

## RESULTADOS 1T15

### Cuatro factores influyeron en el crecimiento

- Los resultados del 1T15 resultaron en línea con lo estimado. Las emisoras que tenemos bajo cobertura mostraron un crecimiento operativo en combinación con una caída en la utilidad neta
- El avance operativo lo atribuimos a: 1) una fácil base de comparación, 2) crecimiento inorgánico, 3) el efecto cambiario en la conversión de ingresos del exterior y 4) una incipiente recuperación del consumidor
- La nueva información corporativa no abarató los parámetros de valuación del IPC. Los múltiplos actuales podrían ser una limitante para los precios de las acciones en el corto plazo

**Resultados al 1T15 confirman nuestras expectativas.** En EE.UU. aún no concluye la temporada de resultados corporativos. Al cierre de esta edición, 377 emisoras del S&P500 ya publicaron sus cifras trimestrales, acumulando una variación de +1.9% en las utilidades y una tasa de sorpresas positivas del 68.7%. Sin embargo, al excluir 29 emisoras del sector de energía las utilidades crecerían 8.2%. De mantenerse esta tendencia, los resultados podrían ser mejores al estimado de consenso (-5.8%e). En México, las emisoras que tenemos bajo cobertura registraron crecimientos anuales de 9.9% en ingresos (vs 8.4%e) y 9.1% en Ebitda (vs 8.6%e). Estos avances operativos fueron el resultado de: 1) una baja base de comparación por el impacto de la reforma fiscal, 2) crecimiento inorgánico dentro y fuera de México, 3) un efecto positivo por la conversión de ingresos en moneda extranjera derivado de la depreciación cambiaria y 4) una incipiente recuperación en el gasto del consumidor. No obstante, la utilidad neta retrocedió 15.3% (vs -2.3%e) vs el 1T14 debido al impacto de mayores costos financieros, principalmente por pérdidas cambiarias.

**Los parámetros de valuación del IPC continúan elevados.** La depreciación del peso mexicano afectó la conversión de pasivos en moneda extranjera neutralizando el efecto positivo del crecimiento operativo. Creemos que la valuación del IPC (P/U 30.5x, FV/EBITDA 10x), en el corto plazo, podría ser una limitante para el mercado accionario.

#### 10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda al 1T15

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda
Alesea	Comercio Esp.	84.0%	100.5%
Cultiba	Bebidas	3.0%	63.2%
Alpek	Química	-5.5%	47.4%
Hotel	Servicios	19.3%	44.0%
Bimbo	Alimentos	19.9%	43.0%
Herdez	Alimentos	14.4%	39.0%
Alfa	Industrial	18.4%	29.2%
Lala	Alimentos	4.7%	25.8%
Tlevisa	Telecoms	17.3%	25.2%
Mega	Telecoms	23.8%	22.6%

Fuente: Banorte-Ixe.

5 de Mayo 2015

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

**Manuel Jiménez**  
Director Análisis Bursátil  
mjimenezza@ixe.com.mx

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

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

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

**Valentín III Mendoza Balderas**  
Análisis Bursátil  
valentin.mendoza@banorte.com

# Resultados

En las siguientes tablas incluimos los resultados de las empresas que tenemos bajo cobertura. En resumen, las 28 emisoras industriales, comerciales y de servicios registraron variaciones anuales de: +9.9% en ingresos, +9.1% en Ebitda y -16.0% en la utilidad neta. Mientras que las cifras de las 3 empresas del sector financiero muestran variaciones de -0.2% en ingresos, -4.0% en el Margen Financiero y de -4.7% en la utilidad neta.

La debilidad del tipo de cambio impactó a varias empresas en la conversión de la deuda denominada en moneda extranjera y les generó pérdidas cambiarias. Por esta razón, el crecimiento operativo no logró abaratar los parámetros de valuación. Al cierre de esta edición, el múltiplo P/U del IPC se encuentra en 30.5x representando un premio de 28.7% frente al promedio de 3 años mientras que el múltiplo FV/EBITDA se ubica en 10x, 7% por arriba del mismo promedio.

**Resultados Trimestrales al 1T15**  
(Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15
Ac	13,370	14,418	15,273	2,654	2,791	2,961	2,027	2,030	2,213	1,162	1,178	1,300
Alfa	51,548	63,870	61,041	6,064	7,630	7,837	3,886	4,964	4,443	1,698	1,676	-1,870
Alpek	20,859	19,197	19,721	1,390	1,514	2,048	952	1,037	1,524	316	324	376
Alsea	3,992	7,159	7,344	424	861	850	178	372	419	87	185	299
Amx	195,439	210,945	220,036	64,888	68,055	68,248	38,721	33,718	37,714	13,887	8,463	8,227
Asur	1,383	1,793	1,797	951	1,087	1,143	838	968	1,027	634	653	744
Axtel	2,971	2,692	2,416	728	813	783	-148	819	818	-260	196	176
Azteca	2,541	2,703	2,545	528	658	382	296	394	110	-178	-66	-676
Bimbo	41,568	50,465	49,843	2,955	4,493	4,227	1,537	2,024	2,575	430	939	907
Cemex	47,468	54,425	51,236	7,072	8,333	8,568	3,039	3,954	5,073	-3,872	-2,681	-2,241
Culliba	7,603	8,305	7,834	386	494	630	-163	-39	35	-193	-109	-130
Femsa	64,228	61,146	65,199	8,705	8,202	8,675	5,946	5,267	5,858	2,488	2,937	3,155
Gap	1,432	1,702	1,742	978	1,077	1,093	755	814	859	649	646	668
Gmexico*	29,103	31,925	31,322	12,112	13,637	12,339	9,429	10,647	9,482	5,086	5,847	5,032
Herdez	3,251	3,689	3,719	502	618	698	427	553	617	173	201	224
Hotel*	198	219	237	61	64	88	36	36	64	21	-7	16
Ica**	7,980	9,220	8,822	1,579	1,636	1,676	1,081	1,133	1,155	-24	-676	-846
Kof	38,078	32,757	34,374	6,767	5,982	6,358	4,809	4,207	4,504	2,310	2,353	2,194
Lab	2,438	2,551	2,768	376	366	450	358	340	412	153	173	138
Lala	11,108	11,672	11,630	1,304	1,457	1,641	1,063	1,155	1,366	796	821	944
Maxcom	649	646	626	150	153	112	45	36	-16	-19	-60	-58
Mega	2,696	3,188	3,339	1,194	1,365	1,464	795	922	1,111	582	662	775
Mexchem*	17,550	21,039	21,565	2,613	2,811	2,962	1,346	1,196	1,348	651	209	284
Pinfra	1,574	2,065	2,061	966	1,156	1,140	890	1,073	1,070	511	583	855
Soriana	23,823	24,882	24,924	1,732	1,916	1,701	1,214	1,418	1,168	795	1,009	781
Sport	243	288	268	44	54	34	18	25	2	12	14	-3
Tlevisa	16,924	18,990	19,859	5,772	6,745	7,227	2,984	3,370	4,810	854	899	1,453
Walmex	102,229	110,875	111,723	9,237	10,157	9,816	6,916	7,786	7,341	4,750	6,370	5,175
<b>Total</b>	<b>712,235</b>	<b>772,827</b>	<b>783,265</b>	<b>142,134</b>	<b>154,124</b>	<b>155,151</b>	<b>89,274</b>	<b>90,218</b>	<b>97,103</b>	<b>33,500</b>	<b>32,738</b>	<b>27,900</b>
Cemex (US\$)	3,591	3,640	3,400	535	557	569	230	264	337	-293	-179	-149
Gmexico (US\$)	2,201	2,135	2,095	916	912	825	713	712	634	385	391	337
Mexchem (US\$)	1,328	1,407	1,442	198	188	198	102	80	90	49	14	19

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15	1T14	1T15e	1T15
Creal	799	988	943	594	761	718	388	394	393	314	324	327
Genera	3,346	4,011	3,904	3,138	3,797	3,709	973	1,087	1,042	621	718	729
Gfinter	2,089	2,031	2,170	556	719	636	747	675	553	522	495	409
<b>Total</b>	<b>6,235</b>	<b>7,030</b>	<b>7,017</b>	<b>4,287</b>	<b>5,277</b>	<b>5,063</b>	<b>2,109</b>	<b>2,156</b>	<b>1,988</b>	<b>1,457</b>	<b>1,537</b>	<b>1,465</b>

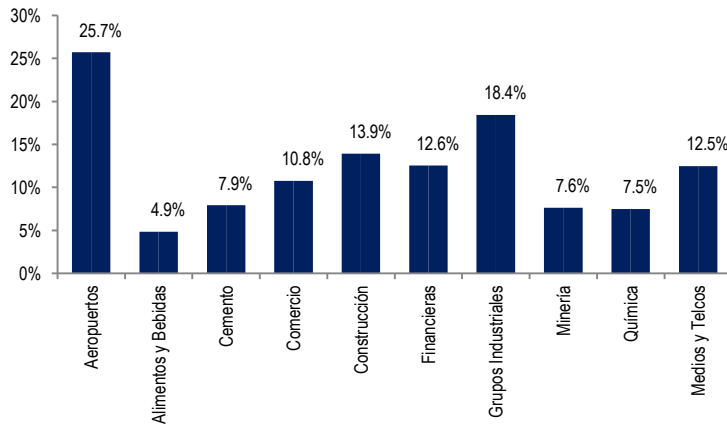
Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

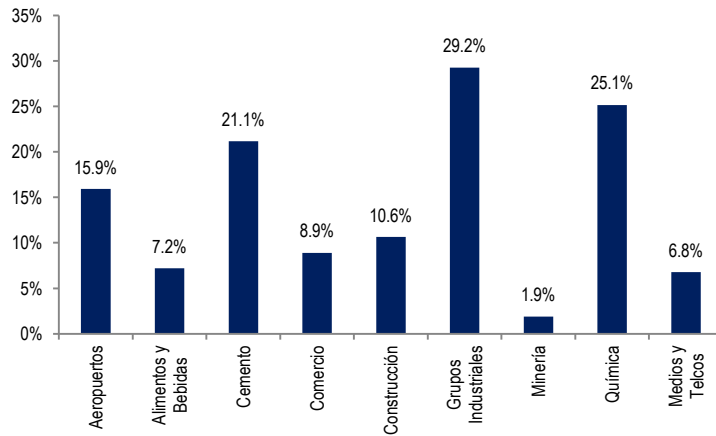
## Desglose sectorial

Las siguientes gráficas muestran las variaciones porcentuales de las emisoras bajo cobertura agrupadas por sectores en términos de Ventas, Ebitda y Utilidad Neta. Destacan las mejoras operativas en general, aunque a nivel neto el efecto adverso de la devaluación del peso frente al dólar afectó la generación de utilidades.

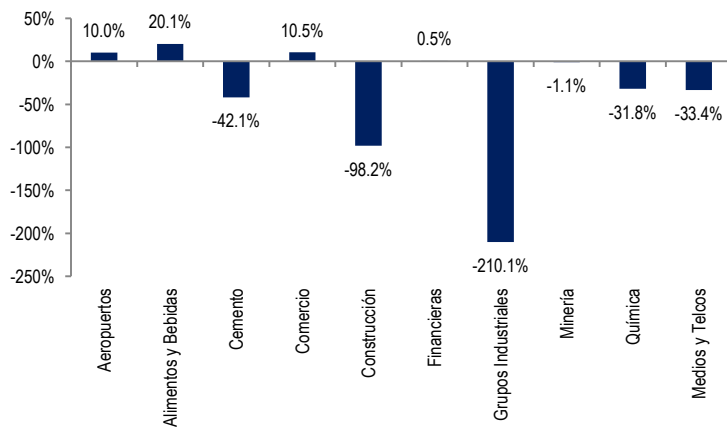
**Ventas 1T15 vs 1T14**



**Ebitda 1T15 vs 1T14**



**Utilidad Neta 1T15 vs 1T14**



Fuente: Banorte Ixe

## Contexto

Calificamos como **NEUTRALES** los resultados trimestrales de una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). A nivel de los ingresos, de un grupo de 31 emisoras que se estimó para el 1T15, el 65% reportó “en línea” con lo previsto y 19% “mejor” a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) el 39% estuvo en línea con lo estimado y otro 39% quedó por arriba de las expectativas. Por último, en la utilidad neta el 45% reportó “mejor” a lo previsto y mientras que un 35% fue “peor”. A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos cinco trimestres.

### 1T15 – Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 1T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	31	100%	31	100%	31	100%
En Línea	20	65%	12	39%	6	19%
Mejor	6	19%	12	39%	14	45%
Peor	5	16%	7	23%	11	35%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

### 1T15– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 4T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	17	61%	8	29%	3	11%
Mejor	4	14%	12	43%	17	61%
Peor	7	25%	8	29%	8	28%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

### 1T15– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 3T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	24	86%	20	71%	12	43%
Mejor	1	4%	2	7%	3	11%
Peor	3	11%	6	21%	13	46%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

### 1T15– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 2T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	21	75%	17	61%	5	18%
Mejor	2	7%	5	18%	8	29%
Peor	5	18%	6	21%	15	54%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

### 1T15– Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 1T14

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	28	100%	28	100%	28	100%
En Línea	16	57%	15	54%	3	11%
Mejor	7	25%	5	18%	11	39%
Peor	5	18%	8	29%	14	50%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

## Parámetros de Calificación

Para considerar que el resultado de una empresa está “en línea” con nuestra estimación, dicho resultado debe contenerse en un rango de variación porcentual (%) no mayor al 5% (arriba o abajo) vs. la proyección realizada, tanto a la baja como a la alza. Un resultado arriba de 5% se considera “Mejor” y un 5% abajo del pronóstico se califica de “Peor”.

CRITERIO	VARIACION VS. CIFRA ESPERADA
Mayor a lo Esperado	+ 5%
En Línea con lo Esperado	+/- 5%
Menor a lo Esperado	- 5%

	V% Ventas		V% Ebitda		V% U. Operación		V% U. Neta	
	1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.	
Ac	14.2%	5.9%	11.6%	6.1%	9.2%	9.0%	11.9%	10.4%
Alfa	18.4%	-4.4%	29.2%	2.7%	14.4%	-10.5%	-210.1%	-211.6%
Alpek	-5.5%	2.7%	47.4%	35.2%	60.1%	47.0%	18.8%	15.9%
Alsea	84.0%	2.6%	100.5%	-1.3%	135.4%	12.6%	243.7%	61.6%
Amx	12.6%	4.3%	5.2%	0.3%	-2.6%	11.9%	-40.8%	-2.8%
Asur	29.9%	0.2%	20.2%	5.1%	22.6%	6.2%	17.3%	13.9%
Axtel	-18.7%	-10.3%	7.5%	-3.6%	-654.2%	-0.1%	-167.8%	-10.3%
Azteca	0.2%	-5.8%	-27.6%	-42.0%	-62.7%	-72.0%	280.3%	921.7%
Bimbo	19.9%	-1.2%	43.0%	-5.9%	67.5%	27.2%	110.9%	-3.4%
Cemex*	7.9%	-5.9%	21.1%	2.8%	67.0%	28.3%	-42.1%	-16.4%
Cultiba	3.0%	-5.7%	63.2%	27.5%	-121.5%	-189.7%	-32.6%	19.3%
Femsa	1.5%	6.6%	-0.3%	5.8%	-1.5%	11.2%	26.8%	7.4%
Gap	21.6%	2.4%	11.7%	1.5%	13.8%	5.5%	2.8%	3.5%
Gmexico*	7.6%	-1.9%	1.9%	-9.5%	0.6%	-10.9%	-1.1%	-13.9%
Herdez	14.4%	0.8%	39.0%	12.9%	44.5%	11.6%	29.5%	11.4%
Hotel*	19.3%	8.1%	44.0%	37.9%	78.4%	77.0%	-21.7%	-316.7%
Ica	10.6%	-4.3%	6.2%	2.5%	6.9%	2.0%	3451.3%	25.1%
Kof	-9.7%	4.9%	-6.0%	6.3%	-6.3%	7.1%	-5.0%	-6.8%
Lab	13.5%	8.5%	19.4%	22.8%	15.1%	21.0%	-9.8%	-20.2%
Lala	4.7%	-0.4%	25.8%	12.6%	28.5%	18.3%	18.6%	15.0%
Maxcom	-3.5%	-3.1%	-25.3%	-26.7%	-136.0%	-145.3%	209.3%	-3.0%
Mega	23.8%	4.7%	22.6%	7.3%	39.7%	20.5%	33.3%	17.2%
Mexchem*	22.9%	2.5%	13.3%	5.4%	0.2%	12.7%	-56.4%	35.5%
Pinfra	31.0%	-0.2%	17.9%	-1.4%	20.2%	-0.3%	67.4%	46.7%
Soriana	4.6%	0.2%	-1.8%	-11.2%	-3.8%	-17.6%	-1.8%	-22.6%
Sport	10.3%	-6.9%	-22.7%	-37.0%	-88.9%	-92.0%	-125.0%	-121.4%
Tlevisa	17.3%	4.6%	25.2%	7.1%	61.2%	42.7%	70.2%	61.6%
Walmex	9.3%	0.8%	6.3%	-3.4%	6.1%	-5.7%	8.9%	-18.8%
<b>Total</b>	<b>10.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>-14.8%</b>
Cemex (US\$)	-5.3%	-6.6%	6.3%	2.0%	46.5%	27.3%	-49.2%	-17.1%
Gmexico (US\$)	-4.8%	-1.9%	-9.9%	-9.5%	-11.1%	-10.9%	-12.5%	-13.9%
Mexchem (US\$)	8.6%	2.5%	0.2%	5.4%	-11.5%	12.7%	-61.5%	35.5%

	V% Ingresos		V% Mg. Financiero		V% U. Operación		V% U. Neta	
	1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.		1T15 / 14 vs. Estim.	
Creal	18.0%	-4.6%	21.0%	-5.6%	1.3%	-0.2%	3.9%	0.8%
Genera	16.7%	-2.7%	18.2%	-2.3%	7.1%	-4.1%	17.4%	1.6%
GFInter	3.9%	6.8%	14.4%	-11.5%	-26.0%	-18.1%	-21.6%	-17.4%
<b>Total</b>	<b>12.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>18.1%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-4.7%</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

## Resumen de Emisoras Bajo Cobertura

AC *	Arca-Continental
ALFA A	Alfa
ALPEK A	Alpek
ALSEA *	Alsea
AMX L	América Móvil
ASUR B	Asur
AXTEL CPO	Axtel
AZTECA CPO	Televisión Azteca
BIMBO A	Grupo Bimbo
CEMEX CPO	Cemex
CREAL *	Crédito Real
CULTIBA B	Cultiba
FEMSA UBD	Femsa
FIHO12	Concentradora Fibra Hotelera Mexicana
GAP B	Gap
GENTERA *	Compartamos
GFINTER O	Grupo Financiero Interacciones
GMEXICO B	Grupo México
HERDEZ *	Herdez
HOTEL *	Grupo Hotelero Santa Fe
ICA *	Empresas Ica
KOF L	Coca Cola Femsa
LAB B	Genomma Lab
LALA B	Grupo Lala
MAXCOM CPO	Maxcom Telecomunicaciones
MEGA CPO	Megacable Holdings
MEXCHEM *	Mexichem
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura
SORIANA B	Soriana
SPORT S	Grupo Sports World
TLEVISA CPO	Grupo Televisa
WALMEX V	Walmart de México

AC \* (Mantener PO 2015 \$104.00)

¡ Resultados positivos, apoya Sudamérica!

Marisol Huerta Mondragón

22-de Abril 2015

**Arca Continental reportó resultados positivos, mejor a nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo.** Durante el 1T15 los ingresos crecieron +14.2% al ubicarse en P\$15,273m (vs +7.7% consenso y 8%e). Por mercado, destaca el crecimiento que presentaron las operaciones de Sudamérica de 47.1% en ingresos por Tonicorp y 42.0% en EBITDA. Por su parte, Norteamérica creció 3.5% A/A en ingresos y de 2.3% en EBITDA, a pesar de las fáciles bases de comparación el mal clima (intensas lluvias) que se vivió en el Norte del país afectó el desempeño en volúmenes.

Reporta contracción en margen. Los resultados reportaron presión en la rentabilidad con una contracción en el margen bruto de 20pb a 48.0%, por mayores costos de los insumos denominados en dólares y mayores gastos en inversiones de cobertura de frío y envase retornable. La presión en costos y gastos derivó en una contracción en el margen EBITDA de 50pb a 19.4%.

**Reiteramos nuestro PO2015 en P\$104.00.**

Pese a que los resultados fueron mejor a lo esperado por Sudamérica, hacia adelante, esperaríamos observar un mayor dinamismo en México y menor presión en los márgenes.

**Reitera crecimiento en volumen de 2.5% para 2015 y estabilidad en márgenes.** En la conferencia de resultados, reiteraron su expectativa de crecimiento en volúmenes para 2015 en niveles de 2.0% a 2.5 así como estabilidad en márgenes (21.7%) para 2015. La empresa espera realizar un nuevo ajuste en los precios, en línea con la inflación. Las inversiones programadas para 2015 serpan de P5,200m principalmente, en el fortalecimiento del mercado y la ejecución en el punto de venta en México, así como nuevas instalaciones productivas en Sudamérica. Las inversiones estarán enfocadas ampliar la capacidad de producción en Sudamérica. La empresa construye una planta para Tonicorp en Ecuador y una planta en Argentina.

#### AC – Resultados 1T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	13,370	15,273	14.2%	14,418	5.9%
Utilidad de Operación	2,027	2,213	9.2%	2,030	9.0%
Ebitda*	2,654	2,961	11.6%	2,791	6.2%
Utilidad Neta	1,162	1,300	12.0%	1,178	10.4%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	15.2%	14.5%	-0.7pp	14.1%	0.4pp
Margen Ebitda	19.8%	19.4%	-0.5pp	19.4%	0.0pp
UPA	\$0.721	\$0.807	12.0%	\$0.721	11.9%

\* incluye gastos no recurrentes

#### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>13,370.3</b>	<b>16,200.2</b>	<b>15,272.9</b>	<b>14.2%</b>	<b>-5.7%</b>
Costo de Ventas	6,929.8	8,248.0	7,946.4	14.7%	-3.7%
Utilidad Bruta	6,440.5	7,952.2	7,326.5	13.8%	-7.9%
Gastos Generales	4,409.8	5,412.6	5,114.3	16.0%	-5.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,026.8</b>	<b>2,606.6</b>	<b>2,213.1</b>	<b>9.2%</b>	<b>-15.1%</b>
Margen Operativo	15.2%	16.1%	14.5%	(0.7pp)	(1.6pp)
Depreciacion Operativa	624.1	704.1	722.7	15.8%	2.6%
<b>EBITDA</b>	<b>2,653.9</b>	<b>3,310.7</b>	<b>2,962.8</b>	<b>11.6%</b>	<b>-10.5%</b>
Margen EBITDA	19.8%	20.4%	19.4%	(0.5pp)	(1.0pp)
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(228.2)</b>	<b>(239.6)</b>	<b>(220.2)</b>	<b>-3.5%</b>	<b>-8.1%</b>
Intereses Pagados	271.6	342.3	302.1	11.2%	-11.8%
Intereses Ganados	37.8	97.6	81.8	116.5%	-16.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	5.6	5.1	0.1	-98.0%	-97.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.9	0.0	30.6	287.3%	>500%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>1,806.4</b>	<b>2,367.0</b>	<b>2,023.4</b>	<b>12.0%</b>	<b>-14.5%</b>
Provisión para Impuestos	573.5	724.4	626.6	9.2%	-13.5%
Operaciones Discontinuadas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>1,232.9</b>	<b>1,642.6</b>	<b>1,396.8</b>	<b>13.3%</b>	<b>-15.0%</b>
Participación Minoritaria	71.4	59.2	96.3	35.0%	62.7%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>1,161.5</b>	<b>1,583.0</b>	<b>1,300.5</b>	<b>12.0%</b>	<b>-17.8%</b>
Margen Neto	8.7%	9.8%	8.5%	(0.2pp)	(1.3pp)
UPA	0.721	0.983	0.807	12.0%	-17.9%

#### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>12,351.9</b>	<b>16,417.5</b>	<b>15,811.7</b>	<b>28.0%</b>	<b>-3.7%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	6,244.2	9,039.3	8,724.8	39.7%	-3.5%
Activos No Circulantes	57,497.7	63,554.9	64,511.1	12.2%	1.5%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>23,660.4</b>	<b>25,321.3</b>	<b>25,586.6</b>	<b>8.1%</b>	<b>1.0%</b>
Activos Intangibles (Neto)	29,083.6	33,725.7	34,066.0	17.1%	1.0%
<b>Activo Total</b>	<b>69,849.6</b>	<b>79,972.3</b>	<b>80,322.8</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.4%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>9,181.4</b>	<b>10,883.3</b>	<b>8,654.7</b>	<b>-5.7%</b>	<b>-20.5%</b>
Deuda de Corto Plazo	2,828.3	1,664.4	1,611.7	-43.0%	-3.2%
Proveedores	2,635.6	2,996.5	2,928.1	11.1%	-2.3%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>18,891.4</b>	<b>19,733.8</b>	<b>20,407.7</b>	<b>8.0%</b>	<b>3.4%</b>
Deuda de Largo Plazo	13,525.5	14,112.3	14,349.5	6.1%	1.7%
<b>Pasivo Total</b>	<b>28,072.7</b>	<b>30,617.1</b>	<b>29,062.4</b>	<b>3.5%</b>	<b>-5.1%</b>
Capital Contable	41,776.9	49,355.3	51,260.3	22.7%	3.9%
Participación Minoritaria	71.4	59.2	96.3	35.0%	62.7%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>38,874.2</b>	<b>46,043.9</b>	<b>47,811.4</b>	<b>23.0%</b>	<b>3.8%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>69,849.6</b>	<b>79,972.3</b>	<b>80,322.8</b>	<b>15.0%</b>	<b>0.4%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>10,109.6</b>	<b>6,737.3</b>	<b>7,629.0</b>	<b>-24.5%</b>	<b>13.2%</b>

#### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,718.0	3,281.4	3,136.0
Flujos generado en la Operación	(240.5)	(633.7)	(2,237.2)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(736.8)	(1,578.2)	(1,065.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	2,026.8	(1,992.3)	(171.6)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>3,767.5</b>	<b>(922.8)</b>	<b>(337.9)</b>

Fuente: Banorte-lxe, Sibolsa, BMW

**ALFA A (Compra, PO 2015 \$42.00)**  
**Resultados operativos en línea con lo esperado**

Marissa Garza Ostos  
 23 de abril de 2015

**Sólido desempeño operativo.** Los ingresos consolidados de Alfa aumentaron 18.4% A/A al ubicarse en P\$61,041 millones, mientras que el EBITDA creció 29.2% para alcanzar los P\$7,837 millones, en línea con nuestras expectativas. Destaca el sólido desempeño mostrado en Alpek, con una recuperación en márgenes por arriba de lo esperado, además de un ingreso extraordinario por la venta de activos del negocio de poliuretano, y mejores perspectivas en la industria. Nemark con resultados muy positivos, impulsados por mayores volúmenes y también una atractiva expansión en márgenes. Sigma apoyada por la consolidación de Campofrío, aunque con márgenes presionados por la fortaleza del dólar, tal como se esperaba. Alestra por su parte contribuyó positivamente al resultado, aunque con crecimientos modestos. Todo lo anterior ayudó a compensar la debilidad mostrada en las cifras de Newpek afectada por la baja en el precio del petróleo, con importantes caídas tanto en ingresos pero sobretodo en rentabilidad al registrarse un deterioro en activos.

**Pérdidas cambiarias y el efecto de valuación de Pacific Rubiales afectan resultado neto.** A pesar del sólido desempeño operativo, la compañía reportó pérdida neta por P\$1,870 millones comparando negativamente con la utilidad por P\$1,698 millones en el 1T14. Lo anterior es resultado de dos efectos, pérdidas cambiarias por US\$113 millones resultado del efecto devaluatorio del peso en la deuda de Alfa, y una pérdida por US\$224 millones en la valuación a mercado de la inversión de la compañía en acciones de Pacific Rubiales.

**Reiteramos COMPRA y PO2015 de P\$42.00.** Los resultados operativos mostrados por Alfa en el 1T15 nos hacen confirmar que se mantienen las sólidas perspectivas para la compañía y que la diversificación de negocios es una ventaja competitiva en un entorno como el actual. Las posibles colocaciones en Bolsa de los negocios de Nemark y Sigma podrían ser importantes catalizadores para el precio de la acción.

**ALFA – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	51,548	61,041	18.4%	63,870	-4.4%
Utilidad de Operación	3,886	4,443	14.4%	4,964	-10.5%
Ebitda	6,064	7,837	29.2%	7,630	2.7%
Utilidad Neta	1,698	-1,870	N.A.	1,676	N.A.
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	7.5%	7.3%	-0.3pp	7.8%	-0.5pp
Margen Ebitda	11.8%	12.8%	1.1pp	11.9%	0.9pp
UPA	\$0.331	-\$0.364	N.A.	\$0.326	-211.6%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>51,548.4</b>	<b>63,880.1</b>	<b>61,041.3</b>	<b>18.4%</b>	<b>-4.4%</b>
Costo de Ventas	42,528.4	52,802.2	48,937.6	15.1%	-7.3%
Utilidad Bruta	9,020.0	11,077.9	12,103.6	34.2%	9.3%
Gastos Generales	5,134.2	7,036.9	7,660.2	49.2%	8.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>3,885.8</b>	<b>4,041.0</b>	<b>4,443.5</b>	<b>14.4%</b>	<b>10.0%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>(0.3pp)</b>	<b>1.0pp</b>
Depreciación Operativa	2,177.8	2,875.0	3,393.5	55.8%	18.0%
<b>EBITDA</b>	<b>6,063.6</b>	<b>6,916.0</b>	<b>7,837.0</b>	<b>29.2%</b>	<b>13.3%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>1.1pp</b>	<b>2.0pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(994.4)</b>	<b>(13,994.8)</b>	<b>(6,244.1)</b>	<b>&gt;500%</b>	<b>-55.4%</b>
Intereses Pagados	390.6	9,417.4	4,550.8	>500%	-51.7%
Intereses Ganados	44.8		60.4	34.9%	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	(610.7)	(857.5)	(145.8)	-76.1%	-83.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(37.8)	(3,719.8)	(1,648.1)	>500%	-55.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(6.7)	(234.9)	(82.6)	>500%	-64.8%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>2,884.7</b>	<b>(10,188.7)</b>	<b>(1,883.2)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-81.5%</b>
Provisión para Impuestos	900.5	(3,526.0)	(391.1)	N.A.	-88.9%
Operaciones Discontinuadas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>1,984.2</b>	<b>(6,662.7)</b>	<b>(1,492.2)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-77.6%</b>
Participación Minoritaria	285.7	(69.1)	377.8	32.2%	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>1,698.4</b>	<b>(6,593.6)</b>	<b>(1,870.0)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-71.6%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>3.3%</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>(6.4pp)</b>	<b>7.3pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.331</b>	<b>(1.284)</b>	<b>(0.364)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-71.6%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>72,853.8</b>	<b>85,218.8</b>	<b>89,417.7</b>	<b>22.7%</b>	<b>4.9%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	22,025.7	16,669.3	22,883.7	3.9%	37.3%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>108,893.7</b>	<b>147,321.7</b>	<b>147,040.2</b>	<b>35.0%</b>	<b>-0.2%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	73,885.3	93,907.7	93,446.8	26.5%	-0.5%
Activos Intangibles (Neto)	24,354.7	40,451.2	38,632.8	58.6%	-4.5%
<b>Activo Total</b>	<b>181,747.4</b>	<b>232,540.5</b>	<b>236,457.9</b>	<b>30.1%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>41,536.0</b>	<b>62,115.4</b>	<b>68,758.6</b>	<b>65.5%</b>	<b>10.7%</b>
Deuda de Corto Plazo	7,008.6	9,592.9	18,512.4	164.1%	93.0%
Proveedores	22,196.8	35,167.1	33,101.3	49.1%	-5.9%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>73,534.9</b>	<b>101,504.1</b>	<b>101,701.6</b>	<b>38.3%</b>	<b>0.2%</b>
Deuda de Largo Plazo	61,853.4	82,327.2	82,685.0	33.7%	0.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>115,070.8</b>	<b>163,619.5</b>	<b>170,460.2</b>	<b>48.1%</b>	<b>4.2%</b>
Capital Contable	66,676.6	68,921.0	65,997.7	-1.0%	-4.2%
Participación Minoritaria	9,180.4	13,765.3	13,760.6	49.9%	0.0%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>57,496.2</b>	<b>55,155.7</b>	<b>52,237.1</b>	<b>-9.1%</b>	<b>-5.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>181,747.4</b>	<b>232,540.5</b>	<b>236,457.9</b>	<b>30.1%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>46,836.3</b>	<b>75,250.8</b>	<b>78,313.6</b>	<b>67.2%</b>	<b>4.1%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	6,040.0	26,139.7	7,426.3
Flujos generado en la Operación	(3,071.2)	(2,187.2)	(4,103.4)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	242.4	(28,470.0)	(2,873.2)
Flujo neto de actividades de financiamiento	7,030.2	8,591.8	5,918.0
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>10,241.3</b>	<b>4,074.3</b>	<b>6,367.7</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

## ALPEK A (Compra, PO 2015 \$23.00) Recuperación en márgenes supera expectativas

Marissa Garza Ostos  
23 de abril de 2015

**Positiva recuperación en Márgenes.** La compañía registró una disminución interanual del 5.5% en ingresos, en línea con nuestro estimado, para ubicarse en P\$19,721 millones (US\$1,321m). Lo anterior se explica por la debilidad en los precios de las materias primas que en general disminuyeron 10% A/A viéndose compensados parcialmente con el aumento del 5% en los volúmenes totales. Es destacable la recuperación observada en los márgenes tanto de la cadena de Poliéster como en la de Plásticos y Químicos, superando expectativas. Lo anterior en conjunción con un ingreso extraordinario por US\$26 millones (alrededor de P\$388 millones) relacionado con la venta del negocio de poliuretano de Polioles impulsó el aumento del 47.4% en el EBITDA para ubicarse en P\$2,048 millones (US\$137m). Al excluir el ingreso mencionado, el EBITDA hubiese crecido 19.4% A/A a P\$1,660 millones (US\$111m), por arriba de lo esperado, aún al incluir un cargo por devaluación de inventarios por US\$20 millones relacionado con la baja en los precios de las materias primas. Así el margen EBITDA mostró una expansión de 3.7pp a 10.4% y de 1.7pp a 8.4% al excluir el ingreso de la venta de Polioles.

**Subimos recomendación a COMPRA y aumentamos PO 2015 a P\$23.00.** Los resultados reportados por Alpek muestran importantes mejorías sobretodo en rentabilidad por lo cual consideramos que la compañía se encuentra en camino de alcanzar su guía para 2015. Lo anterior en conjunción con una perspectiva más favorable en la industria del Poliéster, y los proyectos estratégicos en los cuales sigue enfocada la compañía, deberán apoyar una recuperación en los resultados hacia adelante. Ajustamos marginalmente al alza nuestros estimados anticipando ingresos por US\$4,976 millones y un EBITDA por US\$512 millones, en línea con la guía de la empresa. Derivado de lo anterior subimos nuestro precio objetivo 2015 desde P\$21.00 a P\$23.00. Subimos nuestra recomendación a COMPRA.

### ALPEK – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	20,859	19,721	-5.5%	19,197	2.7%
Utilidad de Operación	952	1,524	60.1%	1,037	47.0%
Ebitda	1,390	2,048	47.4%	1,514	35.2%
Utilidad Neta	316	376	18.8%	324	15.9%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	4.6%	7.7%	3.2pp	5.4%	2.3pp
Margen Ebitda	6.7%	10.4%	3.7pp	7.9%	2.5pp
UPA	\$0.149	\$0.177	18.8%	\$0.153	15.9%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>20,858.5</b>	<b>22,800.7</b>	<b>19,721.0</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-13.5%</b>
Costo de Ventas	19,398.1	21,610.6	17,892.2	-7.8%	-17.2%
Utilidad Bruta	1,460.4	1,190.1	1,828.8	25.2%	53.7%
Gastos Generales	508.7	854.6	304.8	-40.1%	-64.3%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>951.8</b>	<b>335.5</b>	<b>1,524.0</b>	<b>60.1%</b>	<b>354.2%</b>
Margen Operativo	4.6%	1.5%	7.7%	3.2pp	6.3pp
Depreciación Operativa	437.9	627.5	523.6	19.6%	-16.5%
<b>EBITDA</b>	<b>1,389.6</b>	<b>963.0</b>	<b>2,047.7</b>	<b>47.4%</b>	<b>112.6%</b>
Margen EBITDA	6.7%	4.2%	10.4%	3.7pp	6.2pp
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(232.9)</b>	<b>(606.2)</b>	<b>(424.8)</b>	<b>82.4%</b>	<b>-29.9%</b>
Intereses Pagados	184.0	209.8	214.1	16.4%	2.0%
Intereses Ganados	34.9	36.7	49.9	43.0%	35.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(31.8)	(43.4)	(53.5)	68.6%	23.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(52.1)	(389.7)	(207.1)	297.8%	-46.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(6.6)	(28.7)	(14.2)	114.5%	-50.6%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>712.3</b>	<b>(299.3)</b>	<b>1,085.0</b>	<b>52.3%</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	230.9	68.2	361.5	56.6%	430.3%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>481.3</b>	<b>(367.5)</b>	<b>723.5</b>	<b>50.3%</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria	165.2	59.5	348.0	110.6%	485.2%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>316.1</b>	<b>(427.0)</b>	<b>375.5</b>	<b>18.8%</b>	<b>N.A.</b>
Margen Neto	1.5%	-1.9%	1.9%	0.4pp	3.8pp
<b>UPA</b>	<b>0.149</b>	<b>(0.202)</b>	<b>0.177</b>	<b>18.8%</b>	<b>N.A.</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>30,583.8</b>	<b>30,941.1</b>	<b>29,902.4</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-3.4%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,996.3	5,743.8	5,010.5	-16.4%	-12.8%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>28,667.2</b>	<b>34,430.1</b>	<b>35,660.1</b>	<b>24.4%</b>	<b>3.6%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	24,672.1	27,392.3	28,017.8	13.6%	2.3%
Activos Intangibles (Neto)	3,099.5	6,082.9	6,499.5	109.7%	6.8%
<b>Activo Total</b>	<b>59,251.0</b>	<b>65,371.2</b>	<b>65,562.4</b>	<b>10.7%</b>	<b>0.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>13,323.2</b>	<b>14,325.2</b>	<b>12,691.7</b>	<b>-4.7%</b>	<b>-11.4%</b>
Deuda de Corto Plazo	833.7	326.9	284.6	-65.9%	-12.9%
Proveedores	9,591.0	9,881.6	8,199.9	-14.5%	-17.0%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>18,504.0</b>	<b>21,201.4</b>	<b>22,216.7</b>	<b>20.1%</b>	<b>4.8%</b>
Deuda de Largo Plazo	13,621.7	15,665.7	16,121.0	18.3%	2.9%
<b>Pasivo Total</b>	<b>31,827.2</b>	<b>35,526.6</b>	<b>34,908.4</b>	<b>9.7%</b>	<b>-1.7%</b>
Capital Contable	27,423.8	29,844.6	30,654.1	11.8%	2.7%
Participación Minoritaria	3,226.5	3,895.2	4,050.3	25.5%	4.0%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>24,197.3</b>	<b>25,949.4</b>	<b>26,603.7</b>	<b>9.9%</b>	<b>2.5%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>59,251.0</b>	<b>65,371.2</b>	<b>65,562.4</b>	<b>10.7%</b>	<b>0.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>8,459.0</b>	<b>10,248.8</b>	<b>11,395.1</b>	<b>34.7%</b>	<b>11.2%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,341.2	5,408.3	1,607.1		
Flujos generado en la Operación	807.6	1,184.7	(672.3)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(551.1)	(4,416.5)	(1,088.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(313.5)	(1,503.5)	(634.2)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,284.3</b>	<b>673.0</b>	<b>(788.0)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**ALSEA \* (COMPRA, PO 2015 \$55.00)**  
**¡Vips y Grupo Zena impulsan crecimiento!**

*Marisol Huerta Mondragón*  
 29 de Abril de 2015

**Impulsan adquisiciones y mejor desempeño en consumo.** Alsea presentó resultados en línea con nuestros estimados, pero mejor que los del mercado a nivel operativo y neto. Los crecimientos en ventas +84.0% A/A (vs +75.3% consenso y 79.3%e), y en EBITDA 100.6% (vs. 83.5%c y 100.35% e) fueron impulsados por la incorporación de Vips, y de Grupo Zena en España, así como por el crecimiento de 6.3% A/A en Ventas Mismas Tiendas- VMT y mayores ingresos en el segmento de distribución. A nivel operativo, el margen bruto mejoró 210pb, por eficiencias en la mezcla de negocios, así como por la obtención de eficiencias a nivel operativo resultado de la depuración del portafolio de marcas. Derivado de lo anterior, el margen EBITDA reportó una expansión de 100pb. La utilidad neta mayoritaria avanzó sólo 244.3% ante menores costos financieros que compensar una mayor tasa impositiva.

**Reiteramos nuestro PO2015 en P\$55.00 y recomendación de COMPRA.** El programa de eficiencias en costos y gastos impulsado por Alsea, aunado a un mejor desempeño en los negocios de Europa y del consumo en México, sostienen nuestras perspectivas favorables para la emisora en 2015. Durante el 1T15 33% de los ingresos consolidados provinieron de Grupo Zena, nos mantenemos optimistas del desempeño de este mercado, aunado a que estimamos que impulsará la rentabilidad de la compañía, una vez que tiene es un negocio con mejores márgenes (19.8%, frente a un margen de 18.7% que tiene México). Adicionalmente estamos considerando un mejor desempeño en México con la integración de las unidades de Vips y la maduración de nuevos formatos en otros mercados como lo es PF Chang en Brasil, The Cheese Cake Factory en México y la penetración de Starbucks en Colombia.

**Alsea – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	3,992	7,344	84.0%	7,159	2.6%
Utilidad de Operación	178	419	135.4%	372	12.6%
Ebitda	424	850	100.6%	861	-1.3%
Utilidad Neta	87	299	244.3%	185	61.5%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	4.5%	5.7%	1.2pp	5.2%	-119.4pp
Margen Ebitda	10.6%	11.6%	1.0pp	12.0%	-84.2pp
UPA	\$0.126	\$0.357	182.6%	\$0.220	62.1%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>3,992.0</b>	<b>7,903.5</b>	<b>7,344.2</b>	<b>84.0%</b>	<b>-7.1%</b>
Costo de Ventas	1,336.5	2,459.4	2,307.3	72.6%	-6.2%
Utilidad Bruta	2,655.6	5,444.2	5,037.0	89.7%	-7.5%
Gastos Generales	2,497.1	4,634.0	4,612.4	84.7%	-0.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>178.0</b>	<b>622.5</b>	<b>419.0</b>	<b>135.4%</b>	<b>-32.7%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>4.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>1.2pp</b>	<b>(2.2pp)</b>
Depreciación Operativa	245.8	422.8	431.2	75.5%	2.0%
<b>EBITDA</b>	<b>423.8</b>	<b>1,045.3</b>	<b>850.2</b>	<b>100.6%</b>	<b>-18.7%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>10.6%</b>	<b>13.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>1.0pp</b>	<b>(1.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(87.6)</b>	<b>(145.7)</b>	<b>(7.6)</b>	<b>-91.3%</b>	<b>-94.8%</b>
Intereses Pagados	85.3	143.0	181.7	112.9%	27.1%
Intereses Ganados				N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(2.2)	(2.7)	174.1	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	5.7	20.7	(2.8)	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>96.1</b>	<b>497.5</b>	<b>408.6</b>	<b>325.0%</b>	<b>-17.9%</b>
Provisión para Impuestos	27.7	205.2	103.5	273.3%	-49.6%
Operaciones Discontinuas		(7.1)			
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>68.4</b>	<b>285.2</b>	<b>305.1</b>	<b>345.9%</b>	<b>7.0%</b>
Participación Minoritaria	(18.4)	(12.1)	6.3	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>86.8</b>	<b>297.2</b>	<b>298.8</b>	<b>244.3%</b>	<b>0.5%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.9pp</b>	<b>0.3pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.126</b>	<b>0.355</b>	<b>0.357</b>	<b>182.6%</b>	<b>0.5%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>2,436.9</b>	<b>3,785.1</b>	<b>3,709.6</b>	52.2%	-2.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	530.8	1,112.9	890.9	67.9%	-19.9%
Activos No Circulantes	9,908.1	25,263.3	25,703.3	159.4%	1.7%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>4,666.1</b>	<b>9,804.3</b>	<b>9,988.1</b>	114.1%	1.9%
Activos Intangibles (Neto)	3,319.9	13,322.8	13,210.1	297.9%	-0.8%
<b>Activo Total</b>	<b>12,345.0</b>	<b>29,048.4</b>	<b>29,412.9</b>	<b>138.3%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>3,116.7</b>	<b>6,222.4</b>	<b>5,482.5</b>	75.9%	-11.9%
Deuda de Corto Plazo	556.1	1,377.2	890.8	60.2%	-35.3%
Proveedores	1,214.6	2,694.0	2,509.2	106.6%	-6.9%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>4,740.0</b>	<b>13,091.1</b>	<b>13,911.3</b>	193.5%	6.3%
<b>Deuda de Largo Plazo</b>	<b>5,110.7</b>	<b>11,239.2</b>	<b>11,579.0</b>	126.6%	3.0%
<b>Pasivo Total</b>	<b>7,856.7</b>	<b>19,313.5</b>	<b>19,393.9</b>	<b>146.8%</b>	<b>0.4%</b>
Capital Contable	4,488.3	9,734.9	10,019.0	123.2%	2.9%
Participación Minoritaria	(18.4)	(12.1)	6.3	N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>4,259.0</b>	<b>8,800.1</b>	<b>9,051.1</b>	<b>112.7%</b>	<b>2.9%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>12,345.0</b>	<b>29,048.4</b>	<b>29,412.9</b>	<b>138.3%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>4,579.9</b>	<b>10,126.3</b>	<b>10,688.1</b>	133.4%	5.5%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	506.9	997.7	989.2		
Flujos generado en la Operación	(225.8)	448.3	(721.0)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(403.7)	(2,643.5)	(800.6)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(13.9)	1,827.7	334.2		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(136.6)</b>	<b>630.1</b>	<b>(198.2)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## AMX L (Mantener, PO 2015 \$17.50) Erosión por terminación del cobro de LD en México

Manuel Jiménez Zaldivar  
23 de abril de 2015

**Los resultados de América Móvil los calificamos como neutrales.** Los crecimientos a los que nos referimos son cifras proforma que incluyen la consolidación de Telekom Austria (1T14). En el 1T15, la eliminación del cobro de larga distancia impactó las operaciones mexicanas. Los accesos totales aumentaron 8.4% A/A (368m de accesos), por debajo de lo esperado, debido a la desconexión de usuarios que no cumplían con el estándar de tráfico. Los ingresos proforma crecieron 3.1% A/A (P\$220,036m), debido a las nuevas políticas de comercialización de celulares. El EBITDA cayó 3.1% A/A (P\$68,248m) y el margen EBITDA disminuyó 2pp a 31%. Nuevamente, la fortaleza del dólar provocó una pérdida cambiaria de P\$17,833m, repercutiendo en la utilidad neta (-42.1% A/A).

**AMX finalizó el trimestre con 368 millones de accesos totales.** América Móvil registró 125 mil adiciones netas en su base de accesos totales (0.2% A/A). La empresa desconectó suscriptores celulares que no cumplían con los estándares de tráfico en América Central y el Cono Sur, por lo que la base de suscriptores celulares retrocedió 0.9% A/A. La migración de usuarios prepago hacia planes postpago continuó, al crecer la base 4.6% A/A. Los accesos fijos también incrementaron 4.6% A/A.

**Impacto regulatorio en México erosiona la rentabilidad de AMX.** En México, la eliminación del cobro de LD provocó mayor presión sobre los ingresos y deterioró la rentabilidad. (- 6% en ingresos por servicios).

**Mayor nivel de deuda eleva los cargos financieros.** La deuda con costo de AMX se elevó 23% a P\$592m y la razón de deuda neta a EBITDA aumentó de 1.7x en el 1T14 a 2.2x, aumentando 8.4% el pago de intereses.

**Posible creación de valor con la escisión de TeleSites.** Creemos que con la escisión y la formación de Telesites se podría crear valor para los accionistas, ya que empresas similares cotizan a múltiplos más altos.

### AMX – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	195,439	220,036	12.6%	210,945	4.3%
Utilidad de Operación	38,721	37,714	-2.6%	33,718	11.9%
Ebitda	64,888	68,248	5.2%	68,055	0.3%
Utilidad Neta	13,887	8,227	-40.8%	8,463	-2.8%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	19.8%	17.1%	-2.7pp	16.0%	1.2pp
Margen Ebitda	33.2%	31.0%	-2.2pp	32.3%	-1.2pp
UPA	\$0.200	\$0.122	-38.9%	\$0.125	-2.5%

### Estado de Resultados (Millones)

Año Trimestre	2014 1	2014 4	2015 1	Variación % A/A	Variación % T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>195,438.8</b>	<b>229,304.2</b>	<b>220,036.0</b>	<b>12.6%</b>	<b>-4.0%</b>
Costo de Ventas	114,699.4	141,722.6	131,741.3	14.9%	-7.0%
Utilidad Bruta	80,739.4	87,581.6	88,294.7	9.4%	0.8%
Gastos Generales	42,018.5	53,950.7	50,580.6	20.4%	-6.2%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>38,720.9</b>	<b>33,630.9</b>	<b>37,714.1</b>	<b>-2.6%</b>	<b>12.1%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>19.8%</b>	<b>14.7%</b>	<b>17.1%</b>	<b>(2.7pp)</b>	<b>2.5pp</b>
Depreciación Operativa	26,166.8	34,036.7	30,533.8	16.7%	-10.3%
<b>EBITDA</b>	<b>64,887.7</b>	<b>67,667.6</b>	<b>68,247.9</b>	<b>5.2%</b>	<b>0.9%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>33.2%</b>	<b>29.5%</b>	<b>31.0%</b>	<b>(2.2pp)</b>	<b>1.5pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(8,344.6)</b>	<b>(27,788.8)</b>	<b>(24,216.8)</b>	<b>190.2%</b>	<b>-12.9%</b>
Intereses Pagados	8,298.0	10,365.9	8,994.9	8.4%	-13.2%
Intereses Ganados	2,636.8	2,816.2	2,668.6	1.2%	-5.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(2,774.3)	2,579.3	(57.4)	-97.9%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	90.9	(22,818.4)	(17,833.1)	N.A.	-21.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(27.9)	(795.6)	6.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>30,348.4</b>	<b>5,046.5</b>	<b>13,503.3</b>	<b>-55.5%</b>	<b>167.6%</b>
Provisión para Impuestos	16,367.0	1,658.7	4,396.6	-73.1%	165.1%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>13,981.4</b>	<b>3,387.8</b>	<b>9,106.7</b>	<b>-34.9%</b>	<b>168.8%</b>
Participación Minoritaria	94.6	304.9	879.3	>500%	188.3%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>13,886.8</b>	<b>3,082.9</b>	<b>8,227.4</b>	<b>-40.8%</b>	<b>166.9%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>7.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>(3.4pp)</b>	<b>2.4pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.200</b>	<b>0.045</b>	<b>0.122</b>	<b>-38.9%</b>	<b>169.3%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>229,865.3</b>	<b>287,244.9</b>	<b>276,666.6</b>	<b>20.4%</b>	<b>-3.7%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	40,685.7	72,638.2	56,208.9	38.2%	-22.6%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>788,357.5</b>	<b>969,062.1</b>	<b>942,213.4</b>	<b>19.5%</b>	<b>-2.8%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	496,940.3	605,407.6	558,619.9	12.4%	-7.7%
Activos Intangibles (Neto)	131,943.1	220,431.6	237,098.3	79.7%	7.6%
<b>Activo Total</b>	<b>1,018,222.8</b>	<b>1,256,307.0</b>	<b>1,218,880.0</b>	<b>19.7%</b>	<b>-3.0%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>297,062.5</b>	<b>359,901.4</b>	<b>386,830.7</b>	<b>30.2%</b>	<b>7.5%</b>
Deuda de Corto Plazo	48,877.8	57,323.9	90,598.6	85.4%	58.0%
Proveedores	69,362.4	96,495.1	77,610.4	11.9%	-19.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>510,337.0</b>	<b>671,761.6</b>	<b>621,854.4</b>	<b>21.9%</b>	<b>-7.4%</b>
Deuda de Largo Plazo	431,795.4	549,750.1	501,745.8	16.2%	-8.7%
<b>Pasivo Total</b>	<b>807,399.5</b>	<b>1,031,663.0</b>	<b>1,008,685.1</b>	<b>24.9%</b>	<b>-2.2%</b>
Capital Contable	210,823.3	224,644.0	210,194.9	-0.3%	-6.4%
Participación Minoritaria	94.6	304.9	879.3	>500%	188.3%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>202,234.9</b>	<b>184,694.6</b>	<b>164,956.9</b>	<b>-18.4%</b>	<b>-10.7%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>1,018,222.8</b>	<b>1,256,307.0</b>	<b>1,218,880.0</b>	<b>19.7%</b>	<b>-3.0%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>439,987.5</b>	<b>534,435.8</b>	<b>536,135.5</b>	<b>21.9%</b>	<b>0.3%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	66,519.5	88,559.0	59,464.6
Flujos generado en la Operación	(17,914.6)	(6,738.4)	(24,830.6)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(26,341.4)	(64,936.9)	(28,768.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(30,320.5)	(40,763.5)	(13,579.3)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(8,057.1)</b>	<b>(23,879.8)</b>	<b>(7,714.1)</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## ASUR B (Mantener, PO 2015 \$233.00) Fueres crecimientos operativos en el 1T15

José Itzamna Espitia Hernández  
22 de abril de 2015

Asur reportó sus resultados al 1T15 por arriba de nuestros estimados. El grupo tuvo variaciones en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de +29.9%, +22.6%, +20.2% y +17.3%, ubicándose en P\$1,797m, P\$1,027m, P\$1,143m y P\$744m, respectivamente.

En el 1T15, Asur presentó un fuerte crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 12.4% (vs. 1T14); los pasajeros nacionales aumentaron 16.6% y los internacionales 10.0%. La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 17.7%, ubicándose en P\$1,603m. Lo anterior se debió a un mayor turismo reflejado en el principal aeropuerto del grupo, Cancún (+11.6%). Dicho crecimiento es también resultado de las acciones realizadas por diversas aerolíneas para abrir rutas, aumentar frecuencias y expandir su flota.

El margen operativo disminuyó 3.4pp, colocándose en 57.2%; y el margen Ebitda bajó 5.1pp, ubicándose en 63.6%. Lo anterior se debe principalmente a un alza en los ingresos de 29.9% comparado con el mayor aumento en el total de costos y gastos de operación de 41.1%. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 1T15 vs. 1T14, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción los resultados indican que la rentabilidad del grupo sigue al alza (64.1% el margen operativo y 71.3% el de Ebitda) vs. 1T14 (61.5% y 69.8%, respectivamente).

La utilidad neta del periodo tuvo un incremento de 17.3% debido principalmente a los mejores resultados operativos y una mayor utilidad en el rubro de participación en los resultados de asociadas. Lo anterior, fue parcialmente compensado por una pérdida en el resultado integral de financiamiento y por mayores impuestos a la utilidad. Asur mencionó que en el 1T15 el tráfico total de pasajeros transportados en el aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico ("SJU") creció 1.0%.

### ASUR – Resultados 1T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	1,383	1,797	29.9%	1,793	0.2%
Utilidad de Operación	838	1,027	22.6%	968	6.2%
Ebitda	951	1,143	20.2%	1,087	5.1%
Utilidad Neta	634	744	17.3%	653	13.9%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	60.6%	57.2%	-3.4pp	54.0%	3.2pp
Margen Ebitda	68.8%	63.6%	-5.1pp	60.6%	3.0pp
UPA	\$2.115	\$2.481	17.3%	\$2.178	13.9%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,383.1</b>	<b>1,685.5</b>	<b>1,796.6</b>	<b>29.9%</b>	<b>6.6%</b>
Costo de Ventas	31.1	26.3	35.2	13.1%	33.9%
Utilidad Bruta	1,352.0	1,659.1	1,761.4	30.3%	6.2%
Gastos Generales	514.0	863.2	733.9	42.8%	-15.0%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>838.0</b>	<b>796.0</b>	<b>1,027.5</b>	<b>22.6%</b>	<b>29.1%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>60.6%</b>	<b>47.2%</b>	<b>57.2%</b>	<b>(3.4pp)</b>	<b>10.0pp</b>
Depreciación Operativa	113.0	114.5	115.7	2.4%	1.1%
<b>EBITDA</b>	<b>951.0</b>	<b>910.5</b>	<b>1,143.2</b>	<b>20.2%</b>	<b>25.6%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>68.8%</b>	<b>54.0%</b>	<b>63.6%</b>	<b>(5.1pp)</b>	<b>9.6pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>2.5</b>	<b>(106.8)</b>	<b>(18.5)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-82.7%</b>
Intereses Pagados	19.5	20.4	20.5	5.1%	0.3%
Intereses Ganados	22.4	40.6	37.2	66.1%	-8.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(0.4)	(127.0)	(35.2)	>500%	-72.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	10.6	(17.3)	32.5	208.3%	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>851.0</b>	<b>671.9</b>	<b>1,041.5</b>	<b>22.4%</b>	<b>55.0%</b>
Provisión para Impuestos	216.7	158.7	297.3	37.2%	87.3%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>634.4</b>	<b>513.2</b>	<b>744.3</b>	<b>17.3%</b>	<b>45.0%</b>
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>634.4</b>	<b>513.2</b>	<b>744.3</b>	<b>17.3%</b>	<b>45.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>45.9%</b>	<b>30.5%</b>	<b>41.4%</b>	<b>(4.4pp)</b>	<b>11.0pp</b>
<b>UPA</b>	<b>2.115</b>	<b>1.711</b>	<b>2.481</b>	<b>17.3%</b>	<b>45.0%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>3,031.3</b>	<b>3,903.9</b>	<b>4,744.9</b>	56.5%	21.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,603.4	2,855.4	3,704.7	131.1%	29.7%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>18,787.9</b>	<b>20,020.6</b>	<b>20,218.5</b>	7.6%	1.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	322.7	322.6	321.9	-0.3%	-0.2%
Activos Intangibles (Neto)	15,700.8	16,509.4	16,549.1	5.4%	0.2%
<b>Activo Total</b>	<b>21,819.1</b>	<b>23,924.5</b>	<b>24,963.4</b>	<b>14.4%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>466.4</b>	<b>401.6</b>	<b>548.5</b>	<b>17.6%</b>	<b>36.6%</b>
Deuda de Corto Plazo	18.2	29.9	8.2	-54.9%	-72.6%
Proveedores	11.5	13.1	21.9	90.1%	67.4%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>4,437.4</b>	<b>4,771.8</b>	<b>4,861.4</b>	<b>9.6%</b>	<b>1.9%</b>
Deuda de Largo Plazo	2,793.6	3,157.4	3,270.4	17.1%	3.6%
<b>Pasivo Total</b>	<b>4,903.8</b>	<b>5,173.4</b>	<b>5,409.9</b>	<b>10.3%</b>	<b>4.6%</b>
Capital Contable	16,915.3	18,751.1	19,553.4	15.6%	4.3%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>16,915.3</b>	<b>18,751.1</b>	<b>19,553.4</b>	<b>15.6%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>21,819.1</b>	<b>23,924.5</b>	<b>24,963.4</b>	<b>14.4%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,208.4</b>	<b>331.9</b>	<b>(426.0)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	931.1	3,566.1	1,146.7		
Flujos generado en la Operación	(568.0)	(918.7)	(180.9)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(13.8)	(1,034.9)	(116.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(5.6)	(16.7)	0.0		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>343.8</b>	<b>1,595.8</b>	<b>849.3</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## AXTEL CPO (Compra, PO 2015 \$6.25) Sube Ebitda por menores costos de interconexión

Manuel Jiménez Zaldivar  
30 de abril de 2015

**Menores tarifas de interconexión compensaron erosión en los ingresos.** Los resultados de Axtel fueron en línea con las expectativas. Con la eliminación del cobro de larga distancia, la empresa registró una fuerte caída en sus ingresos para alcanzar P\$2,416m (-18.7% A/A). Esto fue compensado por menores costos de interconexión como parte de la nueva regulación. Así, Axtel reportó un EBITDA ajustado de P\$783m (+7.5% A/A) y un incremento en el margen Ebitda de 7.9pp (32.4%). Además, Axtel registró un ingreso extraordinario de P\$950m como parte de un acuerdo con Amx y Iusacell para terminar diversas disputas en materia de interconexión.

**Guía 2015.** Axtel estima para 2015 ingresos por P\$10,600m y un margen de EBITDA de 30%. La guía es un poco más optimista a nivel de ingresos que nuestro escenario base.

**Desconexiones impactan la base de UGIs.** Axtel finalizó el trimestre con una base de 1.5m de UGIs (-3.5% A/A), perdió 46 mil unidades como resultado de 31 mil desconexiones en líneas de voz y 20 mil en accesos de internet y que fue parcialmente compensado con 5 mil adiciones en el servicio de TV de Paga. La empresa reportó una caída de 4% en el tráfico de llamadas pero esto fue compensado por un alza de 26% en las llamadas a celular, como parte de la reclasificación de llamadas con el prefijo 045.

**Ingresos fueron presionados por diversos factores.** Las rentas disminuyeron -6% A/A por menos UGIs en servicio, los servicios de voz cayeron 33% (debido a cambios a la regulación del cobro de LD), las ventas de servicios integrados y de equipo se redujeron 29% (por una base comparativa muy difícil) y Los ingresos por la terminación de tráfico internacional presentaron una caída de 61%.

**Fuerte reducción en los costos por interconexión.** Los costos de operación de la red disminuyeron 57%.

### AXTEL – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	2,971	2,416	-18.7%	2,692	-10.3%
Utilidad de Operación	-148	818	N.A.	819	-0.1%
Ebitda	728	783	7.5%	813	-3.6%
Utilidad Neta	-260	176	N.A.	196	-10.3%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	-5.0%	33.9%	38.8pp	30.4%	3.4pp
Margen Ebitda	24.5%	32.4%	7.9pp	30.2%	2.2pp
UPA	-\$0.206	\$0.134	N.A.	\$0.152	-11.3%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,970.8</b>	<b>2,382.5</b>	<b>2,416.1</b>	<b>-18.7%</b>	<b>1.4%</b>
Costo de Ventas	1,119.2	504.9	482.9	-56.9%	-4.3%
Utilidad Bruta	1,851.6	1,877.7	1,933.2	4.4%	3.0%
Gastos Generales	1,976.7	2,008.9	1,845.7	-6.6%	-8.1%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>(147.6)</b>	<b>(153.5)</b>	<b>817.9</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>33.9%</b>	<b>38.8pp</b>	<b>40.3pp</b>
Depreciación Operativa	853.6	917.7	695.9	-18.5%	-24.2%
<b>EBITDA</b>	<b>728.5</b>	<b>786.5</b>	<b>783.5</b>	<b>7.5%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>24.5%</b>	<b>33.0%</b>	<b>32.4%</b>	<b>7.9pp</b>	<b>(0.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(194.2)</b>	<b>(1,122.2)</b>	<b>(564.7)</b>	<b>190.8%</b>	<b>-49.7%</b>
Intereses Pagados	197.2	279.6	292.3	48.2%	4.5%
Intereses Ganados	4.3	5.0	9.8	128.3%	95.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(3.5)	(13.3)	26.2	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	2.2	(834.3)	(308.4)	N.A.	-63.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas		(0.2)		N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>(341.7)</b>	<b>(1,275.8)</b>	<b>253.2</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	(81.8)	(247.8)	77.1	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>(259.9)</b>	<b>(1,028.0)</b>	<b>176.2</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(259.9)</b>	<b>(1,028.0)</b>	<b>176.2</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-43.1%</b>	<b>7.3%</b>	<b>16.0pp</b>	<b>50.4pp</b>
<b>UPA</b>	<b>(0.206)</b>	<b>(0.794)</b>	<b>0.134</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>5,108.1</b>	<b>5,804.4</b>	<b>6,490.8</b>	27.1%	11.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	828.0	2,697.8	3,222.6	289.2%	19.5%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>14,847.3</b>	<b>15,180.7</b>	<b>15,398.9</b>	3.7%	1.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,989.3	12,961.5	13,242.1	1.9%	2.2%
Activos Intangibles (Neto)	211.2	174.0	161.7	-23.4%	-7.0%
<b>Activo Total</b>	<b>19,955.4</b>	<b>20,985.1</b>	<b>21,889.7</b>	<b>9.7%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>4,648.2</b>	<b>4,311.9</b>	<b>4,426.2</b>	<b>-4.8%</b>	<b>2.7%</b>
Deuda de Corto Plazo	396.8	350.6	492.5	24.1%	40.5%
Proveedores	3,237.5	2,347.3	2,566.8	-20.7%	9.3%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>8,021.9</b>	<b>10,967.5</b>	<b>11,545.7</b>	<b>43.9%</b>	<b>5.3%</b>
Deuda de Largo Plazo	7,556.7	10,645.4	11,224.6	48.5%	5.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>12,670.1</b>	<b>15,279.4</b>	<b>15,971.9</b>	<b>26.1%</b>	<b>4.5%</b>
Capital Contable	7,285.3	5,705.7	5,917.8	-18.8%	3.7%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>7,285.3</b>	<b>5,705.7</b>	<b>5,917.8</b>	<b>-18.8%</b>	<b>3.7%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>19,955.4</b>	<b>20,985.1</b>	<b>21,889.7</b>	<b>9.7%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>7,125.5</b>	<b>8,298.2</b>	<b>8,494.6</b>	<b>19.2%</b>	<b>2.4%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	747.6	814.3	1,570.3		
Flujos generado en la Operación	(359.5)	456.5	(41.6)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(634.2)	(778.6)	(454.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(222.5)	(198.3)	(583.9)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(468.6)</b>	<b>293.9</b>	<b>489.8</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## AZTECA CPO (Venta, PO 2015 \$5.25) Otra fuerte caída en rentabilidad

Manuel Jiménez Zaldivar  
21 de abril de 2015

**Sorprenden negativamente los débiles resultados del 1T15.** Un crecimiento marginal en los ingresos consolidados y una caída de 27.6% en el EBITDA, debido una desaceleración de las ventas de publicidad en México y EE.UU., así como mayores costos operativos relacionados con el arranque de las operaciones en Colombia, afectaron el desempeño de la empresa. AZTECA reportó una pérdida cambiaria de P\$260m y mayores intereses pagados, así como una consecuente pérdida neta de P\$676m.

**Recortamos nuestras proyecciones, PO 2015 y recomendación.** Hemos incorporado los resultados de Azteca en nuestros estimados y asumimos un escenario de presión en los costos en 2015, por lo que ahora esperamos una reducción de 13.5% en el EBITDA vs 2014. Con este nuevo estimado, calculamos un PO 2015 de P\$5.25 y cambiamos la recomendación de Mantener a VENTA.

**Debilidad en las ventas domésticas de publicidad.** Los ingresos consolidados crecieron 0.2% A/A (P\$2,545m), que al desglosarse muestran: 1) caída de 4.9% A/A en la venta de publicidad en México vs +2.5%e, 2) Azteca America, creció de 5.6% (en dólares los ingresos cayeron 8.2%), 3) las ventas de contenido a otros países aumentaron 120% A/A (P\$58m) y 4) los ingresos de Colombia Comunicaciones ascendieron a P\$72m (2.8% de las ventas consolidadas) vs P\$9m en 1T14.

**Colombia Comunicaciones impacta al costo de ventas.** El costo de ventas creció 9.8% A/A (70% de los ingresos vs 63.8% en 1T14) debido a mayores gastos en Colombia, repercutiendo en el margen bruto. Creemos que el impacto se repetirá durante 2015.

**Azteca reportó una caída de 5.8pp en el margen de EBITDA.** La empresa reportó un EBITDA de P\$382m (-27.6% A/A), por lo que el margen EBITDA cayó a 15% vs 20.8% debido a la consolidación del Atlas y mayores gastos en Colombia.

### AZTECA – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,541	2,545	0.2%	2,703	-5.8%
Utilidad de Operación	296	110	-62.7%	394	-72.0%
Ebitda	528	382	-27.6%	658	-42.0%
Utilidad Neta	-178	-676	280.3%	-66	>500%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	11.7%	4.3%	-7.3pp	14.6%	-10.2pp
Margen Ebitda	20.8%	15.0%	-5.8pp	24.3%	-9.3pp
UPA	-\$0.059	-\$0.226	280.6%	-\$0.022	>500%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,540.6</b>	<b>3,800.5</b>	<b>2,545.4</b>	<b>0.2%</b>	<b>-33.0%</b>
Costo de Ventas	1,759.0	2,194.9	1,927.9	9.6%	-12.2%
Utilidad Bruta	781.6	1,605.6	617.5	-21.0%	-61.5%
Gastos Generales	424.4	476.4	413.8	-2.5%	-13.1%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>296.3</b>	<b>995.0</b>	<b>110.5</b>	<b>-62.7%</b>	<b>-88.9%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>11.7%</b>	<b>26.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>(7.3pp)</b>	<b>(21.8pp)</b>
Depreciación Operativa	170.6	170.2	178.2	4.5%	4.7%
<b>EBITDA</b>	<b>527.8</b>	<b>1,299.4</b>	<b>381.9</b>	<b>-27.6%</b>	<b>-70.6%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>20.8%</b>	<b>34.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>(5.8pp)</b>	<b>(19.2pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(243.7)</b>	<b>(758.6)</b>	<b>(537.8)</b>	<b>120.7%</b>	<b>-29.1%</b>
Intereses Pagados	253.6	278.8	297.2	17.2%	6.6%
Intereses Ganados	36.8	25.5	33.0	-10.2%	29.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(21.5)	(19.5)	(13.2)	-38.5%	-32.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(5.4)	(485.9)	(260.4)	>500%	-46.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	11.7	6.1	4.5	-61.6%	-26.3%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>64.3</b>	<b>242.5</b>	<b>(422.8)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	246.1	69.4	258.3	5.0%	272.0%
Operaciones Discontinuadas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>(181.8)</b>	<b>173.0</b>	<b>(681.1)</b>	<b>274.6%</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria	(4.1)	2.7	(5.3)	28.3%	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(177.7)</b>	<b>170.3</b>	<b>(675.8)</b>	<b>280.3%</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-7.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>-26.6%</b>	<b>(19.6pp)</b>	<b>(31.0pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>(0.059)</b>	<b>0.057</b>	<b>(0.226)</b>	<b>280.6%</b>	<b>N.A.</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>16,609.7</b>	<b>15,473.0</b>	<b>17,794.9</b>	<b>7.1%</b>	<b>15.0%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	6,121.1	6,527.2	6,425.3	5.0%	-1.6%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>21,477.1</b>	<b>21,878.5</b>	<b>21,762.0</b>	<b>1.3%</b>	<b>-0.5%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,599.2	3,627.4	3,879.2	7.8%	6.9%
Activos Intangibles (Neto)	7,759.7	9,322.7	9,431.5	21.5%	1.2%
<b>Activo Total</b>	<b>38,086.8</b>	<b>37,351.6</b>	<b>39,556.9</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.9%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>10,456.8</b>	<b>9,399.8</b>	<b>11,767.8</b>	<b>12.5%</b>	<b>25.2%</b>
Deuda de Corto Plazo		1,105.6	1,144.9	N.A.	3.5%
Proveedores	82.0	243.9	141.2	72.2%	-42.1%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>15,561.4</b>	<b>15,865.3</b>	<b>16,337.7</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.0%</b>
Deuda de Largo Plazo	11,396.4	12,934.0	13,411.3	17.7%	3.7%
<b>Pasivo Total</b>	<b>26,018.2</b>	<b>25,265.1</b>	<b>28,105.5</b>	<b>8.0%</b>	<b>11.2%</b>
Capital Contable	12,068.6	12,086.5	11,451.4	-5.1%	-5.3%
Participación Minoritaria	(4.1)	2.7	(5.3)	28.3%	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>12,008.7</b>	<b>12,031.7</b>	<b>11,401.9</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-5.2%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>38,086.8</b>	<b>37,351.6</b>	<b>39,556.9</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.9%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>5,275.4</b>	<b>7,512.4</b>	<b>8,130.9</b>	<b>54.1%</b>	<b>8.2%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	520.5	108.8	482.2		
Flujos generado en la Operación	1,855.8	998.8	98.0		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(724.6)	(955.6)	(317.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(165.3)	(163.2)	(352.3)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,486.3</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(89.0)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**BIMBO A (Mantener PO 2015 P\$48.00)  
¡Adquisiciones motor de crecimiento!**

Marisol Huerta Mondragón  
23 de Abril de 2015

**Crece utilidad neta al doble de lo esperado.**

Bimbo presentó cifras positivas, con crecimientos de doble dígito en cada uno de sus rubros impulsados por las adquisiciones realizadas en los últimos doce meses. La utilidad neta creció +111%, superando lo esperado por el mercado (+58.3% infosel). Derivado de lo anterior estimamos un impacto positivo en el precio de la acción.

**Adquisiciones impulsan resultados.** Los ingresos consolidados crecieron 19.9% A/A impulsados por la adquisición de Canada Bread que contribuyó para que los resultados de EE.UU. crecieran 35.4% A/A y los de Europa (+23.0%). En México (+6.35) los ingresos mostraron recuperación del mercado. En Latinoamérica resultados positivos pese al impacto cambiario.

**Eficiencia en gastos, motiva rentabilidad.**

El margen bruto consolidado se mantuvo estable: Los gastos fueron menores como resultado de mayores eficiencias y de las sinergias alcanzadas en EE.UU. derivado de lo anterior el EBITDA creció 43.0% y el margen se expandió 140pb. Finalmente una tasa impositiva menor en 5.2pp derivó en un mayor crecimiento en la utilidad neta.

**Reiteramos PO2015 de BIMBO a Ps48.00.** A ese precio el múltiplo FV/EBITDA 2015E se ubica en 14.7x en línea con el promedio de la emisora últimos 12m, pero con un premio de 7% respecto al múltiplo actual de 14.0x y en línea con el múltiplo del sector de alimentos en México de 14.1x. Que se justifica con base al crecimiento que esperamos tendrá el EBITDA en 2015, derivado principalmente de las adquisiciones en Canadá. Bajo el último precio de la emisora de P\$43.19, el rendimiento esperado es de 11.1% vs 8.8% del IPC, con lo que nuestra recomendación se ubica en MANTENER.

**BIMBO – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15e	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	41,558	49,843	19.9%	50,465	-1.2%
Utilidad de Operación	1,537	2,575	67.6%	2,024	27.2%
Ebitda	2,955	4,227	43.1%	4,493	-5.9%
Utilidad Neta	430	907	111.0%	939	-3.4%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	3.7%	5.2%	1.5pp	4.0%	1.2pp
Margen Ebitda	7.1%	8.5%	1.4pp	8.9%	-0.4pp
UPA	\$0.091	\$0.193	111.0%	\$0.319	-39.6%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año Trimestre	2014 1	2014 4	2015 1	Variación % A/A	Variación % T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>41,558.4</b>	<b>51,122.0</b>	<b>49,843.1</b>	<b>19.9%</b>	<b>-2.5%</b>
Costo de Ventas	19,559.3	24,460.2	23,513.9	20.2%	-3.9%
Utilidad Bruta	21,999.1	26,661.9	26,329.1	19.7%	-1.2%
Gastos Generales	19,774.3	21,811.3	23,248.6	17.6%	6.6%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>1,537.1</b>	<b>1,556.1</b>	<b>2,575.4</b>	<b>67.6%</b>	<b>65.5%</b>
Margen Operativo	3.7%	3.0%	5.2%	1.5pp	2.1pp
Depreciación Operativa	1,367.2	1,629.1	1,627.5	19.0%	-0.1%
<b>EBITDA</b>	<b>2,954.9</b>	<b>5,300.4</b>	<b>4,227.2</b>	<b>43.1%</b>	<b>-20.2%</b>
Margen EBITDA	7.1%	10.4%	8.5%	1.4pp	(1.9pp)
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(627.6)</b>	<b>(1,103.9)</b>	<b>(960.5)</b>	<b>53.1%</b>	<b>-13.0%</b>
Intereses Pagados	741.9	1,124.7	1,056.3	42.4%	-6.1%
Intereses Ganados	67.1	80.6	49.8	-25.7%	-38.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	15.1	10.1	10.8	-27.9%	6.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	32.2	(70.0)	35.1	9.0%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(9.9)	(25.2)	(7.7)	-22.5%	-69.4%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>899.6</b>	<b>427.0</b>	<b>1,607.2</b>	<b>78.7%</b>	<b>276.4%</b>
Provisión para Impuestos	366.5	513.3	570.7	55.7%	11.2%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>533.1</b>	<b>(86.3)</b>	<b>1,036.5</b>	<b>94.4%</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria	103.3	144.3	129.6	25.5%	-10.1%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>429.8</b>	<b>(230.6)</b>	<b>906.9</b>	<b>111.0%</b>	<b>N.A.</b>
Margen Neto	1.0%	-0.5%	1.8%	0.8pp	2.3pp
UPA	0.091	(0.049)	0.193	111.0%	N.A.

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>25,092.9</b>	<b>27,777.9</b>	<b>27,891.3</b>	11.2%	0.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,578.8	2,571.2	2,253.6	-37.0%	-12.4%
Activos No Circulantes	109,256.0	149,341.8	151,612.3	38.8%	1.5%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>42,185.9</b>	<b>52,472.1</b>	<b>52,365.5</b>	24.1%	-0.2%
Activos Intangibles (Neto)	56,937.8	82,513.4	83,399.8	46.5%	1.1%
<b>Activo Total</b>	<b>134,348.9</b>	<b>177,119.7</b>	<b>179,503.7</b>	<b>33.6%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>32,289.6</b>	<b>32,284.6</b>	<b>33,070.5</b>	2.4%	2.4%
Deuda de Corto Plazo	5,945.6	1,789.3	3,297.6	-44.5%	84.3%
Proveedores	9,429.1	12,654.6	10,676.7	13.2%	-15.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>53,285.1</b>	<b>92,022.3</b>	<b>94,398.2</b>	77.2%	2.6%
Deuda de Largo Plazo	37,850.7	62,203.8	64,813.4	71.2%	4.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>85,574.7</b>	<b>124,306.9</b>	<b>127,468.7</b>	<b>49.0%</b>	<b>2.5%</b>
Capital Contable	48,774.1	52,812.8	52,034.9	6.7%	-1.5%
Participación Minoritaria	103.3	144.3	129.6	25.5%	-10.1%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>46,558.2</b>	<b>50,710.9</b>	<b>49,275.0</b>	<b>5.8%</b>	<b>-2.8%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>134,348.9</b>	<b>177,119.7</b>	<b>179,503.7</b>	<b>33.6%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>34,271.8</b>	<b>59,632.6</b>	<b>62,559.8</b>	82.5%	4.9%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,933.8	4,762.1	4,227.2		
Flujos generado en la Operación	2,119.1	(20.4)	(3,009.3)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,022.7)	(2,986.8)	(2,836.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,083.6)	(2,731.6)	612.7		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>946.6</b>	<b>(976.8)</b>	<b>(1,005.4)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**CEMEX CPO (Compra, PO 2015 \$19.00)  
EE.UU. y México siguen impulsando al Ebitda**

*José Itzamna Espitia Hernández*  
23 de abril de 2015

Cemex reportó sus resultados al 1T15 con un decremento en Ventas (en dls.) de 5.3% y aumentos en Utilidad Operativa de 46.5% y en Ebitda de 6.3%, ubicándose en US\$3,400m, US\$337m y US\$569m. Se registró una Pérdida Neta Mayoritaria de US\$149m (vs. pérdida de US\$293m en el 1T14). Las Ventas fueron por debajo de nuestro estimado, la Utilidad Operativa por arriba y el Ebitda en línea. Alzas de volúmenes en la mayoría de las regiones se vieron más que compensadas por la afectación en los precios de los productos en dólares ante las fluctuaciones en las tasas de cambio respecto al dólar. El volumen de cemento total creció 4%, concreto 1% y el de agregados bajó 7%. La estrategia de precios que Cemex ha buscado ha tenido éxito (moneda local) en la mayoría de sus regiones: en México se logra una mejora en promedio de 7%, en EE.UU. de 6%, en Norte de Europa de 5%, en Mediterráneo de 4% y sin variación en Sudamérica. Asia presentó una baja de 3%.

**El Ebitda registró un aumento de 6.3% vs. 1T14, colocándose en US\$569m. Con lo anterior el margen Ebitda fue de 16.7%, subiendo 1.8pp vs. 1T14.** EE.UU. (región clave en el proceso de mejora continua operativa) continúa teniendo un fuerte crecimiento (Ventas +10% y Ebitda +129%) mejorando su rentabilidad (se ubicó en 7.4%), México mostró resultados positivos (+4% y +4%), también Asia (+13% y +43%) y Norte de Europa (-23% y +180%). En contraparte, Mediterráneo tuvo caídas (-9% Ventas, -11% Ebitda) y Sudamérica se vio afectado por una base comparativa difícil en el 1T14 y por una baja en su participación de mercado por incremento de precios (-13% y -21%).

**Cemex registró una Pérdida Neta Mayoritaria en el 1T15 de US\$149m, en comparación con la pérdida reportada en el 1T14 de US\$293m.**

**Aumenta la Deuda Neta 2.1% vs. 4T14, pero mejora el indicador de apalancamiento.**

**CEMEX – Resultados 1T15**  
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	47,468	51,236	7.9%	54,425	-5.9%
Utilidad de Operación	3,039	5,073	67.0%	3,954	28.3%
Ebitda	7,072	8,568	21.1%	8,333	2.8%
Utilidad Neta	-3,872	-2,241	-42.1%	-2,681	-16.4%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	6.4%	9.9%	3.5pp	7.3%	2.6pp
Margen Ebitda	14.9%	16.7%	1.8pp	15.3%	1.4pp
UPA	-\$0.331	-\$0.180	-45.8%	-\$0.029	>500%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>47,468.4</b>	<b>53,920.2</b>	<b>51,236.1</b>	<b>7.9%</b>	<b>-5.0%</b>
Costo de Ventas	34,436.2	35,481.9	35,673.4	3.6%	0.5%
Utilidad Bruta	13,032.2	18,438.3	15,562.7	19.4%	-15.6%
Gastos Generales	9,993.7	16,508.6	10,489.5	5.0%	-36.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>3,038.5</b>	<b>1,929.7</b>	<b>5,073.2</b>	<b>67.0%</b>	<b>162.9%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>6.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>9.9%</b>	<b>3.5pp</b>	<b>6.3pp</b>
Depreciación Operativa	3,533.3	3,626.1	3,514.5	-0.5%	-3.1%
<b>EBITDA</b>	<b>7,072.4</b>	<b>9,853.1</b>	<b>8,567.8</b>	<b>21.1%</b>	<b>-13.0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>14.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>16.7%</b>	<b>1.8pp</b>	<b>(1.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(5,253.2)</b>	<b>(5,432.4)</b>	<b>(5,315.6)</b>	<b>1.2%</b>	<b>-2.1%</b>
Intereses Pagados	4,150.0	3,882.0	4,134.6	-0.4%	6.5%
Intereses Ganados	36.2	48.8	22.7	-37.3%	-53.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(798.9)	(3,729.7)	(2,091.0)	161.7%	-43.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(340.5)	2,130.5	887.4	N.A.	-58.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(4.7)	106.5	(222.7)	>500%	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>(2,219.4)</b>	<b>(3,396.2)</b>	<b>(465.1)</b>	<b>-79.0%</b>	<b>-86.3%</b>
Provisión para Impuestos	1,433.8	(940.2)	1,541.8	7.5%	N.A.
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>(3,653.2)</b>	<b>(2,455.9)</b>	<b>(2,006.8)</b>	<b>-45.1%</b>	<b>-18.3%</b>
Participación Minoritaria	218.5	41.8	234.5	7.3%	461.4%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(3,871.8)</b>	<b>(2,497.7)</b>	<b>(2,241.4)</b>	<b>-42.1%</b>	<b>-10.3%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-8.2%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>3.8pp</b>	<b>0.3pp</b>
<b>UPA</b>	<b>(0.331)</b>	<b>(0.201)</b>	<b>(0.180)</b>	<b>-45.8%</b>	<b>-10.6%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>67,965.6</b>	<b>70,957.6</b>	<b>74,737.3</b>	10.0%	5.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11,028.7	12,589.4	14,336.1	30.0%	13.9%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>426,303.8</b>	<b>444,003.3</b>	<b>450,925.0</b>	5.8%	1.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	203,560.7	202,928.3	204,179.0	0.3%	0.6%
Activos Intangibles (Neto)	174,831.5	193,483.9	199,452.4	14.1%	3.1%
<b>Activo Total</b>	<b>494,269.3</b>	<b>514,960.9</b>	<b>525,662.3</b>	<b>6.4%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>69,345.7</b>	<b>80,224.6</b>	<b>89,971.4</b>	<b>29.7%</b>	<b>12.1%</b>
Deuda de Corto Plazo	14,045.5	17,750.7	29,689.4	111.4%	67.3%
Proveedores	21,819.7	24,271.5	24,070.0	10.3%	-0.8%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>275,475.1</b>	<b>286,565.0</b>	<b>289,644.9</b>	<b>5.1%</b>	<b>1.1%</b>
Deuda de Largo Plazo	203,963.6	215,516.3	218,447.3	7.1%	1.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>344,820.8</b>	<b>366,789.6</b>	<b>379,616.3</b>	<b>10.1%</b>	<b>3.5%</b>
Capital Contable	149,448.5	148,171.3	146,046.0	-2.3%	-1.4%
Participación Minoritaria	15,178.1	17,068.0	17,383.3	14.5%	1.8%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>134,270.4</b>	<b>131,103.4</b>	<b>128,662.7</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-1.9%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>494,269.3</b>	<b>514,960.9</b>	<b>525,662.3</b>	<b>6.4%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>206,980.4</b>	<b>220,677.7</b>	<b>233,701.9</b>	<b>12.9%</b>	<b>5.9%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	6,844.9	34,970.5	9,114.2		
Flujos generado en la Operación	(6,218.0)	(6,134.3)	(6,954.5)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,393.2)	(7,790.4)	(4,050.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,381.5)	(23,632.9)	3,637.5		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(4,147.8)</b>	<b>(2,587.1)</b>	<b>1,746.7</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**CREAL \* (Mantener, PO 2015 \$42.00)**  
**Confirma crecimiento modesto a nivel neto**

Marissa Garza Ostos  
 22 de abril de 2015

**Creal confirma un aumento modesto a nivel neto, pero mantiene un sano ritmo de crecimiento en cartera.** Los resultados de la compañía estuvieron en línea con nuestras expectativas. En el 1T15 se registró una utilidad neta por P\$327 millones (vs. nuestro estimado de P\$324m) representando un incremento de apenas el 3.9% A/A. Es importante mencionar que en el 1T14 se registró un ingreso no recurrente por P\$43.5 millones debido a la cancelación de un derivado de cobertura, por lo que si excluimos dicho ingreso la utilidad neta se hubiese incrementado en 20.8% A/A. El ritmo de crecimiento en la cartera de créditos siguió siendo sano, al haber mostrado un aumento del 27.8% vs. 1T14 y ubicarse en P\$13,964.3 millones. Esto se vio impulsado por el buen desempeño en prácticamente todos los segmentos de negocio de la compañía, con excepción de la cartera de consumo. La diversificación de negocios en la que se ha enfocado Creal le ha permitido un desempeño muy favorable.

**Sólido crecimiento en el Margen Financiero.** Aunado al favorable desempeño en la cartera de créditos, la consolidación de Kondinero impulsó el aumento del 21.0% en el Margen Financiero a P\$718 millones, Si excluimos el ingreso no recurrente por P\$43.5 millones relacionado con la cancelación de un derivado de cobertura, el Margen Financiero se hubiese incrementado en 35.4% A/A, en línea con el crecimiento en cartera.

**Bajamos nuestra recomendación a MANTENER.** A pesar de que los resultados de la compañía sustentan que las perspectivas son favorables, consideramos que buena parte de ellas ya se encuentran reflejadas en las valuaciones actuales. A precios actuales y al incorporar los resultados del trimestre, los múltiplos P/U y P/VL se ubican en 12.2x y 2.7x, respectivamente. Por lo anterior estamos bajando nuestra recomendación desde COMPRA a MANTENER.

**CREAL – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	799	943	18.0%	988	-4.6%
Margen Financiero	594	718	21.0%	761	-5.6%
Utilidad de Operación	388	393	1.3%	394	-0.2%
Utilidad Neta	314	327	3.9%	324	0.8%
<b>Márgenes</b>					
ROE	23.6%	22.0%	-1.6pp	21.9%	0.1pp
MIN	15.9%	16.0%	0.1pp	16.1%	-0.1pp
CV/CT	1.5%	2.2%	0.7pp	1.9%	0.3pp
Provisiones/CV	135.6%	143.7%	8.1pp	162.8%	-19.1pp

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Activo Total</b>	<b>16,912.5</b>	<b>19,915.5</b>	<b>20,551.6</b>	<b>21.5%</b>	<b>3.2%</b>
Disponibilidades e Instr Finan	2,227.4	2,255.2	2,046.0	-8.1%	-9.3%
Cartera de Crédito Neta	11,094.7	13,804.9	14,280.3	28.7%	3.4%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-225.7	-420.1	-454.3	101.3%	8.1%
<b>Cartera de Crédito Vigente</b>	<b>10,928.3</b>	<b>13,544.3</b>	<b>13,964.3</b>	<b>27.8%</b>	<b>3.1%</b>
<b>Cartera Vencida</b>	<b>166.4</b>	<b>260.6</b>	<b>316.0</b>	<b>89.9%</b>	<b>21.3%</b>
Otras Cuentas por Cobrar	2,351.9	1,156.2	1,624.0	-31.0%	40.5%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	26.4	85.5	75.9	187.2%	-11.2%
Inversiones Permanentes	781.9	859.0	827.1	0.1	-3.7%
Impuestos y PTU Diferidos				N.A.	N.A.
Otros Activos	655.9	2,174.8	2,152.5	228.2%	-1.0%
<b>Pasivo Total</b>	<b>12,254.6</b>	<b>14,558.3</b>	<b>14,892.1</b>	<b>21.5%</b>	<b>2.3%</b>
Pasivos Bursátiles	7,203.6	9,132.9	9,567.4	32.8%	4.8%
Préstamos Bancarios	4,094.0	4,261.0	3,835.1	-6.3%	-10.0%
Otras cuentas por Pagar	350.1	398.2	638.3	82.4%	60.3%
<b>Capital Contable</b>	<b>4,657.9</b>	<b>5,357.2</b>	<b>5,659.5</b>	<b>21.5%</b>	<b>5.6%</b>
Participación Minoritaria	5.3	14.5	6.1	14.6%	-58.0%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>4,652.6</b>	<b>5,342.7</b>	<b>5,653.4</b>	<b>21.5%</b>	<b>5.8%</b>

**Estado de Resultados (Millones)**

<b>Ingresos Financieros</b>	<b>799.4</b>	<b>995.3</b>	<b>943.0</b>	18.0%	-5.3%
Gastos Financieros	(205.8)	(218.7)	(224.6)	9.1%	2.7%
<b>Margen Financiero</b>	<b>593.6</b>	<b>776.6</b>	<b>718.4</b>	<b>21.0%</b>	<b>-7.5%</b>
Estim Preventiva p Riesgos Cred	(70.7)	(91.0)	(77.6)	9.8%	-14.7%
<b>Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred</b>	<b>522.9</b>	<b>685.6</b>	<b>640.8</b>	<b>22.5%</b>	<b>-6.5%</b>
Comisiones Netas	15.7	29.7	23.0	46.7%	-22.5%
Resultado pr Intermediación				N.A.	N.A.
Gastos Operativos	(125.7)	(241.5)	(237.2)	88.7%	-1.8%
Utilidad de Operación	388.2	416.7	393.1	1.3%	-5.6%
Impuestos	94.3	91.5	84.9	-10.0%	-7.3%
Subsidiarias	20.5	26.1	15.6	-23.5%	-40.0%
Participación Minoritaria		(5.9)	2.8	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>314.4</b>	<b>345.3</b>	<b>326.7</b>	<b>3.9%</b>	<b>-5.4%</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**CULTIBA B (Mantener, PO 2015 \$20.50)**  
**Reporte positivo a nivel operativo.**

Marisol Huerta Mondragón  
 28-Abril de 2015

**Bebidas carbonatadas reflejan recuperación.**

**CULTIBA** reportó cifras positivas con crecimiento de 3.0% en ingresos y de 63.2% en EBITDA. Los ingresos durante el 1T15 sumaron P\$7,834m. Las ventas registraron una recuperación del volumen de bebidas carbonatadas mismo que avanzó 4.8% A/A y compensó a baja de 4.5% de garrafón, afectado por mal clima y rebalanceo en rutas. A nivel operativo, el EBITDA consolidado sumó P\$630m con un margen de 8.0% un avance de 290pb. Lo anterior se atribuye a menores costos y a los beneficios del programa de ahorros implementado en la división de bebidas en 2014. Cultiba reportó una pérdida neta de P\$130m, resultado de mayores pérdidas cambiarias, mayores impuestos y cargos no monetarios relacionados con el ingenio Benito Juárez.

**Reiteramos PO 2015 y recomendación.**

Creemos que el desempeño positivo observado a nivel operativo ya se encuentra descontado por el mercado. Reiteramos nuestras perspectivas para Cultiba. Nuestras expectativas contemplan un crecimiento en ingresos de 7.0%. Estimamos que el volumen presente un crecimiento de 3.2% de forma consolidada a lo que sumamos un avance en precios de los productos en línea con la inflación (+3.5%e). Consideramos que los principales catalizadores que impulsarían un mejor desempeño en volúmenes se relacionan con los siguientes puntos: a) bases bajas de comparación, en 2014 el volumen del segmento de bebidas creció 0.4%; b) nuevos canales de distribución; c) extensiones de línea, Jarritos y Barrilitos estarán lanzando nueva imagen, Gatorade tiene extensiones de línea y el lanzamiento de Seven up limonada; y d) mejor arquitectura en precios y en empaque. La empresa cuenta ya con una oferta de empaques y precios que le permiten tener una gran variedad de alternativas para el consumidor.

**CULTIBA – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var E
Ventas	7,603	7,834	3.0%	8,305	-
Utilidad de Operación	-163	35	N.A.	-39	-19
Ebitda	386	630	78.3%	494	2
Utilidad Neta	-193	-130	NA	-109	-
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	-2.1%	0.5%	2.6pp	-0.5%	-
Margen Ebitda	4.7%	8.2%	3.5pp	5.9%	-
UPA	<b>-\$0.269</b>	<b>-\$0.182</b>	na	<b>-\$0.067</b>	-1

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% A/A
<b>Ventas Netas</b>	<b>7,602.7</b>	<b>8,125.6</b>	<b>7,833.4</b>	<b>3.0%</b>	-
Costo de Ventas	4,462.3	4,942.6	4,487.0	0.6%	-
Utilidad Bruta	3,140.4	3,183.0	3,346.4	6.6%	-
Gastos Generales	3,303.3	3,151.0	3,311.0	0.2%	-
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>(162.9)</b>	<b>32.0</b>	<b>35.4</b>	<b>N.A.</b>	1
<b>Margen Operativo</b>	<b>-2.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.6pp</b>	0
Depreciación Operativa	622.8	575.4	661.2	6.2%	1
<b>EBITDA</b>	<b>360.0</b>	<b>637.9</b>	<b>641.7</b>	<b>78.3%</b>	-
Margen EBITDA	0.0	0.1	0.1	3.5pp	0
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(68.1)</b>	<b>(266.9)</b>	<b>(131.1)</b>	<b>92.7%</b>	-5
Intereses Pagados	73.8	46.6	42.3	-42.7%	-
Intereses Ganados	8.1	4.4	4.1	-49.3%	-
Otros Productos (Gastos) Financieros	5.8	(0.5)	(1.4)	N.A.	17
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(8.2)	(224.2)	(91.6)	>500%	-5
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(34.7)	(15.6)	(36.1)	4.0%	13
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>(269.8)</b>	<b>(1,828.2)</b>	<b>(115.4)</b>	<b>-57.2%</b>	-9
Provisión para Impuestos	44.4	(158.4)	76.2	71.8%	-
Operaciones Discontinuas					-8
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>(314.1)</b>	<b>(1,669.8)</b>	<b>(191.6)</b>	<b>-39.0%</b>	-8
Participación Minoritaria	(121.2)	58.1	(61.3)	-49.4%	-
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(192.9)</b>	<b>(1,727.9)</b>	<b>(130.3)</b>	<b>-32.5%</b>	-9
<b>Margen Neto</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-21.3%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>0.9pp</b>	1
<b>UPA</b>	<b>(0.269)</b>	<b>(2.408)</b>	<b>(0.182)</b>	<b>-32.5%</b>	-9

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>9,312.5</b>	<b>6,731.4</b>	<b>6,761.9</b>	<b>-27.4%</b>	-3
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	981.4	403.5	272.6	-72.2%	-3
Activos No Circulantes	23,754.6	22,016.2	21,635.6	-8.9%	-
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>14,421.0</b>	<b>14,159.3</b>	<b>13,891.4</b>	<b>-3.7%</b>	-
Activos Intangibles (Neto)	7,490.8	6,227.7	5,855.2	-21.8%	-
<b>Activo Total</b>	<b>33,067.1</b>	<b>28,747.6</b>	<b>28,397.6</b>	<b>-14.1%</b>	-
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>9,065.8</b>	<b>7,408.1</b>	<b>7,636.0</b>	<b>-15.8%</b>	-
Deuda de Corto Plazo	3,578.6	2,123.0	2,097.5	-41.4%	-
Proveedores	3,765.2	2,815.9	3,022.0	-19.7%	-
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>5,445.9</b>	<b>4,707.3</b>	<b>4,288.4</b>	<b>-21.3%</b>	-
<b>Deuda de Largo plazo</b>	<b>3,180.4</b>	<b>2,623.9</b>	<b>2,397.8</b>	<b>-24.6%</b>	-
<b>Pasivo Total</b>	<b>14,511.8</b>	<b>12,115.4</b>	<b>11,924.4</b>	<b>-17.8%</b>	-
Capital Contable	18,555.4	16,632.2	16,473.1	-11.2%	-
Participación Minoritaria	(121.2)	58.1	(61.3)	-49.4%	-
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>11,533.2</b>	<b>9,592.4</b>	<b>9,492.9</b>	<b>-17.7%</b>	-
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>33,067.1</b>	<b>28,747.6</b>	<b>28,397.6</b>	<b>-14.1%</b>	-
<b>Deuda Neta</b>	<b>5,777.5</b>	<b>4,343.4</b>	<b>4,222.6</b>	<b>-26.9%</b>	-

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	584.2	585.0	673.2	
Flujos generado en la Operación	398.3	806.7	(77.2)	
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(262.9)	(937.7)	(387.8)	
Flujo neto de actividades de financiamiento	(821.5)	(640.0)	(331.9)	
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(101.8)</b>	<b>(185.9)</b>	<b>(123.7)</b>	

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**FEMSA UBD (Mantener, PO 2015 \$155.00)  
¡Oxxo compensa debilidad de Kof por Venezuela!**

Marisol Huerta Mondragón  
30 de Abril de 2015

**Impulsa Heineken resultado neto.** FEMSA reportó resultados del 1T15 débiles, en línea con las expectativas del mercado y mejor a nuestros estimados. Los resultados de Femsa fueron afectados por el impacto negativo de ajustar un tipo de cambio SIMADI a 192 bolívares por dólar en los resultados de KOF en Venezuela. Derivado de lo anterior, los ingresos consolidados de Femsa crecieron solo 1.5% A/A, (vs 2.2% consenso y -4.8%e). El EBITDA retrocedió -0.3% (vs -0.7% consenso y -5.8%e) por mayores costos y gastos en Oxxo por el negocio de gasolinas. No obstante, la utilidad neta superó las expectativas al crecer 26.6% por una mayor contribución de Heineken por la venta de su negocio de empaque en México.

**Oxxo gas y farmacias en expansión.** La compañía reiteró que planea una mayor expansión en los negocios de gas, con la apertura de 40-50 unidades este año, aunado a un mejor desempeño en Farmacias.

**Reiteramos nuestro PO2015 en P\$155.00.** Ajustamos nuestro modelo de Suma de Partes, con un menor crecimiento en KOF por Venezuela, pero revaluamos a Oxxo para 2015, ante un mejor dinamismo en el consumo, el desempeño de la unidad farmacéutica y del negocio de gasolina. Estamos incorporando en nuestro nuevo Precio Objetivo el ajuste a la baja que realizamos por un menor crecimiento en EBITDA para KOF incorporando un tipo de cambio para Venezuela de P\$192 bolívares por dólar, en línea con lo señalado por la empresa. Donde ahora Venezuela representa el 2.0% en los números de KOF, desde un 6.0% previo. Este efecto negativo, está siendo compensado por la revaluación que realizamos Oxxo al incorporar un mejor desempeño para el consumo de 3.0% estimado en VMT a 4.5% y de la incorporación del negocio de gasolinas, este negocio estaría sumando cerca de 12.9% de los ingresos a Oxxo y 5.8% a nivel consolidado. Si bien creemos que es un negocio de poco margen, creemos que la tasa de retorno podría ser atractiva.

**FEMSA – Resultados 1T15**  
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T14e	Var % vs Estim.
Ventas	64,228	65,199	1.5%	61,146	6.6%
Utilidad de Operación	5,946	5,858	-1.5%	5,267	11.2%
Ebitda	8,705	8,675	-0.3%	8,202	5.8%
Utilidad Neta	2,488	3,135	26.0%	2,937	6.7%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	9.3%	9.0%	-0.3pp	8.6%	0.4pp
Margen Ebitda	13.6%	13.3%	-0.2pp	13.4%	-0.1pp
UPA	\$0.139	\$0.175	26.0%	\$0.164	6.8%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año Trimestre	2014 1	2014 4	2015 1	Variación n % A/A	Variación % T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>64,227.8</b>	<b>70,156.2</b>	<b>65,199.3</b>	<b>1.5%</b>	<b>-7.1%</b>
Costo de Ventas	37,716.6	39,739.7	39,510.4	4.8%	-0.6%
Utilidad Bruta	26,511.2	30,416.4	25,688.9	-3.1%	-15.5%
Gastos Generales	20,564.8	20,634.4	19,830.5	-3.6%	-3.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>5,946.4</b>	<b>9,782.0</b>	<b>5,858.4</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-40.1%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>9.3%</b>	<b>13.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>(0.3pp)</b>	<b>(5.0pp)</b>
Depreciación Operativa	2,758.6	2,518.0	2,816.6	2.1%	11.9%
<b>EBITDA</b>	<b>8,705.0</b>	<b>12,300.0</b>	<b>8,674.9</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-29.5%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>13.6%</b>	<b>17.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>(0.2pp)</b>	<b>(4.2pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(1,410.7)</b>	<b>(2,101.1)</b>	<b>(1,526.0)</b>	<b>8.2%</b>	<b>-27.4%</b>
Intereses Pagados	1,678.6	1,624.7	1,662.0	-1.0%	2.3%
Intereses Ganados	305.4	170.9	239.9	-21.5%	40.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	8.7	(94.3)	86.3	>500%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(46.2)	(552.9)	(190.1)	311.5%	-65.6%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	703.3	2,407.3	1,409.5	100.4%	-41.4%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>5,277.6</b>	<b>10,386.2</b>	<b>5,766.8</b>	<b>9.3%</b>	<b>-44.5%</b>
Provisión para Impuestos	1,499.4	1,850.3	1,417.7	-5.5%	-23.4%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>3,778.1</b>	<b>8,536.0</b>	<b>4,349.1</b>	<b>15.1%</b>	<b>-49.0%</b>
Participación Minoritaria	1,289.9	1,282.2	1,214.2	-5.9%	-5.3%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>2,488.2</b>	<b>7,253.8</b>	<b>3,134.9</b>	<b>26.0%</b>	<b>-56.8%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>3.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>0.9pp</b>	<b>(5.5pp)</b>
UPA	0.139	0.405	0.175	26.0%	-56.8%

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>73,916.6</b>	<b>79,111.9</b>	<b>73,249.9</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-7.4%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	32,993.6	35,640.5	34,525.5	4.6%	-3.1%
Activos No Circulantes	283,695.1	297,061.1	288,738.4	1.8%	-2.8%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>71,976.8</b>	<b>75,629.3</b>	<b>72,091.6</b>	<b>0.2%</b>	<b>-4.7%</b>
Activos Intangibles (Neto)	102,699.5	101,527.1	96,424.1	-6.1%	-5.0%
<b>Activo Total</b>	<b>357,611.7</b>	<b>376,172.9</b>	<b>361,988.2</b>	<b>1.2%</b>	<b>-3.8%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>49,884.2</b>	<b>49,319.3</b>	<b>53,248.8</b>	<b>6.7%</b>	<b>8.0%</b>
Deuda de Corto Plazo	2,310.3	1,553.6	1,666.7	-27.9%	7.3%
Proveedores	24,142.0	26,467.1	21,235.9	-12.0%	-19.8%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>90,036.4</b>	<b>96,731.9</b>	<b>95,647.6</b>	<b>6.2%</b>	<b>-1.1%</b>
Deuda de Largo Plazo	74,938.9	82,938.2	84,540.0	12.8%	1.9%
<b>Pasivo Total</b>	<b>139,920.6</b>	<b>146,051.2</b>	<b>148,896.4</b>	<b>6.4%</b>	<b>1.9%</b>
Capital Contable	217,691.1	230,121.7	213,091.9	-2.1%	-7.4%
Participación Minoritaria	1,289.9	1,282.2	1,214.2	-5.9%	-5.3%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>158,825.1</b>	<b>170,472.6</b>	<b>158,886.9</b>	<b>0.0%</b>	<b>-6.8%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>357,611.7</b>	<b>376,172.9</b>	<b>361,988.2</b>	<b>1.2%</b>	<b>-3.8%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>44,255.7</b>	<b>41,108.1</b>	<b>51,681.3</b>	<b>16.8%</b>	<b>25.7%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	9,219.6	9,290.5	8,861.7
Flujos generado en la Operación	1,915.4	(5,727.6)	(5,441.2)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,730.4)	(5,649.7)	(2,085.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(835.6)	(3,250.9)	(1,035.5)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>7,569.0</b>	<b>(5,337.7)</b>	<b>299.4</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**FIHO 12 (Compra, PO 2015 \$27.00)**  
**Sigue la tendencia positiva en datos operativos**

José Itzamna Espitia Hernández  
 22 de abril de 2015

FIHO reportó en el 1T15 crecimientos (a/a) en Ingresos Totales, Contribución Hotelera, NOI y Ebitda de 45.4%, 43.7%, 43.8% y 61.2%, ubicándose en P\$449m, P\$150m, P\$143m y P\$107m, respectivamente. La utilidad operativa de FIHO en el 1T15 se colocó en P\$59 (+95.5% vs. 1T14). En términos de rentabilidad hubo ligeras variaciones negativas de 0.4pp y 0.3pp en los márgenes de contribución hotelera y NOI, ubicándose en 33.3% y 31.8%, respectivamente, mientras que el margen Ebitda subió 2.3%, colocándose en 23.8%. Por otro lado, la utilidad neta del trimestre fue de P\$61m (-6.1% vs. 1T14) y el AFFO de P\$101m (+4.9% vs. 1T14). La posición de efectivo de FIHO al 1T15 fue de P\$1,910m.

**Continúa con su proceso de crecimiento en el 1T15.** En el trimestre, FIHO anunció el desarrollo de un hotel. De esta forma, FIHO cerró el 1T15 con 71 hoteles y 9,673 cuartos (incrementando su portafolio en 40.5% vs. 1T14 y 1.4% vs. 4T14), incluyendo 57 hoteles en operación (7,777 cuartos), 14 en desarrollo (1,857 cuartos) y uno en proceso de ampliación (39 cuartos).

**Aumenta la ocupación y la tarifa efectiva.** La tarifa promedio continuó con una tendencia favorable de buen crecimiento y destacamos el aumento en la ocupación del portafolio en el 1T15, lo que dio un mayor incremento a la tarifa efectiva. Para los 47 hoteles estabilizados en operación al 1T15, la tarifa promedio se ubicó en P\$934 (+2.8% vs. 1T14), la ocupación en 60.0% (+1.7%) y la tarifa efectiva en P\$561 (+5.8%).

**Realizará distribución de efectivo de P\$0.2074 por CBFi (yield de 1.0%) el 8 de mayo de 2015.** El yield acumulado U12m es de alrededor de 4%.

**FIHO no cuenta con deuda** y el índice de cobertura del servicio de la deuda es de 2.9x (el mínimo requerido es de 1.0x).

**FIHO – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %
Ventas	309	449	45.4%
NOI	99	143	43.8%
Ebitda	66	107	61.2%
Utilidad Neta	65	61	-6.1%
<b>Márgenes</b>			
Margen NOI	32.2%	31.8%	-0.3pp
Margen Ebitda	21.5%	23.8%	2.3pp
Distribución de efectivo	\$0.213	\$0.207	-2.8%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>308.8</b>	<b>446.6</b>	<b>449.0</b>	<b>45.4%</b>	<b>0.5%</b>
Costo de Ventas	204.7	292.9	299.3	46.2%	2.2%
Utilidad Bruta	104.1	153.7	149.7	43.7%	-2.6%
Gastos Generales	80.0	121.1	102.3	27.9%	-15.5%
<b>NOI</b>	<b>99.3</b>	<b>147.6</b>	<b>142.8</b>	<b>43.8%</b>	<b>-3.3%</b>
<b>Margen NOI</b>	<b>32.2%</b>	<b>33.1%</b>	<b>31.8%</b>	<b>(0.3pp)</b>	<b>(1.3pp)</b>
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>30.2</b>	<b>66.2</b>	<b>59.0</b>	<b>95.5%</b>	<b>-10.9%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>9.8%</b>	<b>14.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>3.4pp</b>	<b>(1.7pp)</b>
Depreciación Operativa	36.2	48.7	48.0	32.6%	-1.3%
<b>EBITDA</b>	<b>66.4</b>	<b>114.9</b>	<b>107.0</b>	<b>61.2%</b>	<b>-6.8%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>21.5%</b>	<b>25.7%</b>	<b>23.8%</b>	<b>2.3pp</b>	<b>(1.9pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>40.4</b>	<b>22.8</b>	<b>13.0</b>	<b>-67.8%</b>	<b>-42.9%</b>
Intereses Pagados	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Intereses Ganados	40.6	19.2	13.4	-67.1%	-30.2%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>64.5</b>	<b>55.4</b>	<b>60.3</b>	<b>-6.4%</b>	<b>8.9%</b>
Impuesto causado	(0.6)	1.8	(0.8)	25.4%	N.A.
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>65.1</b>	<b>53.6</b>	<b>61.1</b>	<b>-6.1%</b>	<b>14.0%</b>
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>65.1</b>	<b>53.6</b>	<b>61.1</b>	<b>-6.1%</b>	<b>14.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>21.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.6%</b>	<b>(7.5pp)</b>	<b>1.6pp</b>
<b>FFO</b>	<b>101.3</b>	<b>102.3</b>	<b>109.1</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.7%</b>
<b>AFFO</b>	<b>96.3</b>	<b>113.8</b>	<b>101.1</b>	<b>4.9%</b>	<b>-11.2%</b>
<b>Distribución de efectivo</b>	<b>0.213</b>	<b>0.203</b>	<b>0.207</b>	<b>-2.8%</b>	<b>2.4%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>4,462.6</b>	<b>2,500.6</b>	<b>2,277.1</b>	<b>-49.0%</b>	<b>-8.9%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,170.8	2,091.7	1,909.9	-54.2%	-8.7%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>5,607.1</b>	<b>7,504.3</b>	<b>7,706.2</b>	<b>37.4%</b>	<b>2.7%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	5,277.0	6,028.2	6,725.1	27.4%	11.6%
Propiedades en desarrollo	325.5	773.6	773.6	137.6%	0.0%
<b>Activo Total</b>	<b>10,069.7</b>	<b>10,004.9</b>	<b>9,983.2</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>178.4</b>	<b>237.9</b>	<b>266.4</b>	<b>49.3%</b>	<b>12.0%</b>
Deuda de Corto Plazo	0.0	141.3	7.9	N.A.	-94.4%
Proveedores	175.2	137.3	148.9	-15.0%	8.4%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Deuda de Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Pasivo Total</b>	<b>178.4</b>	<b>237.9</b>	<b>266.4</b>	<b>49.3%</b>	<b>12.0%</b>
Capital Contable	9,891.4	9,767.0	9,716.9	-1.8%	-0.5%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>9,891.4</b>	<b>9,767.0</b>	<b>9,716.9</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-0.5%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>10,069.7</b>	<b>10,004.9</b>	<b>9,983.2</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>0.0</b>	<b>(1,950.4)</b>	<b>(1,902.0)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-2.5%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	70.3	82.7	95.7
Flujos generado en la Operación	40.8	(93.4)	66.8
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(622.9)	(918.8)	(234.1)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(105.3)	(101.3)	(110.4)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(617.0)</b>	<b>(1,030.6)</b>	<b>(182.0)</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**GAP B (Compra, PO 2015 \$130.00)**  
**Reporte del 1T15 en línea. Integramos a DCA**

*José Itzamna Espitia Hernández*  
 23 de abril de 2015

Gap reportó sus resultados al 1T15 con alzas en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta de 21.6%, 13.8%, 11.7% y 2.8%, ubicándose en P\$1,742m, P\$859m, P\$1,093m y P\$668m, respectivamente. En general, los resultados del grupo estuvieron en línea con nuestros estimados.

En el 1T15, Gap tuvo un aumento en el tráfico total de pasajeros de 3.8% (vs. 1T14). Dicho tráfico se vio presionado por la disminución en el tráfico de pasajeros del aeropuerto de Los Cabos durante el 1T15 de 6.9% (vs. 1T14), todavía afectado por el impacto del Huracán Odile, y por la baja en el aeropuerto de Tijuana de 4.9%. Los ingresos derivados de la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un alza de 10.1%, con un crecimiento en los aeronáuticos de 9.9% y en los no aeronáuticos de 10.8%. Los ingresos por adiciones a bienes concesionados subieron 221.8%.

El margen de operación mostró una baja de 3.4pp, colocándose en 49.3%. De manera similar, el margen Ebitda tuvo una caída de 5.6pp, ubicándose en 62.7%. Dichos márgenes se vieron afectados principalmente por un aumento en los ingresos totales de 21.6% que es menor al presentado en el total de costos y gastos de operación de 30.4%. Comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados indican un aumento en rentabilidad: 57.6% el margen operativo y 73.3% el de Ebitda en el 1T15 vs. 55.7% y 72.2% en el 1T14.

La utilidad neta del periodo tuvo un aumento de 2.8%, debido a que el aumento en los resultados operativos fue parcialmente compensado por un costo integral de financiamiento de P\$8m (vs. utilidad de P\$15m en el 1T14) y un mayor monto en los impuestos, ubicándose en P\$183m (vs. P\$120m en el 1T14).

**GAP – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	1,432	1,742	21.6%	1,702	2.4%
Utilidad de Operación	755	859	13.8%	814	5.5%
Ebitda	978	1,093	11.7%	1,077	1.5%
Utilidad Neta	649	668	2.8%	646	3.5%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	52.7%	49.3%	-3.4pp	47.9%	1.5pp
Margen Ebitda	68.3%	62.7%	-5.6pp	63.3%	-0.6pp
UPA	\$1.158	\$1.191	2.8%	\$1.151	3.5%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año Trimestre	2014 1	2014 4	2015 1	Variación % A/A	Variación % T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,432.3</b>	<b>1,333.7</b>	<b>1,742.3</b>	<b>21.6%</b>	<b>30.6%</b>
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	1,432.3	1,333.7	1,742.3	21.6%	30.6%
Gastos Generales	677.4	665.8	883.3	30.4%	32.7%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>754.9</b>	<b>667.9</b>	<b>859.0</b>	<b>13.8%</b>	<b>28.6%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>52.7%</b>	<b>50.1%</b>	<b>49.3%</b>	<b>(3.4pp)</b>	<b>(0.8pp)</b>
Depreciación Operativa	223.4	258.1	234.0	4.8%	-9.4%
<b>EBITDA</b>	<b>978.3</b>	<b>926.0</b>	<b>1,093.0</b>	<b>11.7%</b>	<b>18.0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>68.3%</b>	<b>69.4%</b>	<b>62.7%</b>	<b>(5.6pp)</b>	<b>(6.7pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>14.6</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-14.8%</b>
Intereses Pagados	33.0	19.4	30.1	-9.0%	54.9%
Intereses Ganados	41.9	8.7	21.0	-50.0%	141.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	5.7	1.2	1.0	-83.2%	-16.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>769.6</b>	<b>658.3</b>	<b>850.9</b>	<b>10.6%</b>	<b>29.3%</b>
Provisión para Impuestos	120.1	30.9	183.0	52.4%	491.7%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>649.4</b>	<b>627.4</b>	<b>667.9</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.5%</b>
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>649.4</b>	<b>627.4</b>	<b>667.9</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.5%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>45.3%</b>	<b>47.0%</b>	<b>38.3%</b>	<b>(7.0pp)</b>	<b>(8.7pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>1.158</b>	<b>1.118</b>	<b>1.191</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.5%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>3,435.2</b>	<b>2,062.6</b>	<b>3,816.5</b>	11.1%	85.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,789.9	1,595.5	3,193.5	14.5%	100.2%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>22,357.3</b>	<b>22,223.6</b>	<b>22,228.8</b>	-0.6%	0.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	838.1	812.7	797.0	-4.9%	-1.9%
Activos Intangibles (Neto)	16,628.5	16,481.9	16,369.0	-1.6%	-0.7%
<b>Activo Total</b>	<b>25,792.5</b>	<b>24,286.2</b>	<b>26,045.3</b>	<b>1.0%</b>	<b>7.2%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,213.3</b>	<b>1,582.2</b>	<b>792.8</b>	<b>-34.7%</b>	<b>-49.9%</b>
Deuda de Corto Plazo	391.1	978.5	0.0	N.A.	N.A.
Proveedores	314.0	353.8	298.6	-4.9%	-15.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>1,786.3</b>	<b>1,418.1</b>	<b>3,298.7</b>	<b>84.7%</b>	<b>132.6%</b>
Deuda de Largo Plazo	1,196.3	740.9	2,600.0	117.3%	250.9%
<b>Pasivo Total</b>	<b>2,999.6</b>	<b>3,000.3</b>	<b>4,091.6</b>	<b>36.4%</b>	<b>36.4%</b>
Capital Contable	22,792.8	21,285.9	21,953.8	-3.7%	3.1%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>22,792.8</b>	<b>21,285.9</b>	<b>21,953.8</b>	<b>-3.7%</b>	<b>3.1%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>25,792.5</b>	<b>24,286.2</b>	<b>26,045.3</b>	<b>1.0%</b>	<b>7.2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(1,202.6)</b>	<b>124.0</b>	<b>(593.5)</b>	<b>-50.6%</b>	<b>N.A.</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,018.2	3,772.8	1,112.5		
Flujos generado en la Operación	112.6	(312.6)	(78.2)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(146.1)	(633.0)	(292.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(363.1)	(3,399.9)	855.9		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>621.7</b>	<b>(572.7)</b>	<b>1,598.0</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**GENTERA \* (Compra, PO 2015 \$33.50)**  
**Un trimestre alineado a expectativas**

Marissa Garza Ostos  
 27 de abril de 2015

**GENTERA reporta en línea con lo esperado.**

Durante el 1T15, Gentera mantuvo un sano ritmo de crecimiento en la cartera de créditos de 13.9% para ubicarse en P\$24,340 millones, en línea con nuestras expectativas por P\$24,849 millones. Nos llama la atención el bajo crecimiento en el número de clientes atendidos por la compañía que aumentó apenas 2.1% en forma anual para alcanzar los 2.9 millones. No obstante lo anterior, el mayor incremento en la cartera respecto del aumento en la base de clientes es resultado de un mayor saldo promedio por cliente y una mayor proporción en el portafolio de los productos Crédito Comerciante y Crédito Crece y Mejora con un ticket promedio mayor. El saldo promedio por cliente aumentó 12.2% A/A al ubicarse en P\$7,455 millones. Así, los ingresos financieros se incrementaron en 16.7% A/A. Lo anterior, en conjunción con un costo de fondeo más eficiente, al haberse contraído en 62pb y ubicarse en 4.02%, reflejando una disminución del 6.2% en los gastos, impulsaron el aumento del 18.2% en el Margen Financiero a P\$3,709 millones, en línea con expectativas. A nivel neto la compañía registró una utilidad por P\$729 millones, representando un aumento del 17.4% A/A, alienado a nuestro estimado por P\$718 millones.

**Reiteramos nuestro PO2015 de P\$33.50 y subimos recomendación a COMPRA.** Tras conocer los resultados del 1T15 consideramos que las perspectivas de la compañía son favorables, aunque nos preocupa en cierta medida el bajo crecimiento en el número de clientes. Sin embargo hemos observado que la estrategia de diversificación de productos ha sido redituable y la compañía ha logrado cumplir con los objetivos que se ha establecido. Con base en lo anterior reiteramos nuestro precio objetivo 2015 de P\$33.50, que brinda un potencial de apreciación del 21.5% sobre precios actuales. Por lo anterior estamos subiendo nuestra recomendación desde MANTENER a COMPRA.

**GENTERA – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	3,346	3,904	16.7%	4,011	-2.7%
Margen Financiero	3,138	3,709	18.2%	3,797	-2.3%
Utilidad de Operación	973	1,042	7.1%	1,087	-4.1%
Utilidad Neta	621	729	17.4%	718	1.6%
<b>Márgenes</b>					
ROE	25.4%	26.3%	0.9pp	31.6%	-5.3pp
MIN	51.0%	49.8%	-1.3pp	45.6%	4.2pp
CV/CT	3.3%	3.6%	0.3pp	2.6%	1.0pp
Provisiones/CV	158.4%	156.8%	-1.7pp	188.0%	-31.2pp

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Activo Total</b>	<b>25,837.2</b>	<b>30,542.7</b>	<b>30,364.3</b>	<b>17.5%</b>	<b>-0.6%</b>
Disponibilidades	1,931.9	3,143.3	2,534.0	31.2%	-19.4%
Cartera de Crédito Neta	20,270.3	22,656.4	22,972.3	13.3%	1.4%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,100.9	-1,294.4	-1,368.0	24.3%	5.7%
<b>Cartera de Crédito Vigente</b>	<b>20,676.4</b>	<b>23,165.7</b>	<b>23,467.7</b>	<b>13.5%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Cartera Vencida</b>	<b>694.8</b>	<b>785.2</b>	<b>872.6</b>	<b>25.6%</b>	<b>11.1%</b>
Otras Cuentas por Cobrar	535.0	586.9	506.2	-5.4%	-13.7%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	<b>946.9</b>	<b>921.0</b>	<b>895.6</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-2.8%</b>
Inversiones Permanentes	0.2	107.1	99.8	>500%	-6.8%
Impuestos y PTU Diferidos	247.2	1,055.7	1,074.9	334.9%	1.8%
Otros Activos	1,635.6	1,852.1	1,872.6	14.5%	1.1%
<b>Pasivo Total</b>	<b>16,315.0</b>	<b>18,484.6</b>	<b>18,027.4</b>	<b>10.5%</b>	<b>-2.5%</b>
Captación Tradicional	9,289.3	10,247.7	10,250.0	10.3%	0.0%
Préstamos Interbancarios	5,330.5	5,835.5	5,836.0	9.5%	0.0%
Otras cuentas por Pagar	1,638.1	2,348.1	1,889.0	15.3%	-19.6%
<b>Capital Contable</b>	<b>9,522.2</b>	<b>12,058.1</b>	<b>12,337.0</b>	<b>29.6%</b>	<b>2.3%</b>
Participación Minoritaria	179.6	241.3	11.4	-93.7%	-95.3%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>9,342.6</b>	<b>11,816.8</b>	<b>12,325.6</b>	<b>31.9%</b>	<b>4.3%</b>

**Estado de Resultados (Millones)**

<b>Ingresos Financieros</b>	<b>3,346.1</b>	<b>3,866.1</b>	<b>3,904.3</b>	<b>16.7%</b>	<b>1.0%</b>
Gastos Financieros	208.3	205.6	195.4	-6.2%	-4.9%
<b>Margen Financiero</b>	<b>3,137.8</b>	<b>3,660.5</b>	<b>3,708.9</b>	<b>18.2%</b>	<b>1.3%</b>
Estim Preventiva p Riesgos Cred	255.0	536.8	474.9	86.2%	-11.5%
<b>Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred</b>	<b>2,882.8</b>	<b>3,123.7</b>	<b>3,234.0</b>	<b>12.2%</b>	<b>3.5%</b>
Comisiones Netas	39.1	84.8	62.3	59.2%	-26.6%
Resultado pr Intermediación				N.A.	N.A.
Gastos Operativos	1,952.0	2,193.6	2,302.1	17.9%	4.9%
Utilidad de Operación	973.3	930.7	1,042.2	7.1%	12.0%
Impuestos	352.1	255.9	312.9	-11.1%	22.3%
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>621.3</b>	<b>674.8</b>	<b>729.3</b>	<b>17.4%</b>	<b>8.1%</b>
Participación Minoritaria	7.4	14.3	1.2	-84.3%	-91.9%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>613.9</b>	<b>660.5</b>	<b>728.1</b>	<b>18.6%</b>	<b>10.2%</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**GFINTER O (Compra, PO 2015 \$121.00)**  
**Un trimestre con resultados mixtos**

Marissa Garza Ostos  
 28 de abril de 2015

**Positivo crecimiento en la cartera.** Durante el 1T15, GFINTER mostró un desempeño favorable en la cartera de créditos, la cual aumentó 27.2% A/A para alcanzar los P\$78,898 millones, en línea con nuestras expectativas. Los incrementos estuvieron impulsados por los buenos desempeños en las carteras de todos los negocios del grupo.

**Crecimiento en cartera impulsa Margen Financiero.** El Margen Financiero aumenta 14.4% A/A al ubicarse en P\$636 millones. Esto es resultado del crecimiento en cartera y un menor costo de fondeo que se vio reflejado en gastos por intereses prácticamente estables. Por lo que respecta al Margen Financiero ajustado por riesgos crediticios, este muestra un incremento del 35.3% en forma anual debido al crecimiento menor proporcionalmente respecto del crecimiento en la cartera del 7.7% en la estimación preventiva para riesgos crediticios.

**Menor liberación de provisiones afecta utilidad de operación.** A pesar del sólido desempeño en el Margen Financiero, se registró una importante disminución en el rubro de otros ingresos y egresos financieros resultado de una menor liberación de provisiones ante la mejoría en el perfil de crédito de varios clientes. De esta forma, la utilidad de operación cae 26.0%, al ubicarse en P\$553 millones.

**Utilidad neta cae más de lo esperado.** Como mencionamos, el positivo desempeño en el Margen Financiero se vio opacado principalmente por la disminución en el rubro de otros ingresos y gastos. Con esto, la utilidad neta se ubicó en P\$409 millones, representando una disminución interanual del 21.6% y situándose por debajo de nuestros estimados por P\$495 millones.

**GFINTER mantiene su guía 2015 a pesar de la debilidad en el resultado neto. Reiteramos PO2015 de P\$121 y recomendación de COMPRA.**

**GFINTER – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,089	2,170	3.9%	2,031	6.8%
Margen Financiero	556	636	14.4%	719	-11.5%
Utilidad de Operación	747	553	-26.0%	675	-18.1%
Utilidad Neta	522	409	-21.6%	495	-17.4%
<b>Márgenes</b>					
ROE	16.8%	14.5%	-2.3pp	15.1%	-0.6pp
MIN	0.3%	0.4%	0.1pp	1.5%	-1.1pp
CV/CT	0.2%	0.1%	-0.1pp	0.2%	-0.1pp
Provisiones/CV	1156.2%	1188.8%	32.6pp	1228.8%	-40.0pp

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Activo Total</b>	<b>171,219.1</b>	<b>156,054.3</b>	<b>182,788.0</b>	<b>6.8%</b>	<b>17.1%</b>
Disponibilidades e Instr Finan	101,623.6	67,531.7	96,077.0	-5.5%	42.3%
Cartera de Crédito Neta	60,458.6	80,378.6	77,519.0	28.2%	-3.6%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,542.9	-1,379.8	-1,379.0	-10.6%	-0.1%
<b>Cartera de Crédito Vigente</b>	<b>61,868.0</b>	<b>81,642.9</b>	<b>78,782.0</b>	<b>27.3%</b>	<b>-3.5%</b>
<b>Cartera Vencida</b>	<b>133.4</b>	<b>115.5</b>	<b>116.0</b>	<b>-13.1%</b>	<b>0.4%</b>
Otras Cuentas por Cobrar	6,864.6	6,147.3	6,913.0	0.7%	12.5%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	419.0	413.0	406.0	-3.1%	-1.7%
Inversiones Permanentes	48.5	49.8	59.0	0.2	18.4%
Impuestos y PTU Diferidos	288.6	339.0	368.0	27.5%	8.6%
Otros Activos	535.1	586.1	626.0	17.0%	6.8%
<b>Pasivo Total</b>	<b>160,269.6</b>	<b>143,847.0</b>	<b>170,174.0</b>	<b>6.2%</b>	<b>18.3%</b>
Captación Tradicional	60,995.2	70,160.2	69,142.0	13.4%	-1.5%
Préstamos Interbancarios	14,579.7	15,519.1	13,002.0	-10.8%	-16.2%
Otras cuentas por Pagar	84,694.7	58,167.8	88,030.0	3.9%	51.3%
<b>Capital Contable</b>	<b>10,949.5</b>	<b>12,207.2</b>	<b>12,614.0</b>	<b>15.2%</b>	<b>3.3%</b>
Participación Minoritaria	0.1	0.1	0.1	-2.4%	
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>10,949.4</b>	<b>12,207.1</b>	<b>12,613.9</b>	<b>15.2%</b>	<b>3.3%</b>

**Estado de Resultados (Millones)**

	2,089.0	2,103.3	2,170.0	3.9%	3.2%
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>2,089.0</b>	<b>2,103.3</b>	<b>2,170.0</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.2%</b>
Gastos Financieros	1,533.3	1,380.2	1,534.0	0.0%	11.1%
<b>Margen Financiero</b>	<b>555.7</b>	<b>723.1</b>	<b>636.0</b>	<b>14.4%</b>	<b>-12.0%</b>
Estim Preventiva p Riesgos Cred	419.7	141.0	452.0	7.7%	220.6%
<b>Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred</b>	<b>136.0</b>	<b>582.1</b>	<b>184.0</b>	<b>35.3%</b>	<b>-68.4%</b>
Comisiones Netas	350.6	637.0	471.0	34.3%	-26.1%
Resultado pr Intermediación	273.2	58.7	106.0	-61.2%	80.4%
Gastos Operativos	650.4	681.0	622.0	-4.4%	-8.7%
Utilidad de Operación	747.0	556.5	553.0	-26.0%	-0.6%
Impuestos	493.3	148.7	122.0	-75.3%	-18.0%
Utilidad Neta Consolidada	521.7	407.7	409.0	-21.6%	0.3%
Participación Minoritaria	0.0	0.1	0.0	183.2%	-94.0%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>521.7</b>	<b>407.8</b>	<b>409.0</b>	<b>-21.6%</b>	<b>0.3%</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**GMEXICO B (Mantener, PO 2015 \$51.50)**  
**Resultados ligeramente debajo de estimados**

Marissa Garza Ostos  
 28 de abril de 2015

**GMexico reporta utilidades ligeramente inferiores a nuestras expectativas.** Los ingresos bajaron 4.8% A/A al ubicarse en US\$2,095 millones, en línea con nuestro estimado. A nivel de EBITDA la compañía generó US\$825 millones, representado una disminución anual del 9.9% y situándose por debajo de nuestras expectativas por mayor debilidad a la anticipada en la división minera. La importante caída en los precios de los metales (cobre -18% A/A, molibdeno -15% A/A) se vio mitigada parcialmente con mayores volúmenes, eficiencias operativas y un mayor control de costos. En AMC las ventas bajaron 9.0%, mientras que el EBITDA cayó 19.2%. La debilidad en las operaciones de minería se vio parcialmente compensada con los buenos resultados en Transporte e Infraestructura. En la división de transporte, sigue sobresaliendo la mayor rentabilidad. Los ingresos aumentaron apenas 1.8% pero el EBITDA creció 10.3% A/A, logrando una expansión de 290pb en el margen respectivo a 37.1%. La división de infraestructura contribuyó con US\$73.3 millones al EBITDA, representado casi el 9% del resultado consolidado.

**Ajustamos el PO2015 a P\$51.50. A la espera de noticias respecto de la colocación en bolsa del negocio ferroviario, reiteramos MANTENER.** Estamos subiendo nuestro precio objetivo 2015 desde P\$48.30 a P\$51.50 simplemente al incorporar a nuestro ejercicio de valuación por suma de partes un tipo de cambio de cierre para 2015 de P\$14.90, en línea con el estimado de nuestra área de Analisis Económico. A P\$51.50 las acciones de la compañía estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA 2015E de 9.2x y 2016E de 8.7x, en línea con el múltiplo actual. Aún no se han dado a conocer mayores detalles respecto de la colocación en Bolsa del negocio ferroviario. Esta se estimaba podría realizarse a mediados de este año, por lo que habrá que estar pendientes ya que creemos es algo positivo. Reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.

**GMEXICO – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,201	2,095	-4.8%	2,135	-1.9%
Utilidad de Operación	713	634	-11.1%	712	-10.9%
Ebitda	916	825	-9.9%	912	-9.5%
Utilidad Neta	385	337	-12.5%	391	-13.9%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	33.9%	30.3%	-3.6pp	33.3%	-3.1pp
Margen Ebitda	41.6%	39.4%	-2.2pp	42.7%	-3.3pp
UPA	\$0.051	\$0.043	-15.3%	\$0.050	-13.9%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,201.4</b>	<b>2,324.6</b>	<b>2,094.7</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-9.9%</b>
Costo de Ventas	1,234.6	1,222.2	1,188.2	-3.8%	-2.8%
Utilidad Bruta	966.9	1,102.4	906.6	-6.2%	-17.8%
Gastos Generales	60.4	310.7	272.4	350.9%	-12.3%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>713.2</b>	<b>791.7</b>	<b>634.1</b>	<b>-11.1%</b>	<b>-19.9%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>33.9%</b>	<b>34.1%</b>	<b>30.3%</b>	<b>(3.6pp)</b>	<b>(3.8pp)</b>
Depreciación Operativa	193.3	200.1	208.3	7.8%	4.1%
<b>EBITDA</b>	<b>916.2</b>	<b>935.9</b>	<b>825.2</b>	<b>-9.9%</b>	<b>-11.8%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>41.6%</b>	<b>40.3%</b>	<b>39.4%</b>	<b>(2.2pp)</b>	<b>(0.9pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>33.1</b>	<b>(123.0)</b>	<b>(28.1)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-77.2%</b>
Intereses Pagados	55.1	47.5	44.3	-19.7%	-6.7%
Intereses Ganados	8.4	6.5	4.6	-44.9%	-28.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	79.8	(82.0)	11.6	-85.5%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.0	7.4	3.8	-46.1%	-48.5%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>753.3</b>	<b>676.0</b>	<b>609.9</b>	<b>-19.0%</b>	<b>-9.8%</b>
Provisión para Impuestos	268.8	190.8	193.8	-27.9%	1.5%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>484.5</b>	<b>485.2</b>	<b>416.1</b>	<b>-14.1%</b>	<b>-14.2%</b>
Participación Minoritaria	99.8	71.9	79.6	-20.2%	10.7%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>384.8</b>	<b>413.3</b>	<b>336.5</b>	<b>-12.5%</b>	<b>-18.6%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>16.1%</b>	<b>(2.2pp)</b>	<b>(1.7pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>0.051</b>	<b>0.053</b>	<b>0.043</b>	<b>-15.3%</b>	<b>-18.6%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>5,944.4</b>	<b>5,065.6</b>	<b>4,566.9</b>	-23.2%	-9.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,376.5	1,412.6	1,199.2	-49.5%	-15.1%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>14,493.9</b>	<b>15,538.9</b>	<b>15,998.5</b>	10.4%	3.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	11,792.5	13,002.9	13,012.6	10.3%	0.1%
Activos Intangibles (Neto)	768.9	943.0	945.6	23.0%	0.3%
<b>Activo Total</b>	<b>20,438.3</b>	<b>20,604.5</b>	<b>20,565.4</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,632.6</b>	<b>1,776.3</b>	<b>1,579.9</b>	-3.2%	-11.1%
Deuda de Corto Plazo	364.0	381.3	446.8	22.7%	17.2%
Proveedores	417.6	463.5	375.3	-10.1%	-19.0%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>6,830.8</b>	<b>6,924.0</b>	<b>7,166.9</b>	4.9%	3.5%
Deuda de Largo Plazo	5,410.2	5,531.4	5,488.5	1.4%	-0.8%
<b>Pasivo Total</b>	<b>8,463.3</b>	<b>8,700.3</b>	<b>8,746.8</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.5%</b>
Capital Contable	11,974.9	11,904.3	11,818.6	-1.3%	-0.7%
Participación Minoritaria	2,074.3	1,827.3	1,714.9	-17.3%	-6.2%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>9,900.6</b>	<b>10,077.0</b>	<b>10,103.7</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>20,438.3</b>	<b>20,604.5</b>	<b>20,565.4</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>3,397.7</b>	<b>4,500.1</b>	<b>4,736.2</b>	39.4%	5.2%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,044.6	4,342.6	951.0		
Flujos generado en la Operación	(422.7)	(1,837.5)	(232.2)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(397.1)	(2,136.0)	(401.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(284.3)	(1,402.4)	(523.3)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(59.5)</b>	<b>(1,033.3)</b>	<b>(205.8)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**HERDEZ \* (Mantener, PO 2015 \$46.50)  
¡Supera expectativas a nivel operativo!**

Marisol Huerta Mondragón  
23 de Abril 2015

**Reporte positivo!** Herdez reportó al 1T15 resultados positivos por arriba de las expectativas del mercado y las nuestras a nivel operativo y neto. Los ingresos sumaron P\$3,719m, un avance de +14.4% A/A (vs +15.4% consenso y 13.5%e), el EBITDA se ubicó en P\$689m +38.9% (vs 22.1%consenso y 23.1%e). Por su parte la utilidad neta creció 29.4% (vs 22% y 16.2%e). Los datos positivos creemos tendrán un impacto positivo en el precio de la acción.

**Eficiencia en costos impulsa rentabilidad.** El margen bruto reportó una expansión de 390pb relacionada con menores costos de materias primas (aceite de soya y tomate) y la estrategia de coberturas, que compensó los gastos relacionados con la incorporación de Helados Nestlé y menores ventas de Nutrisa. El margen EBITDA registró un avance de 330pb. El desempeño a nivel operativo y un mejor resultado en asociadas impulsaron la utilidad neta.

**Subimos nuestro PO2015 a P\$46.50.** Al incorporar los resultados del trimestre, estamos ajustando nuestros estimados para 2015 donde subimos ligeramente nuestro crecimiento esperado en EBITDA para 2015 de 15% a 17.4%, y una expansión en margen de 60pb, desde 30pb que preveíamos anteriormente. Lo anterior considerando que las coberturas en aceite de soya y trigo contendrán las presiones de los insumos denominados en dólares lo que seguirá apoyando la estructura de costos un trimestre más. Asimismo consideramos que la empresa podrá reportar más beneficios por eficiencias de producción, con la nueva planta. Finalmente, estamos incorporando a Nestlé a nuestros números, así como una paulatina recuperación en el consumo en México y un mejor desempeño para Nutrisa una vez que creemos que la racionalización de su portafolio ha sido completada y comenzará a reflejar mejores números.

**HERDEZ – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	3,251	3,719	14.4%	3,689	0.8%
Utilidad de Operación	427	617	44.5%	553	11.5%
Ebitda	502	698	38.9%	618	12.9%
Utilidad Neta	173	224	29.4%	201	11.3%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	13.1%	16.6%	3.5pp	15.0%	1.6pp
Margen Ebitda	15.4%	18.8%	3.3pp	16.8%	2.0pp
UPA	\$0.401	\$0.525	31.0%	\$0.472	11.2%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>3,251.3</b>	<b>4,095.7</b>	<b>3,719.3</b>	<b>14.4%</b>	<b>-9.2%</b>
Costo de Ventas	2,031.8	2,423.1	2,181.0	7.3%	-10.0%
Utilidad Bruta	1,219.5	1,672.6	1,538.4	26.1%	-8.0%
Gastos Generales	784.1	939.6	936.2	19.4%	-0.4%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>427.2</b>	<b>720.7</b>	<b>617.2</b>	<b>44.5%</b>	<b>-14.4%</b>
Margen Operativo	13.1%	17.6%	16.6%	3.5pp	(1.0pp)
Depreciación Operativa	75.1	65.0	80.5	7.3%	23.9%
<b>EBITDA</b>	<b>502.3</b>	<b>785.7</b>	<b>697.8</b>	<b>38.9%</b>	<b>-11.2%</b>
Margen EBITDA	15.4%	19.2%	18.8%	3.3pp	(0.4pp)
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(94.4)</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(95.4)</b>	<b>1.1%</b>	<b>&gt;500%</b>
Intereses Pagados	102.5	98.1	101.1	-1.4%	3.0%
Intereses Ganados	10.6	3.0	14.0	32.6%	370.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(2.5)	90.9	(8.4)	237.8%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	97.2	124.1	117.6	21.0%	-5.3%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>430.0</b>	<b>840.6</b>	<b>639.4</b>	<b>48.7%</b>	<b>-23.9%</b>
Provisión para Impuestos	113.9	355.2	203.8	78.9%	-42.6%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>316.1</b>	<b>485.4</b>	<b>435.6</b>	<b>37.8%</b>	<b>-10.3%</b>
Participación Minoritaria	143.2	260.0	211.8	47.9%	-18.6%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>172.9</b>	<b>225.4</b>	<b>223.8</b>	<b>29.4%</b>	<b>-0.7%</b>
Margen Neto	5.3%	5.5%	6.0%	0.7pp	0.5pp
UPA	0.401	0.529	0.525	31.0%	-0.8%

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>5,607.2</b>	<b>6,768.8</b>	<b>6,337.7</b>	13.0%	-6.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	981.7	2,450.9	1,752.3	78.5%	-28.5%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>15,574.0</b>	<b>16,142.0</b>	<b>17,832.0</b>	14.5%	10.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,104.9	4,245.7	4,694.8	14.4%	10.6%
Activos Intangibles (Neto)	6,605.8	6,636.2	7,243.6	9.7%	9.2%
<b>Activo Total</b>	<b>21,181.2</b>	<b>22,910.9</b>	<b>24,169.7</b>	<b>14.1%</b>	<b>5.5%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>2,438.6</b>	<b>2,943.8</b>	<b>2,557.0</b>	4.9%	-13.1%
Deuda de Corto Plazo	800.0	800.0	563.4	-29.6%	-29.6%
Proveedores	1,094.3	991.6	1,173.9	7.3%	18.4%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>6,404.9</b>	<b>6,791.2</b>	<b>7,917.5</b>	23.6%	16.6%
Deuda de Largo Plazo	5,969.6	6,760.4	7,263.9	21.7%	7.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>8,843.5</b>	<b>9,735.0</b>	<b>10,474.5</b>	<b>18.4%</b>	<b>7.6%</b>
Capital Contable	12,337.7	13,175.9	13,695.2	11.0%	3.9%
Participación Minoritaria	143.2	260.0	211.8	47.9%	-18.6%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>5,823.9</b>	<b>6,309.0</b>	<b>6,588.6</b>	<b>13.1%</b>	<b>4.4%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>21,181.2</b>	<b>22,910.9</b>	<b>24,169.7</b>	<b>14.1%</b>	<b>5.5%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>4,987.9</b>	<b>3,867.7</b>	<b>5,511.6</b>	10.5%	42.5%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	533.5	738.5	710.4		
Flujos generado en la Operación	(319.1)	80.5	(511.8)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	69.9	(248.1)	(1,142.3)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(189.3)	548.0	245.1		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>95.0</b>	<b>1,118.9</b>	<b>(698.6)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**HOTEL \* (Compra, PO 2015 \$10.30)  
Sólido reporte al inicio de 2015**

José Itzamna Espitia Hernández  
27 de abril de 2015

Los ingresos totales de HOTEL presentaron un incremento en el 1T15 a/a de 19.3%, la utilidad de operación de 78.4% y el Ebitda de 44.0%, para ubicarse en P\$237m, P\$64m y P\$88m, respectivamente. Por otro lado, la utilidad neta tuvo una baja de 21.7%, colocándose en de P\$16m, debido principalmente a una pérdida cambiaria.

HOTEL cerró el 1T15 con un total de 11 hoteles en operación, de los cuales 7 son propios y 4 son hoteles en administración. El número de habitaciones totales en operación al 1T15 fue de 3,507, un incremento de 6.4% vs. 1T14. Contabilizando los hoteles en desarrollo y habitaciones en construcción, los hoteles en operación ascenderán a 14 y las habitaciones en operación a 3,944.

Los mayores ingresos en el trimestre se vieron impulsados principalmente por las métricas favorables de los hoteles propios (que son 7): número de habitaciones de 1,813 al 1T15 (+11.8% vs. 1T14), ocupación de 65% (+0.2%), ADR de P\$1,294 (+8.0%) y RevPAR de P\$843 (+8.3%). Para el total de hoteles en operación (11), los aumentos son los siguientes: número de habitaciones de 3,044 (+1.1%), ocupación de 72.4% (+4.2%), ADR de P\$1,284 (+8.8%) y RevPAR de P\$930 (+15.6%).

Gran aumento en rentabilidad por la eficiencia en costos y generación de economías de escala. El margen de operación en el 1T15 tuvo un aumento de 9.0pp. (vs. 1T14), ubicándose en 27.1% y el margen Ebitda tuvo un alza de 6.4pp., colocándose en 37.3%. De dicho incremento, 7.1pp. provienen de una mejor rentabilidad y el resto se debe a una disminución en gastos no recurrentes.

HOTEL cerró con una posición de efectivo de P\$378m y una Deuda Neta de P\$744m, por lo que su indicador Deuda Neta/Ebitda es de 3.1x (vs. 2.5x al 4T14).

**HOTEL – Resultados 1T15**  
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	198	237	19.3%	219	8.1%
Utilidad de Operación	36	64	78.4%	36	77.0%
Ebitda	61	88	44.0%	64	37.9%
Utilidad Neta	21	16	-21.7%	-7	N.A.
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	18.1%	27.1%	9.0pp	16.5%	10.5pp
Margen Ebitda	30.9%	37.3%	6.4pp	29.2%	8.1pp
UPA	\$0.089	\$0.059	-33.7%	-\$0.027	N.A.

Estado de Resultados (Millones)					
Año Trimestre	2014 1	2014 4	2015 1	Variación % A/A	Variación % T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>198.4</b>	<b>188.1</b>	<b>236.7</b>	<b>19.3%</b>	<b>25.8%</b>
Costo de Ventas	59.5	60.1	66.3	11.4%	10.3%
Utilidad Bruta	138.9	128.0	170.4	22.7%	33.1%
Gastos Generales	103.0	95.9	106.3	3.3%	10.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>35.9</b>	<b>32.2</b>	<b>64.0</b>	<b>78.4%</b>	<b>99.1%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>18.1%</b>	<b>17.1%</b>	<b>27.1%</b>	<b>9.0pp</b>	<b>10.0pp</b>
Depreciación Operativa	19.0	25.0	21.0	10.6%	-15.9%
<b>EBITDA</b>	<b>61.3</b>	<b>58.8</b>	<b>88.3</b>	<b>44.0%</b>	<b>50.1%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>30.9%</b>	<b>31.3%</b>	<b>37.3%</b>	<b>6.4pp</b>	<b>6.0pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(8.8)</b>	<b>(77.2)</b>	<b>(43.6)</b>	<b>395.6%</b>	<b>-43.5%</b>
Intereses Pagados	10.5	7.8	8.1	-22.8%	3.9%
Intereses Ganados	3.6	4.4	2.4	-33.0%	-44.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.2)	(0.5)	(0.3)	70.4%	-30.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(1.7)	(73.3)	(37.6)	>500%	-48.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	(0.3)	0.1	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>27.1</b>	<b>(45.3)</b>	<b>20.5</b>	<b>-24.5%</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	2.7	0.5	4.2	59.7%	>500%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>24.4</b>	<b>(45.8)</b>	<b>16.2</b>	<b>-33.7%</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria	3.7	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>20.7</b>	<b>(45.8)</b>	<b>16.2</b>	<b>-21.7%</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>10.4%</b>	<b>-24.3%</b>	<b>6.9%</b>	<b>(3.6pp)</b>	<b>31.2pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.089</b>	<b>(0.166)</b>	<b>0.059</b>	<b>-33.7%</b>	<b>N.A.</b>

Estado de Posición Financiera (Millones)					
<b>Activo Circulante</b>	<b>0.0</b>	<b>761.8</b>	<b>788.2</b>	N.A.	3.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	0.0	535.6	378.4	N.A.	-29.4%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>0.0</b>	<b>2,603.8</b>	<b>2,614.2</b>	N.A.	0.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	0.0	2,373.9	2,378.7	N.A.	0.2%
Activos Intangibles (Neto)	0.0	45.9	45.9	N.A.	0.0%
<b>Activo Total</b>	<b>0.0</b>	<b>3,365.6</b>	<b>3,402.4</b>	<b>N.A.</b>	<b>1.1%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>0.0</b>	<b>357.3</b>	<b>375.0</b>	<b>N.A.</b>	<b>5.0%</b>
Deuda de Corto Plazo	0.0	254.4	263.3	N.A.	3.5%
Proveedores	0.0	24.7	25.2	N.A.	2.2%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>0.0</b>	<b>880.7</b>	<b>893.0</b>	<b>N.A.</b>	<b>1.4%</b>
Deuda de Largo Plazo	0.0	849.2	859.4	N.A.	1.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>0.0</b>	<b>1,237.9</b>	<b>1,268.0</b>	<b>N.A.</b>	<b>2.4%</b>
Capital Contable	0.0	2,127.7	2,134.5	N.A.	0.3%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>0.0</b>	<b>2,127.7</b>	<b>2,134.5</b>	<b>N.A.</b>	<b>0.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>0.0</b>	<b>3,365.6</b>	<b>3,402.4</b>	<b>N.A.</b>	<b>1.1%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>0.0</b>	<b>568.0</b>	<b>744.3</b>	<b>N.A.</b>	<b>31.1%</b>

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	54.2	203.9	85.0
Flujos generado en la Operación	(80.3)	(111.9)	(183.6)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(9.0)	(551.8)	(24.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	282.9	960.3	(33.9)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>247.8</b>	<b>500.6</b>	<b>(157.2)</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**ICA \* (Mantener, PO 2015 \$17.00)**  
**Reporte del 1T15 en línea. Aumenta la deuda**

*José Itzamna Espitia Hernández*  
 29 de abril de 2015

Ica reportó las siguientes alzas en sus resultados al 1T15: **10.6% en Ingresos, 6.9% en Utilidad Operativa y 6.2% en Ebitda Ajustado, ubicándose en P\$8,822m, P\$1,155m y P\$1,676m, respectivamente.** Presentó una Pérdida Neta Mayoritaria de P\$846m (vs. pérdida de P\$24m en el 1T14) afectada por la pérdida cambiaria.

Los ingresos totales de Ica tuvieron un crecimiento de **10.6% vs. 1T14**, debido a los aumentos presentados en Construcción de 7%, y en Aeropuertos de 19%. Concesiones no presentó variación alguna.

La Utilidad de Operación tuvo un aumento de **6.9%** vs. el 1T14, colocándose en P\$1,155m, con lo que el **margen de operación fue de 13.1%** (-0.5pp vs. 1T14). El **Ebitda Ajustado presentó un incremento de 6.2%** vs. el 1T14, ubicándose en P\$1,676m, y el **margen Ebitda Ajustado tuvo una baja de 0.8pp, con lo cual se colocó en 19.0%**. El total de costos y gastos como porcentaje de ingresos se ubicó en 86.9%, comparado con el 86.5% en el 1T14. Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Construcción +1%, Concesiones -2% y Aeropuertos +20%.

Se registró una fuerte **Pérdida Neta Mayoritaria de P\$846m**, debido principalmente a un mayor costo integral de financiamiento de P\$2,491m por una fuerte pérdida cambiaria por P\$1,080m ante la depreciación del tipo de cambio peso/dólar.

El estado de contratación de construcción que consolida la compañía alcanzó **P\$36,171m**, que equivale a 20 meses de ventas al ritmo de ejecución del promedio acumulado del 2015 y representa una variación de -2% vs. 4T14. **Sigue aumentando la deuda total y se ubica en P\$56,203m (+5% vs. 4T14).** El efectivo total al 1T15 fue de P\$7,275m, con lo que la deuda neta se ubicó en P\$48,928m (+5% vs. 4T14).

**ICA – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	7,980	8,822	10.6%	9,220	-4.3%
Utilidad de Operación	1,081	1,155	6.9%	1,133	2.0%
Ebitda	1,579	1,676	6.2%	1,636	2.5%
Utilidad Neta	-24	-846	>500%	-676	25.1%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	13.5%	13.1%	-0.5pp	12.3%	0.8pp
Margen Ebitda	19.8%	19.0%	-0.8pp	17.7%	1.3pp
UPA	-\$0.040	-\$1.376	>500%	-\$1.099	25.2%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>7,979.9</b>	<b>10,962.4</b>	<b>8,822.2</b>	<b>10.6%</b>	<b>-19.5%</b>
Costo de Ventas	6,362.9	8,845.3	6,847.0	7.6%	-22.6%
Utilidad Bruta	1,617.0	2,117.1	1,975.3	22.2%	-6.7%
Gastos Generales	536.0	1,096.1	820.1	53.0%	-25.2%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>1,081.0</b>	<b>1,021.0</b>	<b>1,155.2</b>	<b>6.9%</b>	<b>13.1%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>13.5%</b>	<b>9.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>(0.5pp)</b>	<b>3.8pp</b>
Depreciación Operativa	263.1	326.2	365.3	38.9%	12.0%
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>1,579.1</b>	<b>1,510.2</b>	<b>1,676.4</b>	<b>6.2%</b>	<b>11.0%</b>
<b>Margen EBITDA Ajustado</b>	<b>19.8%</b>	<b>13.8%</b>	<b>19.0%</b>	<b>(0.8pp)</b>	<b>5.2pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(865.7)</b>	<b>(4,101.8)</b>	<b>(2,491.3)</b>	<b>187.8%</b>	<b>-39.3%</b>
Intereses Pagados	807.5	854.5	1,119.4	38.6%	31.0%
Intereses Ganados	45.7	(318.3)	40.5	-11.4%	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros	(53.1)	(83.6)	(332.9)	>500%	298.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(50.9)	(2,845.4)	(1,079.6)	>500%	-62.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	100.0	217.5	163.7	63.7%	-24.8%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>315.2</b>	<b>(2,863.3)</b>	<b>(1,172.5)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-59.1%</b>
Provisión para Impuestos	107.9	(759.4)	(365.4)	N.A.	-51.9%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>236.6</b>	<b>(1,825.9)</b>	<b>(708.4)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-61.2%</b>
Participación Minoritaria	260.4	255.7	137.9	-47.0%	-46.1%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(23.8)</b>	<b>(2,081.6)</b>	<b>(846.3)</b>	<b>&gt;500%</b>	<b>-59.3%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-19.0%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>(9.3pp)</b>	<b>9.4pp</b>
<b>UPA</b>	<b>(0.040)</b>	<b>(3.384)</b>	<b>(1.376)</b>	<b>&gt;500%</b>	<b>-59.3%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>44,038.6</b>	<b>47,107.7</b>	<b>49,021.7</b>	11.3%	4.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,138.6	7,029.3	7,274.7	41.6%	3.5%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>60,125.8</b>	<b>70,745.2</b>	<b>73,423.8</b>	22.1%	3.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	5,440.1	6,322.3	6,571.7	20.8%	3.9%
Activos Intangibles (Neto)	22,782.4	24,871.8	26,073.1	14.4%	4.8%
<b>Activo Total</b>	<b>104,164.4</b>	<b>117,852.9</b>	<b>122,445.5</b>	<b>17.6%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>39,808.9</b>	<b>37,799.9</b>	<b>41,615.7</b>	<b>4.5%</b>	<b>10.1%</b>
Deuda de Corto Plazo	10,376.4	7,603.8	9,220.4	-11.1%	21.3%
Proveedores	6,333.6	7,442.3	8,006.7	26.4%	7.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>40,327.1</b>	<b>58,238.1</b>	<b>59,720.4</b>	<b>48.1%</b>	<b>2.5%</b>
Deuda de Largo Plazo	31,754.4	49,036.7	50,130.2	57.9%	2.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>80,136.1</b>	<b>96,038.0</b>	<b>101,336.0</b>	<b>26.5%</b>	<b>5.5%</b>
Capital Contable	24,028.4	21,814.9	21,109.5	-12.1%	-3.2%
Participación Minoritaria	5,845.0	5,607.5	5,766.0	-1.4%	2.8%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>18,183.3</b>	<b>16,207.4</b>	<b>15,343.5</b>	<b>-15.6%</b>	<b>-5.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>104,164.4</b>	<b>117,852.9</b>	<b>122,445.5</b>	<b>17.6%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>34,673.7</b>	<b>46,749.5</b>	<b>48,927.9</b>	<b>41.1%</b>	<b>4.7%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,965.5	7,143.4	2,540.2		
Flujos generado en la Operación	(873.1)	(5,237.5)	(446.4)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,047.1)	(6,331.0)	(2,123.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(0.1)	4,933.2	(62.9)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>45.3</b>	<b>508.1</b>	<b>(92.1)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**KOF L (Mantener, PO 2015 \$130.00)**  
**Reporte negativo, ¡Nuevamente Venezuela!**

Marisol Huerta Mondragón  
 29 de Abril de 2015

**De nuevo ajuste en Venezuela.** Coca Cola FEMSA reportó resultados del 1T15 negativos con una menor caída a la que anticipábamos pero por debajo del mercado. Kof dio a conocer un nuevo ajuste en el tipo de cambio utilizado en Venezuela. Durante el 1T15 los ingresos sumaron P\$34,374 una baja de 11.2% A/A (vs -6.4% consenso y -15.4%e). Los ingresos fueron afectados por un nuevo ajuste en el tipo de cambio a 192 bolívares por dólar en la operación en Venezuela, sin este efecto los ingresos aumentaron 5.5%. Por su parte el flujo operativo EBITDA registró una contracción de 6.3% A/A ( vs -0.1% consenso y 11.6% de nuestros estimados), el margen EBITDA presentó un avance de 100pb a 18.5%, lo anterior derivado del desempeño en margen bruto que se expandió 40pb así como mayor control de gastos.

**Bajamos PO2015 a P\$130.00** Revisamos nuevamente nuestras proyecciones para Venezuela, división que ahora contribuye con el 2% a los ingresos y al EBITDA. El tipo de cambio utilizado en Venezuela es a mercado. Creemos que al final del día se ha reducido ya el impacto sobre este mercado en los resultados de la emisora, una vez que el crecimiento de este mercado para 2015 luce conservador, con un avance de 2-3% en los volúmenes consolidados.

**Permanecemos positivos para México y CA.** Para 2015 nuestra expectativa en volumen para el mercado interno es de un crecimiento de 2-3%, lo anterior derivado de bajas bases de comparación y reactivación del consumo. De los catalizadores que creemos serían positivos para la compañía en 2015 destaca la estabilidad en los costos de las principales materias primas como el azúcar y el PET que será un factor que podría impulsar una mejora en margen EBITDA de 20pb.

**KOF – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	38,708	34,374	-11.2%	32,757	4.9%
Utilidad de Operación	4,809	4,504	-6.3%	4,207	7.1%
Ebitda	6,767	6,358	-6.0%	5,982	6.3%
Utilidad Neta	2,310	2,194	-5.0%	2,353	-6.8%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	12.4%	13.1%	0.7pp	12.8%	0.3pp
Margen Ebitda	17.5%	18.5%	1.0pp	18.3%	0.2pp
Margen Neto	6.0%	6.4%	0.4pp	7.2%	-0.8pp
UPA	\$1.114	\$1.058	-5.0%	\$1.135	-6.8%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>38,707.7</b>	<b>39,567.2</b>	<b>34,373.7</b>	<b>-11.2%</b>	<b>-13.1%</b>
Costo de Ventas	20,810.6	21,059.0	18,616.1	-10.5%	-11.6%
Utilidad Bruta	17,897.1	18,508.2	15,757.6	-12.0%	-14.9%
Gastos Generales	13,087.7	12,134.1	11,253.5	-14.0%	-7.3%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>4,809.4</b>	<b>6,374.2</b>	<b>4,504.1</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-29.3%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>0.7pp</b>	<b>(3.0pp)</b>
Depreciación Operativa	1,957.6	1,724.5	1,854.4	-5.3%	7.5%
<b>EBITDA</b>	<b>6,766.9</b>	<b>8,098.7</b>	<b>6,358.5</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-21.5%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>17.5%</b>	<b>20.5%</b>	<b>18.5%</b>	<b>1.0pp</b>	<b>(2.0pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(1,221.0)</b>	<b>(2,068.6)</b>	<b>(1,380.9)</b>	<b>13.1%</b>	<b>-33.2%</b>
Intereses Pagados	1,429.5	1,326.6	1,335.1	-6.6%	0.6%
Intereses Ganados	233.3	29.6	82.3	-64.7%	178.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	29.8	(125.5)	53.9	81.0%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(54.5)	(646.1)	(182.0)	234.2%	-71.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>3,613.0</b>	<b>4,483.2</b>	<b>3,245.7</b>	<b>-10.2%</b>	<b>-27.6%</b>
Provisión para Impuestos	1,221.1	1,238.9	986.0	-19.3%	-20.4%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>2,391.8</b>	<b>3,244.4</b>	<b>2,259.7</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-30.3%</b>
Participación Minoritaria	82.0	169.6	65.9	-19.7%	-61.1%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>2,310</b>	<b>3,075</b>	<b>2,193.8</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-28.7%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>0.4pp</b>	<b>(1.4pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>1.114</b>	<b>1.483</b>	<b>1.058</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-28.7%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>42,861.1</b>	<b>38,128.4</b>	<b>33,919.2</b>	<b>-20.9%</b>	<b>-11.0%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	19,078.4	12,957.9	13,377.8	-29.9%	3.2%
Activos No Circulantes	170,887.7	174,237.5	169,135.5	-1.0%	-2.9%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>49,256.6</b>	<b>50,526.7</b>	<b>47,113.1</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-6.8%</b>
Activos Intangibles (Neto)	98,258.5	97,023.6	91,909.1	-6.5%	-5.3%
<b>Activo Total</b>	<b>213,748.8</b>	<b>212,365.9</b>	<b>203,054.7</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-4.4%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>35,149.4</b>	<b>28,402.8</b>	<b>29,463.6</b>	<b>-16.2%</b>	<b>3.7%</b>
Deuda de Corto Plazo	1,872.0	1,206.0	1,348.3	-28.0%	11.8%
Proveedores	14,355.1	14,151.2	10,451.5	-27.2%	-26.1%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>69,858.3</b>	<b>73,845.5</b>	<b>73,550.5</b>	<b>5.3%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>Deuda de Largo Plazo</b>	<b>58,754.8</b>	<b>64,821.2</b>	<b>66,078.4</b>	<b>12.5%</b>	<b>1.9%</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>105,007.8</b>	<b>102,248.3</b>	<b>103,014.1</b>	<b>-1.9%</b>	<b>0.7%</b>
Capital Contable	108,741.0	110,117.6	100,040.6	-8.0%	-9.2%
Participación Minoritaria	82.0	169.6	65.9	-19.7%	-61.1%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>104,501.0</b>	<b>105,716.7</b>	<b>96,034.5</b>	<b>-8.1%</b>	<b>-9.2%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>213,748.8</b>	<b>212,365.9</b>	<b>203,054.7</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-4.4%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>41,548.4</b>	<b>47,503.8</b>	<b>54,048.9</b>	<b>30.1%</b>	<b>13.8%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	6,857.7	5,420.1	6,562.1		
Flujos generado en la Operación	1,022.7	(4,477.3)	(2,526.4)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,024.2)	(4,182.5)	(1,667.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(793.4)	(4,513.4)	(789.6)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>6,062.7</b>	<b>(7,753.1)</b>	<b>1,579.2</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**LAB B (Mantener, PO 2015 P\$16.35)**  
**Reporte mejor a lo esperado a nivel operativo**

Marisol Huerta Mondragón  
 29 de Abril de 2015

**¡Resultados mejor a lo estimado a nivel operativo!** Genomma Lab reportó cifras correspondientes al 1T15 positivas mejor a nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo pero menores a nivel neto. Consideramos que el resultado mejor a lo esperado ya se encuentra incorporado en el precio de la acción, por lo que esperaríamos una reacción neutral en el mercado tras el reporte. Asimismo sigue pendiente la venta de Marzam, queda pendiente para el 3T15 y no el 2T15. Lab ratificó su guía para 2015 en ventas (+5.2%)

**Apoyan operaciones internacionales.** Durante el 1T15 los ingresos consolidados crecieron 13.6% A/A (vs 6.6% consenso y 4.6%e) derivado del avance de (+30.6%) en las ventas internacionales que compensó el bajo desempeño del mercado interno (-8.3%). El margen bruto registró un avance de 40pb ante una mejor mezcla de los productos en las ventas internacionales. Los gastos generales disminuyeron 0.1% A/A, por eficiencias en gastos de venta y administración. Derivado de lo anterior el EBITDA ajustado creció 19.4% A/A, con una expansión en margen de 80pb. La utilidad neta retrocedió 10.0%, por mayores impuestos ante el efecto de conversión de Brasil.

**Reiteramos nuestra recomendación de MANTENER y PO para 2015 en P\$16.35.** A ese precio nuestro múltiplo estimado se ubicaría en 8.6x, contempla un descuento de 28.0% respecto al promedio de 11.9x del último año de la emisora. Nuestras expectativas consideran además de la baja estimada por la compañía en el mercado interno, un entorno competitivo más agresivo y debilidad en el consumo en México durante 2015. A nivel internacional si bien estamos observando un sólido crecimiento en sus operaciones internacionales, principalmente en Estados Unidos, la depreciación de las monedas en LA, aunado al entorno económico de debilidad que presenta Brasil, uno de los principales mercado de la emisora, nos mantiene cautelosos.

**LAB – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,438	2,768	13.6%	2,551	8.5%
Utilidad de Operación	358	412	15.1%	340	20.9%
Ebitda*	376	450	19.4%	366	22.8%
Utilidad Neta	153	138	-10.0%	173	-20.3%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	14.7%	14.9%	0.2pp	13.3%	1.5pp
Margen Ebitda	15.4%	16.2%	0.8pp	14.3%	1.9pp
UPA	\$0.146	\$0.132	-10.0%	\$0.540	-75.6%

\*EBITDA AJUSTADO

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,438.2</b>	<b>2,843.3</b>	<b>2,768.6</b>	<b>13.6%</b>	<b>-2.6%</b>
Costo de Ventas	743.5	864.5	833.6	12.1%	-3.6%
Utilidad Bruta	1,694.7	1,978.8	1,935.0	14.2%	-2.2%
Gastos Generales	1,337.9	1,300.5	1,516.9	13.4%	16.6%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>357.5</b>	<b>674.4</b>	<b>411.5</b>	<b>15.1%</b>	<b>-39.0%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>14.7%</b>	<b>23.7%</b>	<b>14.9%</b>	<b>0.2pp</b>	<b>(8.9pp)</b>
Depreciación Operativa	18.8	28.8	28.8	53.0%	0.0%
<b>EBITDA</b>	<b>376.4</b>	<b>703.3</b>	<b>449.4</b>	<b>19.4%</b>	<b>-36.1%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>15.4%</b>	<b>24.7%</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.8pp</b>	<b>(8.5pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(89.8)</b>	<b>6.5</b>	<b>(170.1)</b>	<b>89.3%</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados	88.0	89.5	95.6	8.7%	6.9%
Intereses Ganados	3.3	2.8	2.9	-12.2%	2.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.9)	(0.2)	(4.3)	362.8%	>500%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(4.2)	93.4	(73.0)	>500%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0.3)	(9.2)	(0.8)	134.9%	-91.5%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>267.3</b>	<b>671.7</b>	<b>240.7</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-64.2%</b>
Provisión para Impuestos	88.2	170.4	114.9	30.3%	-32.6%
Operaciones Discontinuas		12.9	20.7		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>179.1</b>	<b>514.2</b>	<b>146.4</b>	<b>-18.3%</b>	<b>-71.5%</b>
Participación Minoritaria	25.7	3.6	8.4	-67.3%	133.5%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>153.4</b>	<b>510.6</b>	<b>138.0</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-73.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>6.3%</b>	<b>18.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>(1.3pp)</b>	<b>(13.0pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>0.146</b>	<b>0.487</b>	<b>0.132</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-73.0%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>9,810.5</b>	<b>9,347.7</b>	<b>16,948.7</b>	<b>72.8%</b>	<b>81.3%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,707.6	1,182.3	1,799.5	5.4%	52.2%
Activos No Circulantes	7,655.4	15,683.4	8,292.6	8.3%	-47.1%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>432.3</b>	<b>457.7</b>	<b>423.6</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-7.4%</b>
Activos Intangibles (Neto)	6,498.8	6,665.8	7,100.1	9.3%	6.5%
<b>Activo Total</b>	<b>17,465.9</b>	<b>25,031.1</b>	<b>25,241.3</b>	<b>44.5%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>2,443.4</b>	<b>7,595.9</b>	<b>6,933.0</b>	<b>183.7%</b>	<b>-8.7%</b>
Deuda de Corto Plazo	289.5	400.6	413.0	42.6%	3.1%
Proveedores	1,390.1	1,554.7	1,160.5	-16.5%	-25.4%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>6,016.4</b>	<b>7,329.3</b>	<b>7,756.7</b>	<b>28.9%</b>	<b>5.8%</b>
Deuda de Largo Plazo	5,617.4	6,905.9	7,248.1	29.0%	5.0%
<b>Pasivo Total</b>	<b>8,459.8</b>	<b>14,925.2</b>	<b>14,689.6</b>	<b>73.6%</b>	<b>-1.6%</b>
Capital Contable	9,006.1	10,105.9	10,551.6	17.2%	4.4%
Participación Minoritaria	25.7	3.6	8.4	-67.3%	133.5%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>8,856.3</b>	<b>9,895.6</b>	<b>10,325.4</b>	<b>16.6%</b>	<b>4.3%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>17,465.9</b>	<b>25,031.1</b>	<b>25,241.3</b>	<b>44.5%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>3,909.8</b>	<b>5,723.6</b>	<b>5,448.7</b>	<b>39.4%</b>	<b>-4.8%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	370.9	791.3	367.0		
Flujos generado en la Operación	(180.7)	(404.6)	122.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(318.9)	(1,303.3)	(0.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	95.7	752.9	122.9		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(33.1)</b>	<b>(163.7)</b>	<b>612.4</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**LALA B (Mantener, PO 2015 \$35.00)**  
**¡Rentabilidad supera expectativas!**

Marisol Huerta Mondragon  
 28 de Abril de 2015

**Tiene reporte positivo:** Lala presentó cifras del 1T15 positivas por arriba de nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo y neto. Los ingresos sumaron P\$11,630m un crecimiento de 4.7% (vs 4.6% mercado y 5.1%e). El crecimiento se atribuyó a alza en precios, aunado a la incorporación Eskimo, la adquisición que realizó en Nicaragua a finales de 2014 y que introdujo nuevas categorías en helados y yogurth. El margen bruto reportó una expansión de 300pb por un mejor desempeño en la mezcla de productos de mayor precio, y menores costos que compensó el alza en insumos denominados en dólares. Los gastos de operación fueron mayores en 30pb, debido al aumento en gastos de comercialización y la integración de Eskimo. Derivado de lo anterior el EBITDA se incrementó de 25.8% A/A (vs 91.8% consenso y 11.7%e) un margen de 14.1% +240pb. La utilidad neta creció 18.3%, por desempeño operativo

**Subimos PO2015 de P\$35.00.** Incorporamos los resultados del 1T15, mejor a nuestras expectativas. Nos mantenemos positivos respecto al desempeño de Lala en 2015, con base en el desempeño que consideramos deberá mostrar los segmentos de productos lácteos (leches adicionadas con vitaminas, segmentadas por su funcionalidad) y sus derivados como queso, crema, postres, y la integración de Eskimo en las categorías de helado y yogurth, etc. Si bien seguimos estimando un crecimiento conservador a nivel de ingresos de 6.0% (5.1% previo), por el incipiente crecimiento en el entorno económico, somos ligeramente más optimistas del desempeño a nivel operativo donde estimamos un avance de 13.4% en EBITDA (11.2% previo) y una posible expansión de 90pb en márgenes (vs70pb). El crecimiento en EBITDA y en rentabilidad deriva de las inversiones realizadas en los últimos 12 meses. Asimismo consideramos que la empresa logrará un sólido crecimiento en las nuevas categorías en el segmento de productos lácteos y funcionales.

**LALA – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	11,108	11,630	4.7%	11,672	-0.4%
Utilidad de Operación	1,063	1,366	28.5%	1,155	18.3%
Ebitda	1,304	1,641	25.8%	1,457	12.6%
Utilidad Neta	796	944	18.3%	821	13.8%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	9.6%	11.7%	2.2pp	9.9%	1.9pp
Margen Ebitda	11.7%	14.1%	2.4pp	12.5%	1.6pp
UPA	\$0.319	\$0.377	18.3%	\$0.315	6.2pp

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>11,107.6</b>	<b>11,584.1</b>	<b>11,630.4</b>	<b>4.7%</b>	<b>0.4%</b>
Costo de Ventas	7,106.2	7,286.5	7,098.7	-0.1%	-2.6%
Utilidad Bruta	4,001.4	4,297.6	4,531.8	13.3%	5.4%
Gastos Generales	2,969.9	3,096.2	3,145.2	5.9%	1.6%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>1,063.4</b>	<b>1,201.7</b>	<b>1,366.1</b>	<b>28.5%</b>	<b>13.7%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2pp</b>	<b>1.4pp</b>
Depreciación Operativa	240.8	260.5	274.6	14.1%	5.4%
<b>EBITDA</b>	<b>1,304.2</b>	<b>1,462.2</b>	<b>1,640.7</b>	<b>25.8%</b>	<b>12.2%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.4pp</b>	<b>1.5pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>83.4</b>	<b>(135.1)</b>	<b>1.3</b>	<b>-98.4%</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados	5.5	2.5	2.4	-57.0%	-7.0%
Intereses Ganados	76.8	64.9	58.9	-23.3%	-9.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	10.1	(122.6)	(42.1)	N.A.	-65.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	2.0	(74.8)	(13.0)	N.A.	-82.6%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	1.3	6.0	4.4	248.2%	-27.2%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>1,148.1</b>	<b>1,072.6</b>	<b>1,371.8</b>	<b>19.5%</b>	<b>27.9%</b>
Provisión para Impuestos	352.4	350.0	428.2	21.5%	22.3%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>795.7</b>	<b>722.6</b>	<b>943.6</b>	<b>18.6%</b>	<b>30.6%</b>
Participación Minoritaria	6.1	11.2	9.6	57.8%	-15.0%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>789.7</b>	<b>711.4</b>	<b>934.1</b>	<b>18.3%</b>	<b>31.3%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.9pp</b>	<b>1.9pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.319</b>	<b>0.287</b>	<b>0.377</b>	<b>18.3%</b>	<b>31.3%</b>

0

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>17,102.7</b>	<b>15,233.5</b>	<b>16,488.8</b>	-3.6%	8.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	9,943.7	7,196.5	8,097.3	-18.6%	12.5%
Activos No Circulantes	11,683.8	14,692.3	14,923.6	27.7%	1.6%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>10,063.3</b>	<b>12,361.2</b>	<b>12,573.8</b>	<b>24.9%</b>	<b>1.7%</b>
Activos Intangibles (Neto)	831.5	1,598.2	1,603.8	92.9%	0.4%
<b>Activo Total</b>	<b>28,786.5</b>	<b>29,925.8</b>	<b>31,412.4</b>	<b>9.1%</b>	<b>5.0%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>5,621.4</b>	<b>4,477.2</b>	<b>6,263.9</b>	<b>11.4%</b>	<b>39.9%</b>
Deuda de Corto Plazo	646.9	31.0	31.5	-95.1%	1.4%
Proveedores	2,233.1	2,324.1	2,149.1	-3.8%	-7.5%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>2,173.5</b>	<b>2,147.5</b>	<b>2,165.1</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Pasivos por Impuestos Diferidos</b>	<b>781.4</b>	<b>750.4</b>	<b>751.7</b>	<b>-3.8%</b>	<b>0.2%</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>7,794.9</b>	<b>6,624.6</b>	<b>8,429.0</b>	<b>8.1%</b>	<b>27.2%</b>
Capital Contable	20,991.6	23,301.2	22,983.4	9.5%	-1.4%
Participación Minoritaria	6.1	11.2	9.6	57.8%	-15.0%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>20,711.3</b>	<b>23,025.1</b>	<b>22,698.1</b>	<b>9.6%</b>	<b>-1.4%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>28,786.5</b>	<b>29,925.8</b>	<b>31,412.4</b>	<b>9.1%</b>	<b>5.0%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(9,223.6)</b>	<b>(7,115.7)</b>	<b>(8,024.2)</b>	<b>-13.0%</b>	<b>12.8%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,319.9	1,396.2	1,652.5		
Flujos generado en la Operación	485.0	(1,381.2)	263.0		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(311.0)	(2,329.2)	(678.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	8.8	(30.1)	(337.5)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,502.6</b>	<b>(2,344.2)</b>	<b>899.8</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## MAXCOM CPO (Venta, PO 2015 \$1.50) Cae el Ebitda y aumenta el riesgo

Manuel Jiménez Zaldivar  
22 de abril de 2015

Se debilitan las ventas provocando una fuerte reducción en el EBITDA. Los resultados del 1T15 de Maxcom son una sorpresa negativa para los inversionistas. La base de UGIs se redujo 1.4% A/A y el ARPU cayó 3.2%, mientras que los gastos de administración incrementaron 14.9% vs 1T14, provocando una erosión en el margen EBITDA de 5.2pp. Los ingresos retrocedieron 3.5% (P\$626m), y el EBITDA disminuyó 25.3% a P\$112m.

Recortamos estimados, PO 2015 y bajamos la recomendación a VENTA. Incorporamos los débiles resultados a nuestras proyecciones, por lo que esperamos una caída de 16.6% en el EBITDA. Así, ajustamos el PO 2015 a P\$1.50.

La base de UGIs registró una nueva caída. La base de UGIs finalizó en 610.7 mil, acumulando una pérdida de 12.1 mil UGIs. Se registraron 3.8 mil UGI adicionales en el segmento comercial, mientras que en el segmento residencial y de telefonía pública se perdieron 18.1 mil UGIs. El ARPU continúa registrando fuertes caídas debido a mayor competencia y el efecto de empaquetamiento de servicios. En el 1T15, el ARPU cayó 3.2% A/A, mientras que al excluir el segmento de mayoreo éste retrocedería 15.8%.

Preocupante debilidad en las ventas. Los ingresos consolidados cayeron 3.5% a P\$626m (3.1% por debajo de nuestro estimado). El segmento residencial disminuyó: 9.7%, el comercial 19.9%, el de telefonía pública 36.4%, mientras que el de mayoreo creció 24.6%. La lenta reconfiguración del negocio ha tenido un impacto en los ingresos, por lo que creemos que el riesgo de esta emisora se ha incrementado sustancialmente.

La empresa registró mayores gastos de administración afectando la rentabilidad. Los gastos de venta se incrementaron 14.9%, por lo que el EBITDA cayó 25.3% A/A a P\$112m y una contracción en el margen a 17.9% desde 23.2% en el periodo anterior.

### MAXCOM – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	649	626	-3.5%	646	-3.1%
Utilidad de Operación	45	-16	N.A.	36	N.A.
Ebitda	150	112	-25.3%	153	-26.7%
Utilidad Neta	-19	-58	209.3%	-60	-3.0%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	7.0%	-2.6%	-9.6pp	5.5%	-8.1pp
Margen Ebitda	23.2%	17.9%	-5.2pp	23.7%	-5.8pp
UPA	-\$0.018	-\$0.054	204.2%	-\$0.057	3.8%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>648.6</b>	<b>659.6</b>	<b>625.7</b>	<b>-3.5%</b>	<b>-5.1%</b>
Costo de Ventas	326.1	314.1	315.7	-3.2%	0.5%
Utilidad Bruta	322.4	345.5	310.0	-3.8%	-10.3%
Gastos Generales	264.1	324.9	305.1	15.5%	-6.1%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>45.1</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(16.2)</b>	<b>N.A.</b>	<b>97.8%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.0%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>(9.6pp)</b>	<b>(1.4pp)</b>
Depreciación Operativa	91.9	124.8	107.2	16.7%	-14.1%
<b>EBITDA</b>	<b>150.1</b>	<b>145.4</b>	<b>112.2</b>	<b>-25.3%</b>	<b>-22.9%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>23.2%</b>	<b>22.1%</b>	<b>17.9%</b>	<b>(5.2pp)</b>	<b>(4.1pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(63.9)</b>	<b>(191.9)</b>	<b>(41.7)</b>	<b>-34.6%</b>	<b>-78.3%</b>
Intereses Pagados	38.0	40.4	40.8	7.3%	1.0%
Intereses Ganados	16.2	1.7	0.5	-96.9%	-71.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(42.1)	(153.3)	(1.5)	-96.5%	-99.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(200.1)</b>	<b>(58.0)</b>	<b>209.3%</b>	<b>-71.0%</b>
Provisión para Impuestos				N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(200.1)</b>	<b>(58.0)</b>	<b>209.3%</b>	<b>-71.0%</b>
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(200.1)</b>	<b>(58.0)</b>	<b>209.3%</b>	<b>-71.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-30.3%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>(6.4pp)</b>	<b>21.1pp</b>
<b>UPA</b>	<b>(0.018)</b>	<b>(0.189)</b>	<b>(0.054)</b>	<b>204.2%</b>	<b>-71.2%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>2,767.5</b>	<b>2,384.7</b>	<b>2,015.4</b>	<b>-27.2%</b>	<b>-15.5%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,954.5	1,443.1	1,216.8	-37.7%	-15.7%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>2,970.4</b>	<b>3,575.6</b>	<b>3,676.0</b>	<b>23.8%</b>	<b>2.8%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,872.1	3,331.3	3,499.3	21.8%	5.0%
Activos Intangibles (Neto)	78.8	123.8	142.0	80.2%	14.7%
<b>Activo Total</b>	<b>5,737.9</b>	<b>5,960.3</b>	<b>5,691.4</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-4.5%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>440.7</b>	<b>607.6</b>	<b>587.5</b>	<b>33.3%</b>	<b>-3.3%</b>
Deuda de Corto Plazo				N.A.	N.A.
Proveedores	360.4	577.9	496.2	37.7%	-14.1%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>2,125.1</b>	<b>2,362.6</b>	<b>2,209.8</b>	<b>4.0%</b>	<b>-6.5%</b>
Deuda de Largo Plazo	1,966.7	2,227.0	2,089.1	6.2%	-6.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>2,565.8</b>	<b>2,970.2</b>	<b>2,797.3</b>	<b>9.0%</b>	<b>-5.8%</b>
Capital Contable	3,172.1	2,990.1	2,894.1	-8.8%	-3.2%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>3,172.1</b>	<b>2,990.1</b>	<b>2,894.1</b>	<b>-8.8%</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>5,737.9</b>	<b>5,960.3</b>	<b>5,691.4</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-4.5%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>12.2</b>	<b>783.9</b>	<b>2,089.1</b>	<b>&gt;500%</b>	<b>166.5%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	107.6	198.0	27.0
Flujos generado en la Operación	(57.7)	161.2	(109.1)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(93.8)	(484.7)	(152.9)
Flujo neto de actividades de financiamiento	44.7	(63.4)	8.6
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>0.8</b>	<b>(188.9)</b>	<b>(226.3)</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## MEGA CPO (Compra, PO 2015 \$73.00) Supera fácilmente nuestros estimados

Manuel Jiménez Zaldivar  
30 de abril de 2015

**Estrategias comerciales han detonado un fuerte crecimiento.** Megacable aprovechó con diversas estrategias comerciales la mayor demanda de servicios de valor agregado observada en el trimestre, logrando crecer la base de UGIs 22.9% A/A. Los ingresos crecieron 23.8% debido al avance en las operaciones de cable y una mayor venta de servicios empresariales. A nivel del EBITDA, MEGA reportó un monto de P\$1,464m (22.6%) y un margen de 43.8%.

**En 2015, estimamos crecimientos de 19% y 16.2% en Ventas y EBITDA.** Revisamos al alza nuestros estimados, acercándonos a la guía, y subimos PO. Con un balance sin deuda y una sólida generación de efectivo, creemos que la empresa debería aumentar la distribución hacia sus accionistas (P\$1.14 o *yield* aprobado 1.8%).

**Se acelera el crecimiento de la base de UGIs a 22.9% y sin adquisiciones.** Megacable terminó el 1T15 con una base de 4.7 millones de UGIs (+22.9% A/A), registró variaciones de +14.2% en el servicio de video; +40.9% en los accesos a internet y +23.7% en telefonía. Creemos que las estrategias comerciales han sido exitosas al generar un mayor número de suscriptores, a pesar de un entorno de mayor competencia.

**Segmento de servicios empresariales da un impulso adicional a las ventas.** Las ventas de servicios empresariales crecieron 69.3%, representando 19.5% de las ventas consolidadas (vs 14.2% en el 1T14). Al desglosar los ingresos de las operaciones de Cable observamos crecimientos de 10% en video, 37% en internet y 11.2% en telefonía. Así la empresa logró el avance de 23.8% vs 1T14 en sus ventas para alcanzar un monto de P\$3,339m.

**Márgenes ligeramente presionados por PCTV y servicios empresariales.** La consolidación de PCTV representó una tercera parte del crecimiento de los costos.

### MEGA – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	2,696	3,339	23.8%	3,188	4.7%
Utilidad de Operación	795	1,111	39.7%	922	20.5%
Ebitda	1,194	1,464	22.6%	1,365	7.3%
Utilidad Neta	582	775	33.3%	662	17.2%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	29.5%	33.3%	3.8pp	28.9%	4.3pp
Margen Ebitda	44.3%	43.8%	-0.5pp	42.8%	1.0pp
UPA	\$0.677	\$0.902	33.2%	\$0.770	17.1%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,696.2</b>	<b>3,136.3</b>	<b>3,338.8</b>	<b>23.8%</b>	<b>6.5%</b>
Costo de Ventas	760.4	928.1	996.4	31.0%	7.4%
Utilidad Bruta	1,935.8	2,208.2	2,342.4	21.0%	6.1%
Gastos Generales	1,155.5	1,409.2	1,287.3	11.4%	-8.7%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>795.2</b>	<b>770.7</b>	<b>1,111.0</b>	<b>39.7%</b>	<b>44.2%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>29.5%</b>	<b>24.6%</b>	<b>33.3%</b>	<b>3.8pp</b>	<b>8.7pp</b>
Depreciación Operativa	414.2	455.8	408.9	-1.3%	-10.3%
<b>EBITDA</b>	<b>1,194.4</b>	<b>1,254.9</b>	<b>1,464.0</b>	<b>22.6%</b>	<b>16.7%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>44.3%</b>	<b>40.0%</b>	<b>43.8%</b>	<b>(0.5pp)</b>	<b>3.8pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>7.8</b>	<b>(57.2)</b>	<b>(29.1)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-49.2%</b>
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	4.0	12.6	9.2	129.8%	-27.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	3.8	(69.8)	(38.3)	N.A.	-45.2%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.6			N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>810.7</b>	<b>713.5</b>	<b>1,082.0</b>	<b>33.5%</b>	<b>51.6%</b>
Provisión para Impuestos	202.7	196.2	273.0	34.7%	39.1%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>608.0</b>	<b>517.3</b>	<b>809.0</b>	<b>33.1%</b>	<b>56.4%</b>
Participación Minoritaria	26.2	(23.1)	33.7	28.6%	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>581.8</b>	<b>540.4</b>	<b>775.3</b>	<b>33.3%</b>	<b>43.5%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>21.6%</b>	<b>17.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>1.6pp</b>	<b>6.0pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.677</b>	<b>0.629</b>	<b>0.902</b>	<b>33.2%</b>	<b>43.4%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>5,485.2</b>	<b>6,241.1</b>	<b>6,885.9</b>	25.5%	10.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,114.6	3,998.0	4,268.3	37.0%	6.8%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>17,426.7</b>	<b>19,004.2</b>	<b>19,535.2</b>	12.1%	2.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,748.1	14,321.4	14,783.6	16.0%	3.2%
Activos Intangibles (Neto)	4,508.3	4,456.3	4,542.8	0.8%	1.9%
<b>Activo Total</b>	<b>22,911.8</b>	<b>25,245.4</b>	<b>26,421.0</b>	<b>15.3%</b>	<b>4.7%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,920.9</b>	<b>2,284.8</b>	<b>2,383.1</b>	<b>24.1%</b>	<b>4.3%</b>
Deuda de Corto Plazo	162.1	756.1	753.9	365.0%	-0.3%
Proveedores	1,637.5	1,379.1	1,504.3	-8.1%	9.1%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>4,991.9</b>	<b>5,115.9</b>	<b>5,227.0</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.2%</b>
Deuda de Largo Plazo	2,197.9	2,229.2	2,204.4	0.3%	-1.1%
<b>Pasivo Total</b>	<b>6,912.8</b>	<b>7,400.6</b>	<b>7,610.0</b>	<b>10.1%</b>	<b>2.8%</b>
Capital Contable	15,999.0	17,844.8	18,811.0	17.6%	5.4%
Participación Minoritaria	26.2	(23.1)	33.7	28.6%	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>15,452.9</b>	<b>17,174.6</b>	<b>18,109.2</b>	<b>17.2%</b>	<b>5.4%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>22,911.8</b>	<b>25,245.4</b>	<b>26,421.0</b>	<b>15.3%</b>	<b>4.7%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(754.6)</b>	<b>(1,012.7)</b>	<b>(1,309.9)</b>	<b>73.6%</b>	<b>29.4%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,238.5	1,248.2	1,502.3		
Flujos generado en la Operación	(256.0)	(109.4)	(388.9)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(423.8)	(1,010.1)	(867.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(41.9)	(61.3)	12.3		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>516.8</b>	<b>67.5</b>	<b>257.8</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**MEXCHEM \* (Compra, PO 2015 \$53.00)**  
**Resultados ligeramente arriba de expectativas**

Marissa Garza Ostos  
 21 de abril de 2015

**Resultados en camino a la recuperación.** En el 1T15, Mexchem registró ventas por US\$1,442 millones (vs. nuestro estimado por US\$1,407m) mostrando un incremento anual del 8.6%, prácticamente en línea con nuestras expectativas. Esto se explica principalmente por la consolidación de Dura-Line en Soluciones Integrales, Vestolit en Cloro-Vinilo, y la recuperación en la cadena de Flúor, gracias a los mayores precios de la fluorita y del ácido fluorhídrico con la entrada en vigor de nuevos contratos. Por su parte el EBITDA logró mantenerse estable en términos anuales al ubicarse en US\$198 millones (vs. nuestro estimado por US\$188m), ligeramente arriba de lo esperado, impulsado por los buenos resultados en Flúor ante la recuperación en precios mencionada, aunque esto no fue suficiente para compensar la debilidad en los resultados en las otras cadenas. A pesar de lo anterior es destacable la mejoría observada secuencialmente en los márgenes de Cloro Vinilo, apoyada por menores costos de materias primas, el re-inicio de operaciones de la planta de PMV, y en Soluciones Integrales, por buenos resultados en Latinoamérica, y resultados relativamente estables en Europa.

**Ligero deterioro en el balance, pero este se mantiene sólido.** Por lo que respecta a la estructura financiera de la compañía, se registró un ligero incremento en la razón de deuda neta a EBITDA a 2.4x en el 1T15 desde 2.2x en el 4T14 con una cobertura de intereses de 4.2x vs. 4.6x en el trimestre anterior.

**Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO2015 de P\$53.00.** El entorno aún es retador para la compañía, pero los resultados nos hacen confiar en que la recuperación está en camino. Consideramos que la estrategia de Mexchem orientada hacia el fortalecimiento de su integración vertical, en conjunción con un enfoque en productos con mejores márgenes, deberá verse reflejados en mejores resultados hacia adelante.

**MEXCHEM – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estím.
Ventas	1,328	1,442	8.6%	1,407	2.5%
Utilidad de Operación	102	90	-11.5%	80	12.7%
Ebitda	198	198	0.2%	188	5.4%
Utilidad Neta	49	19	-61.5%	14	35.5%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	7.7%	6.3%	-1.4pp	5.7%	0.6pp
Margen Ebitda	14.9%	13.7%	-1.2pp	13.4%	0.4pp
UPA	\$0.025	\$0.009	-63.4%	\$0.007	35.5%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,327.5</b>	<b>1,371.0</b>	<b>1,442.2</b>	<b>8.6%</b>	<b>5.2%</b>
Costo de Ventas	984.9	1,078.6	1,075.6	9.2%	-0.3%
Utilidad Bruta	342.7	292.3	366.6	7.0%	25.4%
Gastos Generales	240.9	248.5	276.4	14.8%	11.2%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>101.8</b>	<b>43.8</b>	<b>90.2</b>	<b>-11.5%</b>	<b>105.8%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.7%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>(1.4pp)</b>	<b>3.1pp</b>
Depreciación Operativa	95.9	113.0	107.9	12.6%	-4.5%
<b>EBITDA</b>	<b>197.7</b>	<b>156.8</b>	<b>198.1</b>	<b>0.2%</b>	<b>26.3%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>14.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.7%</b>	<b>(1.2pp)</b>	<b>2.3pp</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(28.9)</b>	<b>(104.6)</b>	<b>(67.9)</b>	<b>135.3%</b>	<b>-35.1%</b>
Intereses Pagados	32.3	60.1	52.1	61.4%	-13.3%
Intereses Ganados	11.7	7.7	5.4	-53.6%	-29.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(1.2)	2.3	0.8	N.A.	-64.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(7.0)	(54.5)	(22.0)	212.8%	-59.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0.1)	(0.5)	(0.7)	>500%	54.7%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>72.9</b>	<b>(61.3)</b>	<b>21.5</b>	<b>-70.5%</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	21.5	(14.6)	7.9	-63.0%	N.A.
Operaciones Discontinuas	0.4	9.6	0.6		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>51.8</b>	<b>(37.1)</b>	<b>14.1</b>	<b>-72.7%</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria	2.6		(4.8)	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>49.2</b>	<b>(37.1)</b>	<b>19.0</b>	<b>-61.5%</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>3.9%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>(2.6pp)</b>	<b>4.0pp</b>
<b>UPA</b>	<b>0.025</b>	<b>(0.018)</b>	<b>0.009</b>	<b>-63.4%</b>	<b>N.A.</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>3,084.7</b>	<b>2,583.5</b>	<b>2,355.2</b>	-23.6%	-8.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,028.0	619.5	404.3	-60.7%	-34.7%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>5,239.1</b>	<b>6,142.8</b>	<b>5,979.3</b>	14.1%	-2.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,250.3	3,730.0	3,695.6	13.7%	-0.9%
Activos Intangibles (Neto)	1,763.9	2,100.2	1,975.8	12.0%	-5.9%
<b>Activo Total</b>	<b>8,323.8</b>	<b>8,726.2</b>	<b>8,334.6</b>	<b>0.1%</b>	<b>-4.5%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,548.9</b>	<b>1,816.4</b>	<b>1,646.6</b>	6.3%	-9.3%
Deuda de Corto Plazo	57.1	61.7	55.4	-2.9%	-10.2%
Proveedores	989.8	1,130.3	1,029.6	4.0%	-8.9%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>3,084.3</b>	<b>3,420.1</b>	<b>3,282.3</b>	6.4%	-4.0%
Deuda de Largo Plazo	2,131.0	2,366.5	2,354.2	10.5%	-0.5%
<b>Pasivo Total</b>	<b>4,633.2</b>	<b>5,236.5</b>	<b>4,928.9</b>	<b>6.4%</b>	<b>-5.9%</b>
Capital Contable	3,690.6	3,489.7	3,405.6	-7.7%	-2.4%
Participación Minoritaria	352.4	443.7	499.5	41.7%	12.6%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>3,338.1</b>	<b>3,046.0</b>	<b>2,906.2</b>	<b>-12.9%</b>	<b>-4.6%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>8,323.8</b>	<b>8,726.2</b>	<b>8,334.6</b>	<b>0.1%</b>	<b>-4.5%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,160.1</b>	<b>1,808.7</b>	<b>2,005.3</b>	72.9%	10.9%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	188.4	676.5	152.0		
Flujos generado en la Operación	(190.6)	137.4	(179.5)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(179.1)	(1,336.7)	(102.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(23.3)	(90.2)	(84.9)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(204.6)</b>	<b>(613.0)</b>	<b>(215.3)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**PINFRA \* (Compra, PO 2015 \$216.00)**  
**Crecimientos de doble dígito. Baja la rentabilidad**

*José Itzamna Espitia Hernández*  
 24 de abril de 2015

**Pinfra reportó los siguientes crecimientos en sus resultados del 1T15: Ingresos +31.0% a P\$2,061m; Utilidad Operativa +20.2% a P\$1,070m; Ebitda +17.9% a P\$1,140m y Utilidad Neta Mayoritaria +67.4% a P\$855m.** En general, los resultados operativos del 1T15 de la compañía estuvieron en línea con lo esperado, pero hay que señalar que con una más baja rentabilidad.

**Pinfra presentó un avance en sus ingresos consolidados de 31.0%** derivado del alza de 6.0% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (contribución de 65.0% en el total de ingresos U12m) y un fuerte crecimiento de 140.9% en el segmento de Construcción (peso de 28.7%). Por otro lado tuvo una baja de 7.8% en los ingresos de Plantas (peso de 6.3%).

**La Utilidad de Operación se incrementó en 20.2%** vs. el 1T14, colocándose en P\$1,070m, con una **disminución en el margen de operación de 4.7pp**, ubicándose en **51.9%**. Por otro lado, **el Ebitda generado por la compañía tuvo un crecimiento de 17.9%** A/A, ubicándose en P\$1,140m, con una **baja en el margen de 6.1pp**, con lo cual finalizó en **55.3%**. Lo anterior se debió al crecimiento en los ingresos (+31.0%), que fue menor al incremento en el costo de ventas de la compañía de 43.5%. Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Concesiones +9.2%, Plantas +2.1% y Construcción +150.1%.

**La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$855m, siendo 67.4% mayor en comparación con el 1T14.** Lo anterior se debió a los crecimientos en los resultados operativos y un menor costo integral de financiamiento (-67.6% vs. 1T14) por la reestructura de la deuda de la México-Toluca, que fueron ligeramente compensados por un mayor monto en los impuestos a la utilidad (+33.7% vs. 1T14).

**PINFRA – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	1,574	2,061	31.0%	2,065	-0.2%
Utilidad de Operación	890	1,070	20.2%	1,073	-0.3%
Ebitda	966	1,140	17.9%	1,156	-1.4%
Utilidad Neta	511	855	67.4%	583	46.7%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	56.6%	51.9%	-4.7pp	52.0%	-0.1pp
Margen Ebitda	61.4%	55.3%	-6.1pp	56.0%	-0.7pp
UPA	\$1.344	\$1.996	48.5%	\$1.533	30.2%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,573.6</b>	<b>2,059.8</b>	<b>2,061.3</b>	<b>31.0%</b>	<b>0.1%</b>
Costo de Ventas	702.4	1,027.7	1,008.2	43.5%	-1.9%
Utilidad Bruta	871.2	1,032.1	1,053.1	20.9%	2.0%
Gastos Generales	(18.8)	(29.9)	(16.4)	-12.7%	-45.0%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>890.0</b>	<b>1,062.0</b>	<b>1,069.5</b>	<b>20.2%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>56.6%</b>	<b>51.6%</b>	<b>51.9%</b>	<b>(4.7pp)</b>	<b>0.3pp</b>
Depreciación Operativa	76.4	77.9	70.1	-8.2%	-10.0%
<b>EBITDA</b>	<b>966.3</b>	<b>1,139.9</b>	<b>1,139.6</b>	<b>17.9%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>61.4%</b>	<b>55.3%</b>	<b>55.3%</b>	<b>(6.1pp)</b>	<b>(0.1pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>310.9</b>	<b>94.6</b>	<b>100.7</b>	<b>-67.6%</b>	<b>6.4%</b>
Intereses Pagados	160.9	125.4	130.7	-18.8%	4.2%
Intereses Ganados	37.3	67.0	66.0	76.9%	-1.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(31.2)	(34.3)	(40.6)	29.9%	18.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(156.1)	(2.0)	4.5	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	49.0	20.2	43.0	-12.2%	112.7%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>628.1</b>	<b>987.6</b>	<b>1,011.9</b>	<b>61.1%</b>	<b>2.5%</b>
Provisión para Impuestos	116.8	146.5	156.2	33.7%	6.6%
Operaciones Discontinuadas	(0.4)	(0.4)	(0.4)		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>511.0</b>	<b>840.7</b>	<b>855.3</b>	<b>67.4%</b>	<b>1.7%</b>
Participación Minoritaria	0.1	0.1	0.1	0.0%	85.0%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>510.9</b>	<b>840.6</b>	<b>855.2</b>	<b>67.4%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>32.5%</b>	<b>40.8%</b>	<b>41.5%</b>	<b>9.0pp</b>	<b>0.7pp</b>
<b>UPA</b>	<b>1.344</b>	<b>1.968</b>	<b>1.996</b>	<b>48.5%</b>	<b>1.4%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>3,892.0</b>	<b>10,307.8</b>	<b>11,075.0</b>	184.6%	7.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,299.5	9,385.0	9,958.7	201.8%	6.1%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>15,040.5</b>	<b>16,704.6</b>	<b>17,754.3</b>	18.0%	6.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	565.5	675.3	701.2	24.0%	3.8%
Activos Intangibles (Neto)	11,576.3	12,705.7	13,147.9	13.6%	3.5%
<b>Activo Total</b>	<b>18,932.5</b>	<b>27,012.3</b>	<b>28,829.3</b>	<b>52.3%</b>	<b>6.7%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,476.7</b>	<b>1,497.5</b>	<b>2,570.4</b>	<b>74.1%</b>	<b>71.6%</b>
Deuda de Corto Plazo	994.6	618.2	520.6	-47.7%	-15.8%
Proveedores	61.3	95.7	89.5	46.1%	-6.4%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>8,204.0</b>	<b>6,708.7</b>	<b>6,625.3</b>	<b>-19.2%</b>	<b>-1.2%</b>
Deuda de Largo Plazo	7,973.3	6,523.3	6,406.7	-19.6%	-1.8%
<b>Pasivo Total</b>	<b>9,680.7</b>	<b>8,206.2</b>	<b>9,195.7</b>	<b>-5.0%</b>	<b>12.1%</b>
Capital Contable	9,251.8	18,806.2	19,633.6	112.2%	4.4%
Participación Minoritaria	3.6	4.2	4.3	19.9%	3.6%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>9,248.2</b>	<b>18,802.0</b>	<b>19,629.3</b>	<b>112.3%</b>	<b>4.4%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>18,932.5</b>	<b>27,012.3</b>	<b>28,829.3</b>	<b>52.3%</b>	<b>6.7%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>5,668.5</b>	<b>(2,243.4)</b>	<b>(3,031.4)</b>	<b>N.A.</b>	<b>35.1%</b>

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	924.1	3,086.5	1,070.7
Flujos generado en la Operación	45.1	104.7	380.8
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(484.0)	(8,008.0)	(970.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(547.3)	5,053.3	(327.1)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(62.1)</b>	<b>236.5</b>	<b>153.6</b>

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**SORIANA B (En revisión)**  
**Reporte Mixto; Comerc en proceso**

Marisol Huerta Mondragón  
 24 de Abril de 2015

**Estrategia en precios y enfoque en servicio impulsa VMT.** Durante el 1T15 los ingresos de Soriana mostraron un crecimiento de 4.6%, al sumar P\$24,924m, impulsado por el crecimiento de 3.0% en VMT (4.0%e). A lo que se suma la apertura de 17 unidades en el año. Las estrategias de precio bajo favorecieron el crecimiento en tráfico durante el trimestre. No obstante, de una mayor agresividad en precios afecto la rentabilidad de la empresa que presentó una contracción de 100pb en margen bruto. Soriana mantuvo su objetivo de recuperación de mercado y realizó fuertes campañas en precios y promociones. Por su parte los gastos, presentaron una baja de 60pb como porcentaje de las ventas, mostrando un mayor control en este rubro. Derivado de lo anterior el flujo operativo EBITDA durante el trimestre se ubicó en P\$1,701m reportando una baja de 1.8% (vs 6.5%consenso y 10.6%e) el margen Ebitda fue de 6.8% una contracción de 50pb. La utilidad neta mayoritaria retrocedió 1.8% (vs 13.6% consenso y 26.9%e), lo anterior relacionado con un mayor costo financiero relacionado con la paridad del tipo de cambio, que fue compensado con un menor gasto derivado de una menor deuda con costo promedio así como una menor tasa de interés asociadas.

**Reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.** Consideramos que la intensa actividad promocional que ha iniciado Soriana para recuperar tráfico y mercado están dando buenos resultados, así lo reflejan las cifras en ticket y tráfico del 1T15. En conferencia con analistas los directivos señalaron que el cliente está regresando a sus unidades, por lo que el enfoque se mantendrá en el servicio. Si bien observamos presión en los márgenes, relacionada con la inversión en precios para enfrentar a la competencia, creemos que la adición de Comerc a sus números logrará sinergias importantes en la parte de costos, manteniendo la rentabilidad de la empresa.

**SORIANA – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	4T14e	Var % vs Estim.
Ventas	23,823	24,924	4.6%	24,882	0.2%
Utilidad de Operación	1,214	1,168	-3.8%	1,418	-17.6%
Ebitda	1,732	1,701	-1.8%	1,916	-11.2%
Utilidad Neta	795	781	-1.8%	1,009	-22.6%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	5.1%	4.7%	-0.4pp	5.7%	-1.0pp
Margen Ebitda	7.3%	6.8%	-0.4pp	7.7%	-0.9pp
UPA	\$0.442	\$0.434	-1.8%	\$0.590	-15.6pp

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>23,822.5</b>	<b>28,730.6</b>	<b>24,924.0</b>	<b>4.6%</b>	<b>-13.2%</b>
Costo de Ventas	18,535.5	22,410.3	19,640.3	6.0%	-12.4%
Utilidad Bruta	5,287.0	6,320.3	5,283.7	-0.1%	-16.4%
Gastos Generales	4,091.9	4,728.1	4,119.9	0.7%	-12.9%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>1,214.4</b>	<b>1,619.5</b>	<b>1,167.9</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-27.9%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.7%</b>	<b>(0.4pp)</b>	<b>(1.0pp)</b>
Depreciación Operativa	517.5	524.9	532.7	2.9%	1.5%
<b>EBITDA</b>	<b>1,731.9</b>	<b>2,144.4</b>	<b>1,700.6</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-20.7%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.8%</b>	<b>(0.4pp)</b>	<b>(0.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(50.9)</b>	<b>(291.8)</b>	<b>(101.8)</b>	<b>100.3%</b>	<b>-65.1%</b>
Intereses Pagados	26.2	19.8	3.3	-87.3%	-83.2%
Intereses Ganados	39.4	35.0	41.1	4.4%	17.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(58.3)	(54.2)	(57.4)	-1.6%	5.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(5.8)	(252.9)	(82.3)	>500%	-67.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	6.6	24.4	18.3	177.4%	-24.9%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>1,170.1</b>	<b>1,352.1</b>	<b>1,084.4</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-19.8%</b>
Provisión para Impuestos	374.9	55.2	303.6	-19.0%	449.8%
Operaciones Discontinuadas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>795.2</b>	<b>1,296.8</b>	<b>780.8</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-39.8%</b>
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>795.2</b>	<b>1,296.8</b>	<b>780.8</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-39.8%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>(0.2pp)</b>	<b>(1.4pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>0.442</b>	<b>0.720</b>	<b>0.434</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-39.8%</b>

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>21,004.5</b>	<b>24,578.6</b>	<b>22,045.0</b>	5.0%	-10.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,162.2	2,672.8	1,138.9	-2.0%	-57.4%
Activos No Circulantes	54,922.6	56,141.3	56,113.2	2.2%	-0.1%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>43,029.9</b>	<b>44,648.4</b>	<b>44,134.3</b>	2.6%	-1.2%
Activos Intangibles (Neto)	11,004.3	10,543.7	11,032.1	0.3%	4.6%
<b>Activo Total</b>	<b>75,927.1</b>	<b>80,719.8</b>	<b>78,158.2</b>	<b>2.9%</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>19,731.0</b>	<b>22,292.4</b>	<b>18,892.2</b>	-4.3%	-15.3%
Deuda de Corto Plazo	3,529.0		1,900.0	-46.2%	N.A.
Proveedores	14,460.4	19,807.3	15,284.2	5.7%	-22.8%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>12,001.2</b>	<b>12,026.9</b>	<b>12,085.2</b>	0.7%	0.5%
Deuda de Largo Plazo	3,529.0		1,900.0	-46.2%	N.A.
<b>Pasivo Total</b>	<b>31,732.2</b>	<b>34,319.4</b>	<b>30,977.4</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-9.7%</b>
Capital Contable	44,195.0	46,400.5	47,180.8	6.8%	1.7%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>44,195.0</b>	<b>46,400.5</b>	<b>47,180.8</b>	<b>6.8%</b>	<b>1.7%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>75,927.1</b>	<b>80,719.8</b>	<b>78,158.2</b>	<b>2.9%</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>2,366.8</b>	<b>(724.5)</b>	<b>761.1</b>	-67.8%	N.A.

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,759.7	2,128.5	1,592.9		
Flujos generado en la Operación	(3,563.5)	4,328.2	(4,474.6)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(194.7)	(1,388.5)	(489.1)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,494.7	(3,574.4)	1,836.9		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(503.8)</b>	<b>1,493.8</b>	<b>(1,533.9)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**SPORT S (Compra, PO 2015 \$22.40)**  
**Fuerte desaceleración en el crecimiento**

Valentín III Mendoza Balderas  
 20 de abril de 2015

**Mayor cautela entre los consumidores y más gastos afectan el resultado operativo.** En el 1T15 se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos de Sports World. Las ventas crecieron 10.2% A/A, por debajo de nuestras expectativas, debido a una menor venta de membresías, así como una mayor tasa de deserción en clubes maduros, mientras que mayores gastos operativos, afectaron el EBITDA (-23.5% A/A). Por otra parte, mayores gastos financieros, propios del mayor apalancamiento para financiar parte de la expansión, se tradujeron en una pérdida neta de -P\$3.5m.

**Disminuyen los usuarios activos.** Sports World alcanzó 55,392 usuarios activos (3.4% A/A) debido a una tasa de deserción de 7.9% en clubes maduros, principalmente.

**Tasas de deserción en niveles históricos.** Durante los meses de enero y febrero se observaron tasas de deserción por arriba del 7%; sin embargo, debido a la implementación de estrategias de retención, en marzo se logró reducir la tasa de deserción a 2.6% y concluir el trimestre con 5% de tasa del periodo. Esto se atribuye a áreas de oportunidad en los servicios de los clubes maduros que requieren ser remodelados.

**La expansión afecta los márgenes.** Mayores gastos de operación en los clubes, así como gastos pre operativos de 4 clubes en construcción y mayores gastos de mercadotecnia afectaron fuertemente el EBITDA (-23.5% A/A) para alcanzar un margen de 12.7%. (-5.6pp).

**Ajustamos nuestros estimados y bajamos PO 2015 a P\$22.40.** Ante un entorno más complicado para SPORT, ajustamos a la baja nuestros estimados y PO para la compañía. Consideramos que la empresa deberá invertir más recursos para recuperar el dinamismo en los ingresos y controlar la tasa de deserción, aun cuando sea a costa de los márgenes.

**SPORT – Resultados 1T15**  
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	243	268	10.2%	288	-6.8%
Utilidad de Operación	18	2	-89.1%	25	-92.1%
EBITDA	44	34	-23.5%	54	-37.3%
Utilidad Neta	12	-3	N.A.	14	N.A.
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	7.4%	0.7%	-6.6pp	8.7%	-7.9pp
Margen Ebitda	18.3%	12.7%	-5.6pp	18.9%	-6.2pp
UPA	\$0.148	-\$0.042	N.A.	\$0.169	N.A.

Fuente: Banorte Ixe

<b>Estado de Resultados (Millones)</b>					
Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>243.3</b>	<b>285.6</b>	<b>268.2</b>	<b>10.2%</b>	<b>-6.1%</b>
Costo de Ventas				N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	243.3	285.6	268.2	10.2%	-6.1%
Gastos Generales	225.4	255.0	266.2	18.1%	4.4%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>17.9</b>	<b>30.6</b>	<b>2.0</b>	<b>-89.1%</b>	<b>-93.6%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.4%</b>	<b>10.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>(6.6pp)</b>	<b>(10.0pp)</b>
Depreciación Operativa	26.5	31.9	32.1	20.8%	0.3%
<b>EBITDA</b>	<b>44.4</b>	<b>62.5</b>	<b>34.0</b>	<b>-23.5%</b>	<b>-45.6%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>18.3%</b>	<b>21.9%</b>	<b>12.7%</b>	<b>(5.6pp)</b>	<b>(9.2pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(6.6)</b>	<b>154.4%</b>	<b>-33.8%</b>
Intereses Pagados	3.9	7.8	7.7	99.2%	-1.7%
Intereses Ganados	1.3	0.4	0.8	-39.2%	108.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros		(1.7)	0.2	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(0.1)	(0.9)	0.0	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>15.3</b>	<b>20.6</b>	<b>(4.7)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	3.1	6.1	(1.2)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>12.2</b>	<b>14.5</b>	<b>(3.5)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>12.2</b>	<b>14.5</b>	<b>(3.5)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>(6.3pp)</b>	<b>(6.4pp)</b>
UPA	0.148	0.176	(0.042)	N.A.	N.A.

<b>Estado de Posición Financiera (Millones)</b>					
<b>Activo Circulante</b>	<b>159.5</b>	<b>167.8</b>	<b>148.2</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-11.7%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	117.6	120.3	74.3	-36.9%	-38.3%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>1,080.0</b>	<b>1,234.9</b>	<b>1,272.3</b>	<b>17.8%</b>	<b>3.0%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	889.7	1,032.0	1,056.2	18.7%	2.3%
Activos Intangibles (Neto)	66.7	66.0	64.1	-4.0%	-2.9%
<b>Activo Total</b>	<b>1,239.5</b>	<b>1,402.7</b>	<b>1,420.4</b>	<b>14.6%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>256.1</b>	<b>296.0</b>	<b>317.6</b>	<b>24.0%</b>	<b>7.3%</b>
Deuda de Corto Plazo	43.4	61.7	64.5	48.6%	4.6%
Proveedores	31.8	57.0	57.4	80.2%	0.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>149.0</b>	<b>244.9</b>	<b>257.1</b>	<b>72.5%</b>	<b>5.0%</b>
Deuda de Largo Plazo	141.1	232.0	244.6	73.4%	5.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>405.2</b>	<b>540.9</b>	<b>574.7</b>	<b>41.8%</b>	<b>6.3%</b>
Capital Contable	834.3	861.8	845.7	1.4%	-1.9%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>834.3</b>	<b>861.8</b>	<b>845.7</b>	<b>1.4%</b>	<b>-1.9%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>1,239.5</b>	<b>1,402.7</b>	<b>1,420.4</b>	<b>14.6%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>66.9</b>	<b>173.4</b>	<b>234.9</b>	<b>251.3%</b>	<b>35.5%</b>

<b>Estado de Flujo de Efectivo</b>					
Flujo del resultado antes de Impuestos	41.8	52.5	27.4		
Flujos generado en la Operación	(42.9)	48.5	(14.6)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(33.8)	(66.1)	(61.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	9.0	11.7	2.6		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(25.8)</b>	<b>46.7</b>	<b>(46.0)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## TLEVISA CPO (Mantener, PO 2015 \$112.00) Adquisiciones dan un fuerte impulso

Manuel Jiménez Zaldivar  
23 de abril de 2015

**Adquisiciones dan mayor poder al motor de crecimiento.** Televisa muestra sólido crecimiento en ingresos y Ebitda debido a un fuerte dinamismo en el negocio de Telecomunicaciones y en el de Televisión de paga. En el 1T15, la empresa consolidó Telecable así como Cablecom. Los ingresos crecieron 17.3% A/A a P\$19,859m, el Ebitda avanzó 25.2% a P\$7,227m (vs 7.1%e) y la utilidad neta creció 70.2% A/A, incluyendo un ingreso no recurrente de US\$67.6m.

**Sólido avance en ingresos por crecimiento orgánico y adquisiciones.** Con las recientes adquisiciones, el negocio de Telecomunicaciones y de TV de paga (SKY) contribuyen con la mayoría de los ingresos consolidados. Los ingresos desglosados se comportaron de la siguiente manera: 1) +45.9% en Telecomunicaciones por crecimiento orgánico y la consolidación de Telecable y Cablecom; 2) +10.4% en los ingresos de SKY por la expansión de la base de suscriptores; 3) +7.3% por un incremento en Otros Ingresos y 4) +5.7% en las ventas de Contenido debido a mayores Ventas de Canales a empresas de Televisión de Paga.

**Supera los 10 millones de suscriptores de video.** En los U12m Televisa fortaleció su participación de mercado en TV de Paga mediante las adquisiciones de Cablecom y Telecable, y alcanzó 10.6m de suscriptores de video (+22.6% A/A), mientras que la base de UGIs aumentó 29.2% a 14.7m. Excluyendo las adquisiciones, el crecimiento orgánico fue de 5.1% en las UGIs de video, 23.3% en internet y 28.5% en voz. Mientras tanto, la base de Suscriptores de SKY aumentó 10%.

**Incremento de márgenes a lo largo de todas las operaciones.** Televisa reportó un crecimiento en el EBITDA de 25.2% vs el 1T14 lo que representó una expansión de 2.3pp en el margen EBITDA para ubicarse en 36.4%, debido expansiones en los márgenes todos los negocios.

### TLEVISA – Resultados 1T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	16,924	19,859	17.3%	18,990	4.6%
Utilidad de Operación	2,984	4,810	61.2%	3,370	42.7%
Ebitda	5,772	7,227	25.2%	6,745	7.1%
Utilidad Neta	854	1,453	70.2%	899	61.6%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	17.6%	24.2%	6.6pp	17.7%	6.5pp
Margen Ebitda	34.1%	36.4%	2.3pp	35.5%	0.9pp
UPA	\$0.298	\$0.506	69.8%	\$0.316	60.1%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>16,924.1</b>	<b>24,020.2</b>	<b>19,859.4</b>	<b>17.3%</b>	<b>-17.3%</b>
Costo de Ventas	9,737.1	12,663.1	11,134.7	14.4%	-12.1%
Utilidad Bruta	7,187.0	11,357.1	8,724.7	21.4%	-23.2%
Gastos Generales	4,041.4	5,288.6	4,840.9	19.8%	-8.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,983.7</b>	<b>5,546.7</b>	<b>4,810.2</b>	<b>61.2%</b>	<b>-13.3%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>17.6%</b>	<b>23.1%</b>	<b>24.2%</b>	<b>6.6pp</b>	<b>1.1pp</b>
Depreciación Operativa	2,626.7	3,381.8	3,343.1	27.3%	-1.1%
<b>EBITDA</b>	<b>5,772.2</b>	<b>9,450.4</b>	<b>7,226.9</b>	<b>25.2%</b>	<b>-23.5%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>34.1%</b>	<b>39.3%</b>	<b>36.4%</b>	<b>2.3pp</b>	<b>(3.0pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(1,117.8)</b>	<b>(1,536.7)</b>	<b>(1,861.0)</b>	<b>66.5%</b>	<b>21.1%</b>
Intereses Pagados	1,239.4	1,494.6	1,477.7	19.2%	-1.1%
Intereses Ganados	271.4	435.7	315.5	16.2%	-27.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(41.0)	547.3	168.1	-510.2%	-69.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(108.9)	(1,025.2)	(866.9)	696.3%	-15.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(198.6)	(34.4)	(299.5)	50.8%	771.6%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>1,667.2</b>	<b>3,975.6</b>	<b>2,649.7</b>	<b>58.9%</b>	<b>-33.4%</b>
Provisión para Impuestos	483.5	1,314.0	846.4	75.1%	-35.6%
Operaciones Discontinuadas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>1,183.7</b>	<b>2,661.6</b>	<b>1,803.3</b>	<b>52.3%</b>	<b>-32.2%</b>
Participación Minoritaria	329.9	157.4	349.8	6.0%	122.3%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>853.9</b>	<b>2,504.3</b>	<b>1,453.4</b>	<b>70.2%</b>	<b>-42.0%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>7.3%</b>	<b>2.3pp</b>	<b>(3.1pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>0.298</b>	<b>0.867</b>	<b>0.506</b>	<b>69.8%</b>	<b>-41.7%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>52,736.4</b>	<b>78,907.4</b>	<b>73,538.8</b>	39.4%	-6.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	22,177.3	34,517.9	38,619.0	74.1%	11.9%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>140,953.8</b>	<b>147,986.7</b>	<b>169,352.0</b>	20.1%	14.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	53,253.7	61,213.0	65,487.4	23.0%	7.0%
Activos Intangibles (Neto)	11,265.7	27,052.7	37,188.8	230.1%	37.5%
<b>Activo Total</b>	<b>193,690.2</b>	<b>226,894.2</b>	<b>242,890.7</b>	<b>25.4%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>38,900.1</b>	<b>43,475.4</b>	<b>48,182.7</b>	<b>23.9%</b>	<b>10.8%</b>
Deuda de Corto Plazo	657.9	765.8	1,579.4	140.1%	106.2%
Proveedores	11,906.1	17,142.0	20,517.9	72.3%	19.7%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>74,841.6</b>	<b>95,503.7</b>	<b>105,024.9</b>	<b>40.3%</b>	<b>10.0%</b>
Deuda de Largo Plazo	64,074.1	85,467.9	87,216.1	36.1%	2.0%
<b>Pasivo Total</b>	<b>113,741.7</b>	<b>138,979.1</b>	<b>153,207.6</b>	<b>34.7%</b>	<b>10.2%</b>
Capital Contable	79,948.5	87,915.1	89,683.1	12.2%	2.0%
Participación Minoritaria	329.9	157.4	349.8	6.0%	122.3%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>69,394.3</b>	<b>76,805.0</b>	<b>78,302.6</b>	<b>12.8%</b>	<b>1.9%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>193,690.2</b>	<b>226,894.2</b>	<b>242,890.7</b>	<b>25.4%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>42,554.6</b>	<b>51,715.8</b>	<b>50,176.5</b>	<b>17.9%</b>	<b>-3.0%</b>

### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	6,210.7	11,101.9	9,109.3		
Flujos generado en la Operación	(606.4)	2,036.2	10,025.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,546.1)	(7,899.8)	(14,042.5)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,321.9)	(2,269.4)	(960.8)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,736.3</b>	<b>2,968.9</b>	<b>4,131.6</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**WALMEX V (Mantener, PO 2015 \$41.00)**  
**Dinamismo en ventas, sacrifica márgenes.**

Marisol Huerta Mondragón  
 21 de Abril de 2015

**Resultados operativos afectados por mayores costos.** Durante el 1T15 los ingresos de Walmex fueron positivos (+9.3%) mismos que ya fueron asimilados por el mercado. No obstante a nivel operativo las cifras fueron menores a lo esperado, donde el EBITDA creció 6.3% A/A (vs 11.4% consenso y 9.4%e) y el margen EBITDA presentó una contracción de 20pb, ante una mayor presión en el margen bruto, relacionado con mayores costos en el trimestre. A nivel de gastos estos fueron estables. Los resultados menor a lo esperado estimamos tendrán un impacto negativo en el precio de la acción, una vez que se esperaba que el crecimiento en ventas que había mostrado Walmex los meses previos tendrían un impacto mejor en la rentabilidad.

**Reiteramos PO2015 en P\$41.00 y recomendación de Mantener.** Estimamos que la expectativa de un mejor desempeño en ventas de Walmex para 2015, impulsadas por bajas bases de comparación y un mayor dinamismo en el consumo, ya se encuentra reflejada en el precio y en su valuación. Por lo que creemos que hacia adelante la expectativa estará en que logre mejorar la rentabilidad, ante una mayor presión por la competencia.

**México retrocede margen bruto 20pb.** En México los ingresos crecieron +7.0% durante el 1T15. En el trimestre se reportó una contracción de 20pb en margen bruto al pasar de 21.7% a 21.5%. Los gastos crecieron menos que las ventas con un 6.2%. La presión en costos derivó en un avance de 2.6% en utilidad de operación y de 3.2% en EBITDA. El margen EBITDA retrocedió 30pb.

**Centroamérica otro trimestre con crecimiento de doble dígito.** Los resultados de Centroamérica siguieron firmes con un avance de 10.6% en ingresos sin efectos cambiarios, al sumar P\$14,500m. En el trimestre se reportó una expansión de 20pb en margen bruto al pasar de 22.3% a 22.5%. Lo que nos mantiene optimistas respecto a este mercado.

**WALMEX – Resultados 1T15**

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T14	1T15	Var %	1T15e	Var % vs Estim.
Ventas	102,229	111,723	9.3%	110,875	0.8%
Utilidad de Operación	6,916	7,341	6.2%	7,786	-5.7%
Ebitda	9,237	9,816	6.3%	10,157	-3.4%
Utilidad Neta	4,750	5,175	8.9%	6,370	-18.8%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	6.8%	6.6%	-0.2pp	7.0%	-0.5pp
Margen Ebitda	9.0%	8.8%	-0.2pp	9.2%	-0.4pp
UPA	\$0.270	\$0.296	9.6%	\$0.300	-1.5%

**Estado de Resultados (Millones)**

Año	2014	2014	2015	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>102,229.5</b>	<b>129,439.8</b>	<b>111,723.1</b>	<b>9.3%</b>	<b>-13.7%</b>
Costo de Ventas	79,974.5	99,619.5	87,572.6	9.5%	-12.1%
Utilidad Bruta	22,255.0	29,820.4	24,150.5	8.5%	-19.0%
Gastos Generales	15,543.4	17,127.8	16,860.2	8.5%	-1.6%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>6,915.2</b>	<b>13,691.3</b>	<b>7,340.7</b>	<b>6.2%</b>	<b>-46.4%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>6.8%</b>	<b>10.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>(0.2pp)</b>	<b>(4.0pp)</b>
Depreciación Operativa	2,321.0	2,338.9	2,475.3	6.6%	5.8%
<b>EBITDA</b>	<b>9,236.2</b>	<b>16,030.2</b>	<b>9,816.0</b>	<b>6.3%</b>	<b>-38.8%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>(0.2pp)</b>	<b>(3.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(49.1)</b>	<b>(8.6)</b>	<b>40.4</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	135.0	110.2	146.1	8.2%	32.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(204.0)	(137.0)	(171.7)	-15.8%	25.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	19.9	18.2	65.9	231.6%	261.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>6,866.1</b>	<b>13,682.7</b>	<b>7,381.1</b>	<b>7.5%</b>	<b>-46.1%</b>
Provisión para Impuestos	2,084.9	3,382.1	2,238.5	7.4%	-33.8%
Operaciones Discontinuas	(31.7)	95.3	31.8		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>4,749.5</b>	<b>10,395.8</b>	<b>5,174.3</b>	<b>8.9%</b>	<b>-50.2%</b>
Participación Minoritaria	(0.1)	8.3	0.8	N.A.	-90.8%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>4,749.6</b>	<b>10,387.6</b>	<b>5,173.6</b>	<b>8.9%</b>	<b>-50.2%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>4.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>(0.0pp)</b>	<b>(3.4pp)</b>
UPA	0.270	0.593	0.296	9.6%	-50.2%

**Estado de Posición Financiera (Millones)**

<b>Activo Circulante</b>	<b>78,027.7</b>	<b>90,452.2</b>	<b>80,649.2</b>	3.4%	-10.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	20,769.0	28,047.8	20,799.4	0.1%	-25.8%
Activos No Circulantes	146,311.5	155,628.4	155,640.4	6.4%	0.0%
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>119,872.3</b>	<b>125,996.1</b>	<b>125,967.7</b>	5.1%	0.0%
Activos Intangibles (Neto)	25,872.9	29,115.0	29,190.5	12.8%	0.3%
<b>Activo Total</b>	<b>224,339.1</b>	<b>246,080.6</b>	<b>236,289.6</b>	<b>5.3%</b>	<b>-4.0%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>81,268.5</b>	<b>75,528.1</b>	<b>92,441.1</b>	13.7%	22.4%
Deuda de Corto Plazo	732.6	692.0	578.3	-21.1%	-16.4%
Proveedores	38,611.3	52,710.2	43,210.4	11.9%	-18.0%
Pasivo a Largo Plazo	21,520.1	20,306.7	20,399.9	-5.2%	0.5%
<b>Deuda de Largo Plazo</b>	<b>13,906.0</b>	<b>13,261.7</b>	<b>13,170.6</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-0.7%</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>102,788.6</b>	<b>95,834.7</b>	<b>112,841.0</b>	<b>9.8%</b>	<b>17.7%</b>
Capital Contable	121,550.6	150,245.8	123,448.6	1.6%	-17.8%
Participación Minoritaria	(0.1)	8.3	0.8	N.A.	-90.8%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>121,535.1</b>	<b>150,222.6</b>	<b>123,424.5</b>	<b>1.6%</b>	<b>-17.8%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>224,339.1</b>	<b>246,080.6</b>	<b>236,289.6</b>	<b>5.3%</b>	<b>-4.0%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(6,863.0)</b>	<b>(14,786.1)</b>	<b>(6,893.4)</b>	0.4%	-53.4%

**Estado de Flujo de Efectivo**

Flujo del resultado antes de Impuestos	9,477.4	15,385.0	10,137.5		
Flujos generado en la Operación	(6,252.2)	4,682.9	(12,099.0)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,553.7)	(6,155.8)	(2,652.3)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,137.7)	(6,681.4)	(2,809.0)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>(466.1)</b>	<b>7,230.7</b>	<b>(7,422.7)</b>		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

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

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

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V**
**Directorio de Análisis**

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

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

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

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General de Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454