

Entorno Bursátil

Reporte Especial

27 de agosto 2019

Revisamos el nivel de referencia para el IPC

- Este 2019, la menor confianza de los inversionistas y la desaceleración en el crecimiento de México han impactado el desempeño del IPC, siendo inferior al de sus pares internacionales
- La valuación del IPC se encuentra en mínimos de 9 años y los resultados de las empresas reflejan la desaceleración de la actividad económica y los cambios contables de las NIIF 16 (arrendamiento)
- Aún con riesgos en el entorno, revisamos a la baja el nivel de referencia del IPC a 43,000pts, al asumir un FV/EBITDA de 7.3x, y crecimientos de 6.4% en EBITDA y 20% en la Deuda Neta A/A

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

Marissa Garza
Subdirector Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

Valentin Mendoza
Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

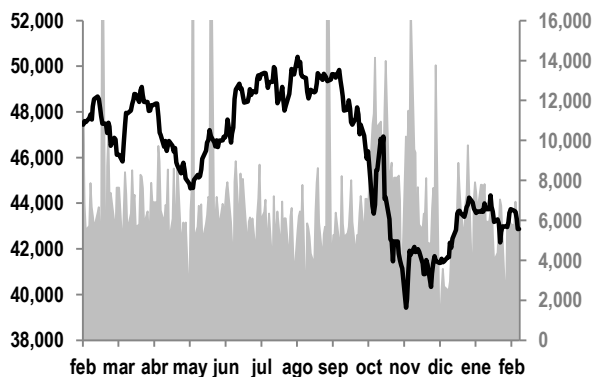
Bajo apetito por acciones mexicanas reduce los parámetros de valuación.

En lo que va del año, la perspectiva de crecimiento económico global se ha deteriorado, principalmente por el impacto de la guerra comercial entre China y EE.UU. y en menor medida, por otros riesgos geopolíticos que han añadido mayor incertidumbre a los inversionistas. Es por esto, que diversos bancos centrales, contrario a lo que se esperaba hace algunos meses, han iniciado un relajamiento de su política monetaria, incluyendo a la Reserva Federal de EE.UU. Ahora, los participantes de los mercados han incorporado a sus decisiones de inversión la posibilidad de recortes adicionales en la tasa de referencia del Fed. Mientras que el Banco de México también ha hecho lo propio. A pesar de lo anterior, además de los riesgos internacionales, observamos una menor confianza de los inversionistas en las acciones mexicanas derivado de la incertidumbre local, y pocos catalizadores de corto plazo, por lo que los parámetros de valuación del IPC han disminuido significativamente. Actualmente, el índice cotiza en 6.9x, lo que representa un descuento de 23.6% frente al promedio de 10 años. En un entorno de poco apetito por acciones mexicanas, revisamos el valor de referencia del IPC a la baja a 43,000pts, utilizando un modelo de valuación por múltiplos, y asumiendo un nivel de 7.3x FV/EBITDA, similar a la mediana de 2019.

Índice Actual	40,081.72
Índice 2019E	43,000
Rendimiento esperado	7.4%
FV/EBITDA 2019E	7.3x

IPC – Evolución 12m

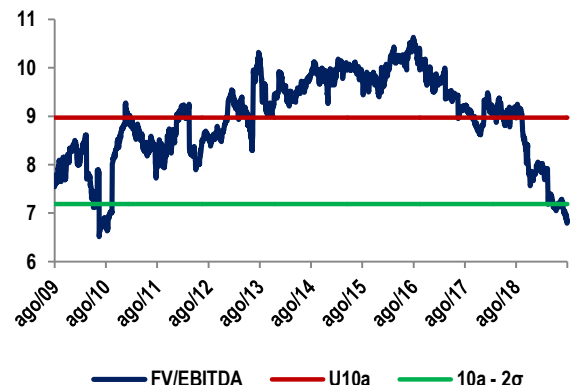
IPC (izq), Volumen en millones de acciones (der)



Fuente: BMV

IPC – FV/EBITDA

Veces, de agosto 2009 a la fecha

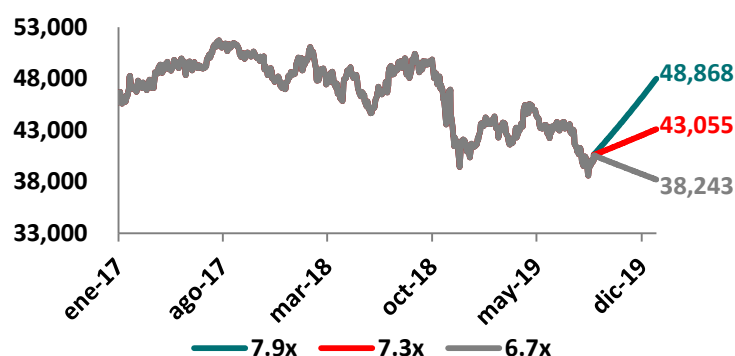


Fuente: Bloomberg

Metodología de valuación por múltiplos. El bajo apetito por acciones mexicanas ha llevado al IPC a niveles de valuación mínimos de 9 años (6.9x) y significativamente inferiores al promedio de 10 años (9.0x). Derivado de lo anterior, aún con riesgos en el entorno, revisamos a la baja nuestro nivel de referencia para el IPC al asumir un múltiplo FV/EBITDA de 7.3x, similar a la mediana del múltiplo en 2019, y que coincide con un nivel de dos desviaciones estándar por debajo de este promedio de 10A. Lo anterior, debido a que consideramos que los niveles previos de valuación podrían no ser alcanzables bajo el contexto actual. De esta forma, y con un crecimiento estimado en el EBITDA de 6.4% A/A para este año, así como un incremento anual de 20.1% en la deuda neta de las emisoras que conforman al índice, obtenemos un nivel de referencia de 43,000 puntos (ver tabla abajo) para el IPC. Es importante mencionar que estos estimados asumen la implementación de la NIIF 16 sobre arrendamientos, que impacta principalmente los niveles de deuda, al ser ahora considerados los arrendamientos como parte de los pasivos con costo de las compañías, lo cual no estaba presente en las cifras de 2018.

2019E				
FV/EBITDA	EBITDA 2019E	Deuda Neta 2019E	IPC 2019E	Rendimiento Estimado
7.9x			47,868	19.4%
7.6x			45,461	13.4%
7.3x	\$8,021	\$15,738	43,055	7.4%
7.0x	+6.4%	+20.1%	40,649	1.4%
6.7x			38,243	-4.6%

Expectativas para el IPC 2019 a diferentes múltiplos FV/EBITDA



Fuente: Banorte

Bajo este escenario, el rendimiento potencial que ofrece el IPC podría parecer limitado sobre niveles actuales, aunque esto dependerá de la manera en que se asimilen los riesgos que permanecen en el entorno y que puedan ayudar a mayores niveles de valuación. Derivado de lo anterior, pensamos que la mejor manera de participar en el mercado accionario, es directamente a través de emisoras que aún bajo el entorno actual representan oportunidades de inversión interesantes, con sólidos fundamentales, buenas perspectivas de crecimiento, alta bursatilidad y atractivos niveles de valuación, tal como las emisoras que recomendamos semanalmente a través de nuestra [Estrategia Capitales](#) y que en el portafolio, han brindado sostenidamente mejores rendimientos que el IPC.

Un entorno de menor crecimiento económico ha generado escepticismo entre los inversionistas, limitando los flujos hacia el mercado accionario.

La economía mexicana continúa desacelerándose, por lo que ahora diversos participantes del mercado estiman un menor crecimiento. En este sentido, nuestros economistas revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento del [PIB](#) para 2019 de 1.5% a 0.8% anual y para 2020 de 2.1% a 1.4%. Como se menciona en el documento, no sólo es la desaceleración que se ha observado usualmente en los primeros años de sexenio, como el actual, sino que ha habido varios choques internos de carácter transitorio que han restado dinamismo a la actividad económica, particularmente cuatro: (1) Retrasos en la distribución de combustibles; (2) huelgas en maquiladoras de Matamoros, Tamaulipas; (3) bloqueos de vías férreas en Michoacán; y (4) suspensión generalizada de obras de construcción en la CDMX.

Adicionalmente, nuestros economistas consideran que algunas decisiones del nuevo gobierno han impactado la confianza del sector privado para invertir. Entre ellas, resaltan: (a) La cancelación de las subastas para las asociaciones estratégicas de Pemex con el sector privado o “*farmouts*”; (b) la intención de llevar a un arbitraje internacional los contratos de Comisión Federal de Electricidad con varias empresas privadas respecto a varios ductos de gas natural (aunque recientemente se alcanzaron acuerdos al respecto); (c) la renuncia del ex secretario de la SHCP, Carlos Urzúa; (d) algunas iniciativas de legisladores que podrían afectar ciertas industrias; y el paro en construcción ya mencionado. Por otra parte, las cifras de consumo privado muestran una moderación a pesar del repunte de la confianza del consumidor tal como lo observamos en la reciente cifra de [ventas al menudeo](#) del mes de junio.

Con un escenario benigno de inflación. El último reporte del INEGI mostró que la inflación anual, con cifras quincenales, registró un nuevo mínimo desde diciembre de 2016 al ubicarse en 3.29%. Además, la primera mitad de agosto es la quinta quincena al hilo con la inflación anual dentro del rango de variabilidad de Banxico alrededor del objetivo de 3%. Recientemente, nuestros economistas revisaron la expectativa de inflación al cierre de este año a 3.3% anual desde 3.5% previo [<ver nota>](#).

A nivel de empresas, los resultados confirmaron la desaceleración en el ritmo de crecimiento. Los [resultados del 2T19](#) confirmaron un trimestre de variaciones modestas, reflejando cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento y cambios contables ante la implementación de la norma NIIF 16 sobre arrendamientos. Tal como lo esperábamos, los ingresos de las empresas bajo cobertura cayeron 1.5% A/A siendo un reflejo de la desaceleración en el crecimiento económico local e internacional, en combinación con la volatilidad en los precios de materias primas y un efecto de conversión cambiaria menos favorable. A nivel de EBITDA, las empresas registraron un incremento anual de 2.2%, como consecuencia de la NIIF 16, que en algunos casos compensó las presiones en costos y gastos. Por último, a nivel neto las compañías lograron un avance de 1.9% A/A en las utilidades, derivado de una fácil base de comparación, ante importantes pérdidas cambiarias registradas en el mismo periodo del año previo

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
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.

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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
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
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 1698

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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

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

Banca Mayorista

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