 1T16-. Así, ambos factores más que compensarían una tasa efectiva de impuestos del 36%, debido a la amortización de algunos activos intangibles de Comercial Mexicana.

**Ventas y Margen EBITDA**

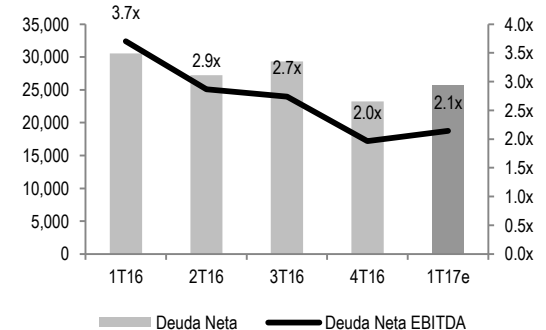
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**SPORT– Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	315	358	13.8%
Utilidad de Operación	8	10	22.8%
Ebitda	45	52	15.0%
Utilidad Neta	2	2	-11.5%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	2.7%	2.9%	0.2pp
Margen Ebitda	14.3%	14.5%	0.2pp
Margen Neto	0.6%	0.5%	-0.1pp
UPA	\$0.02	\$0.02	-9.1%

Fuente: Banorte Ixe

**Buen inicio de año.** Sports World reportará sus resultados del 1T17 el próximo jueves 27 de abril, tras el cierre del mercado. Por primera ocasión en tres trimestres, esperamos una expansión interanual en la rentabilidad como resultado de una mayor eficiencia en el gasto de operación en los clubes en desarrollo, así como por una mejor administración del gasto de venta y corporativo.

**Crecen 8.1% los usuarios activos.** Estimamos que SPORT alcance la cifra de 70,133 usuarios activos al cierre del 1T17. Este incremento provendría de un crecimiento en los usuarios de clubes maduros de 4.5%, y la contribución de 4,167 usuarios, provenientes de clubes con menos de doce meses de operación con lo que la tasa de deserción se ubicaría en 5%, 50pb por debajo de la registrada en el mismo periodo del año anterior.

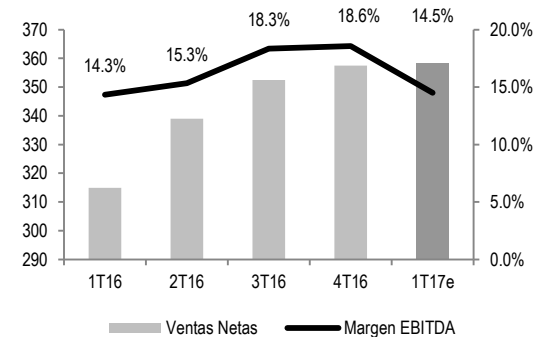
**Crecen las ventas 13.8%.** De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, las ventas de la compañía crecerían 13.8% a P\$358m, explicado por un avance de 8.1% en los ingresos por cuotas de mantenimiento y membresías, mientras que los ingresos por patrocinios y otras actividades comerciales mantendrían la buena dinámica de crecimiento con un avance interanual de 61.1%.

**Esperamos que la rentabilidad mejore 20pb.** Contrario a la tendencia observada en los últimos tres trimestres, esperamos que el margen EBITDA de SPORT se incremente interanualmente 0.2pp a 14.5% como resultado de eficiencias operativas. Así, el flujo de operación alcanzaría P\$52m, equivalente a una expansión de 15.0% A/A.

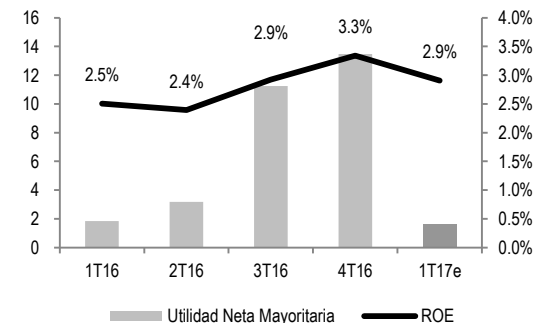
**Cae la utilidad neta por mayor gasto de intereses.** Proyectamos que el beneficio neto de SPORT caiga 11.5% a P\$2m como resultado de un mayor RIF, ante un mayor pago de intereses debido al creciente nivel de deuda para financiar la expansión. Con ello, el margen neto se ubicaría en 0.5% (-10pb).

**Ventas y Margen EBITDA**

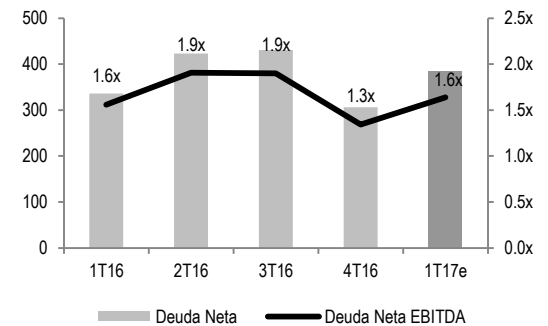
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones



**TLEVISA – Preliminar 1T17**

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	21,741	22,787	4.8%
Utilidad de Operación	3,309	4,123	24.6%
Ebitda	7,814	8,476	8.5%
Utilidad Neta	600	2,084	247.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	15.2%	18.1%	2.9pp
Margen Ebitda	35.9%	37.2%	1.3pp
Margen Neto	2.8%	9.1%	6.4pp
UPA	\$0.21	\$0.71	243.9%

Fuente: Banorte Ixe

**Reducción de gastos ayudaría en la recuperación de márgenes.**

Consideramos que los resultados de Grupo Televisa podrían ser positivos. En este trimestre, la base de comparación para las operaciones de TV de paga será más difícil que en trimestres anteriores por lo que el incremento en sus ingresos sería sólo de un dígito alto. En el 4T16, la administración implementó un programa de reducción de costos y gastos además de acelerar la integración entre sus cinco operaciones de Cable lo que le permitirá amortiguar el aumento en los costos de contenido derivado de la fluctuación cambiaria y lograr una expansión en los márgenes operativos. También la empresa reportará una reducción aproximada de 21% A/A en CAPEX al haber finalizado la etapa de reconstrucción de las redes en el segmento de cable.

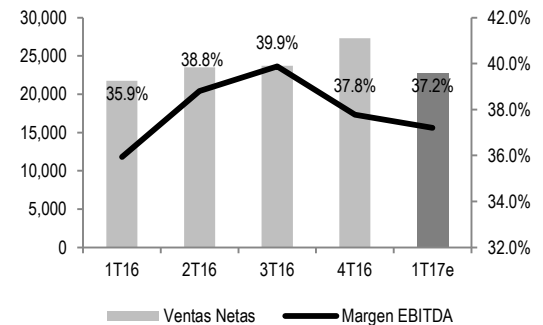
**Estimamos avances de 4.8% en ingresos y 8.5% en EBITDA.**

Calculamos que los ingresos consolidados podrían ascender a P\$22,787m. Desglosando los ingresos por segmento de negocio estimamos las siguientes variaciones: Contenidos +5.2%, SKY +4.6%, Cable +7.6% y Otros Negocios +4.9%. En el negocio de Contenidos estimamos aumentos de 1.3% en las ventas de publicidad y +15% en la venta de programas y licencias. Las UGI combinadas de las operaciones de TV de paga (SKY & Cable) podrían aumentar 5.9% A/A, es decir 188 mil adiciones netas. A nivel del EBITDA calculamos un monto de P\$8,476m representando un margen de 37.2% (+1.3pp vs 1T16).

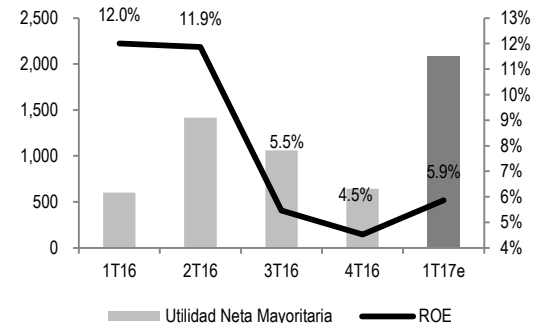
**Ganancia cambiaria reducirá los gastos financieros.** Televisa podría registrar una utilidad cambiaria de P\$1,489m derivado de la reciente apreciación del peso y compensaría el aumento de 17% en el pago de intereses. Estimamos para los gastos financieros un monto de P\$657m significativamente menor a los P\$2,009m del 1T16. La tasa efectiva de impuestos podría mantenerse sin cambios en 34%. A nivel neto, la empresa obtendría una utilidad neta de P\$2,084m (+247.0% A/A). Por otro lado, la razón de DN/EBITDA podría disminuir de 2.5x en 4T16 a 2.1x.

**Ventas y Margen EBITDA**

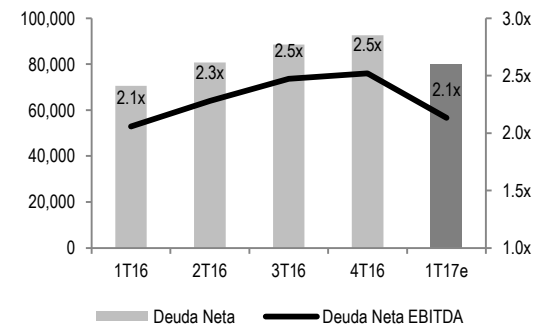
Cifras en millones


**Utilidad Neta y ROE**

Cifras en millones


**Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA**

Cifras en millones / veces



## VOLAR A (Mantener, PO 2017 \$29.00)

José Itzamna Espitia Hernández

### VOLAR – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	5,182	6,114	18.0%
Utilidad de Operación	836	-739	N.A.
Ebitdar	2,175	1,158	-46.7%
Utilidad Neta	602	-816	N.A.
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	16.1%	-12.1%	-28.2pp
Margen Ebitdar	42.0%	18.9%	-23.0pp
Margen Neto	11.6%	-13.3%	-25.0pp
UPA	\$0.59	-\$0.81	N.A.

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

**Números mixtos en el 1T17.** Pronosticamos que Volar estará reportando números en el trimestre con un crecimiento en Ventas de 18.0%, pero una caída en EBITDAR de 46.7% vs 1T16, para colocarse en P\$6,114m y P\$1,158m, respectivamente.

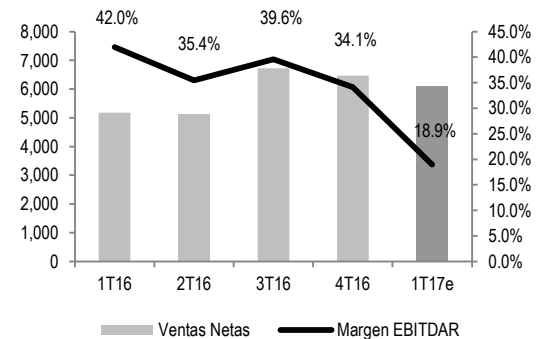
**Crecimiento en ventas apoyado por el aumento de pasajeros totales ante el incremento en capacidad aunque una menor alza en demanda.** En el 1T17, Volar presentó un aumento de 15.6% en pasajeros totales, conformado por un alza de 14.6% en los nacionales y de 19.4% en los internacionales. La compañía aumentó su capacidad total, medida en términos de asientos-milla disponibles (ASMs por sus siglas en inglés), en 16.8% y la demanda total, medida en pasajeros-milla reservados (RPMs por sus siglas en inglés), subió 14.4%. De esta forma, el factor de ocupación se ubicó en 83.2% (-1.8pp vs 1T16). Es importante mencionar que la base comparativa es difícil ya que la Semana Santa y Pascua en 2016 fue en marzo, mientras que en este año es en abril. Esperamos que los ingresos totales por ASM (TRASM, por sus siglas en inglés) tengan un avance de 1.0%, los ingresos por pasajeros por ASM (RASM, por sus siglas en inglés) bajen 1.3% y que el rendimiento tarifario –ingresos por pasajeros por RPM (*yield*), suba 0.7%.

**Disminuye notablemente la rentabilidad ante la difícil base comparativa, fuerte depreciación del peso respecto al dólar y mayor costo de combustible.** Proyectamos que la Utilidad Operativa y el EBITDA muestren pérdidas, siendo de P\$739m y P\$591m, respectivamente. Por otro lado, el EBITDAR tendría una caída de 46.7%. Con esto, el margen EBITDAR bajaría 23.0pp, colocándose en 18.9%. Lo anterior debido a la base comparativa difícil, la fuerte depreciación del peso respecto al dólar (alrededor del 60% de los costos y gastos totales son en dólares) y un costo más alto del combustible.

**La utilidad neta mayoritaria registraría una pérdida de P\$816m** ante la menor utilidad operativa y pérdidas cambiarias.

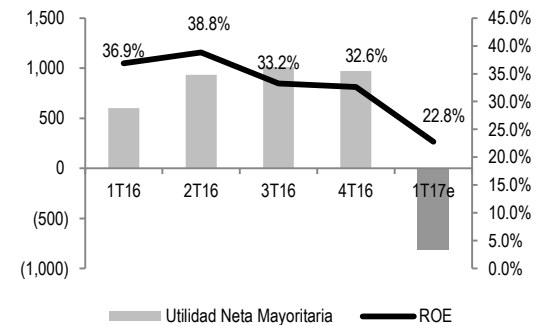
### Ventas y Margen EBITDAR

Cifras en millones



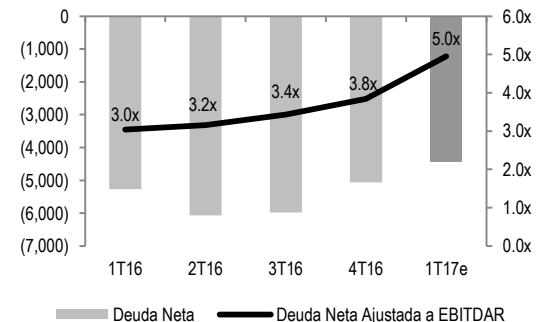
### Utilidad Neta y ROE

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, PO2017 \$44.00)

Valentín III Mendoza Balderas

### WALMEX – Preliminar 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17e	Var %
Ventas	123,672	132,695	7.3%
Utilidad de Operación	9,274	9,954	7.3%
Ebitda	11,872	12,666	6.7%
Utilidad Neta	6,718	7,057	5.0%
<b>Márgenes</b>			
Margen Operativo	7.5%	7.5%	0.0pp
Margen Ebitda	9.6%	9.5%	-0.1pp
Margen Neto	5.4%	5.3%	-0.1pp
UPA	\$0.38	\$0.40	5.1%

Fuente: Banorte Ixe

**La rentabilidad se mantiene prácticamente estable.** Walmex reportará sus resultados del 1T17 el próximo jueves 27 de abril, tras el cierre del mercado. Anticipamos un trimestre en el que la gigante minorista lograría defender prácticamente sin cambios su rentabilidad, incluso a pesar de una mayor inflación, el incremento en las gasolinas y la depreciación del peso.

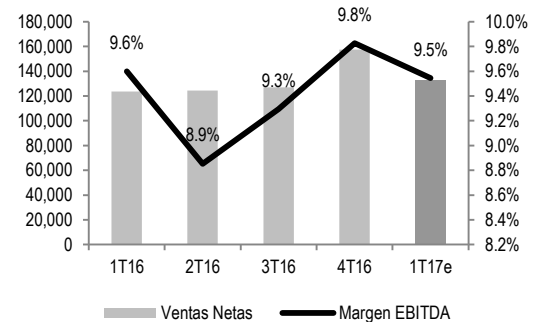
**Crece las ventas un dígito alto.** Estimamos que las ventas consolidadas de Walmart crezcan interanualmente 7.3% a P\$132,695m como resultado del avance de 5.7% que tuvieron las ventas a unidades iguales (4.1% en México y 12.3% en CA) durante el trimestre, a lo que se suma 1.6% proveniente de las 6 aperturas realizadas en Centroamérica.

**Se defiende la rentabilidad pese escenario adverso.** De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, el EBITDA de Walmex crecería 6.7% A/A a P\$12,666m en el 1T17. Esperamos que la compañía logre defender su rentabilidad –prácticamente sin cambios pues se contrae sólo 5pb- gracias a eficiencias en costos y gastos en las operaciones de México, mismas que compensarían mayores gastos de distribución –por el incremento en las gasolinas-, y el efecto de la depreciación del peso en el costo de ventas, de tal suerte que el margen EBITDA se mantendría estable en 10%. Asimismo, esperamos que el apalancamiento operativo en las operaciones de Centroamérica continúe, traduciéndose en una expansión de 25pb en el margen de dicha región (8.3%). Así, el margen consolidado se ubicaría en 9.5% (-5pb).

**Mayor RIF limita crecimiento a nivel neto.** Estimamos que el beneficio neto de Walmex crezca 5% a P\$7,057m como resultado del avance operativo, el cual se vería parcialmente contrarrestado por un mayor RIF. De esta manera, el margen neto de la compañía se contraería 0.1pp a 5.3%.

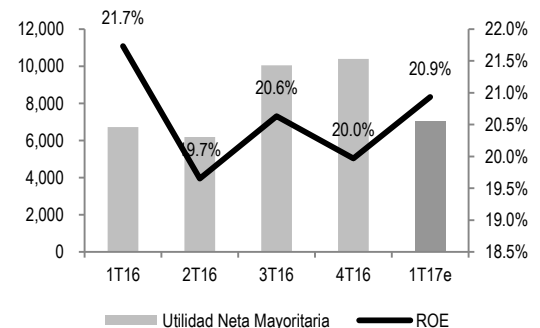
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



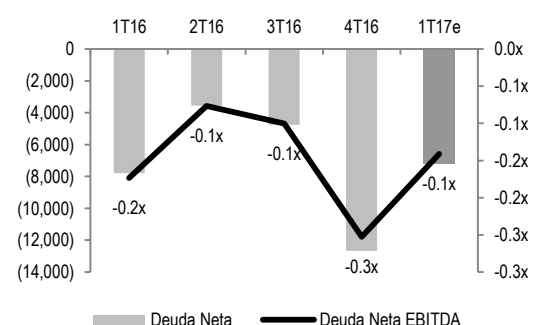
### Utilidad Neta y ROE

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, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer y Francisco José Flores Serrano certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

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

## Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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
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
Francisco José Flores Serrano	Analista 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	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
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

**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

**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