

## WALMEX

Reporte Trimestral

27 de abril 2017

### Buen trimestre, alineado a expectativas

- El reporte de Walmex resultó en línea con nuestros estimados, manteniendo la rentabilidad gracias a un mayor margen bruto que compensó el incremento en gastos. Esperamos una reacción neutral
- Los ingresos crecieron 7.2% A/A a P\$132,564m, el EBITDA aumentó 7.6% a P\$12,778m y la utilidad neta creció 6.1% a P\$7,130m, apoyada por una menor tasa efectiva de impuestos
- Tras ajustar nuestros estimados con el reporte e incorporar a nuestro modelo de valuación la nueva expectativa de tasa libre de riesgo, subimos nuestro PO2017 a P\$46.00, reiterando COMPRA

**Trimestre sin sorpresas, en línea con nuestros estimados.** Calificamos el reporte de Walmex como neutral, toda vez que resultó alineado a nuestras expectativas, mostrando estabilidad en los márgenes. Como anticipábamos, las operaciones tanto en México como en Centroamérica continuaron observando buenos crecimientos en ventas, poniendo de manifiesto la exitosa estrategia comercial de la minorista que le ha valido para seguir ganando cuota de mercado, incluso en un entorno más retador como el actual. Así, los ingresos crecieron 7.2% a P\$132,564m, mientras que el margen bruto se expandió 46pb a 22.4% como resultado de una reclasificación de cargos de promotoría hacia los gastos. Mientras tanto, el EBITDA se incrementó 7.6% A/A a P\$12,778m, -alineado a nuestra proyección de P\$12,666m- apoyado por una mejora en rentabilidad en CA, sumada al sostenimiento de los márgenes en México, al compensar el crecimiento de los gastos un mayor margen bruto. A nivel neto, el beneficio creció 7.6% a P\$7,130m, apoyado por el avance operativo y una menor tasa efectiva de impuestos. **Subimos nuestro PO2017 a P\$46.00, reiterando COMPRA,** tras incorporar los resultados del trimestre y la nueva expectativa de tasa libre de riesgo a nuestro modelo de valuación.

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

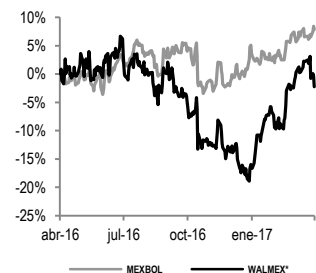
#### Valentín Mendoza

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

#### COMPRA

Precio Actual	P\$41.23
PO 2017	P\$46.00
Dividendo	0.85
Dividendo (%)	2.1%
Rendimiento Potencial	13.7%
Máx – Mín 12m (P\$)	43.99 – 33.53
Valor de Mercado (US\$m)	37,803.7
Acciones circulación (m)	17,461.4
Flotante	30%
Operatividad Diaria (P\$ m)	808.8
<b>Múltiplos 12M</b>	
FV/EBITDA	14.1x
P/U	21.3x

#### Rendimiento relativo al IPC 12 meses



#### Estados Financieros

*Sin Suburbia	2015*	2016*	2017E*	2018E*
Ingresos	475,910	532,384	570,777	615,975
Utilidad Operativa	32,829	39,454	42,789	48,550
EBITDA	42,592	50,148	53,477	58,474
Margen EBITDA	8.9%	9.4%	9.4%	9.5%
Utilidad Neta	26,376	33,352	30,391	34,457
Margen Neto	5.5%	6.3%	5.3%	5.6%
Activo Total	253,650	287,930	288,022	300,839
Disponible	24,791	27,976	21,408	26,625
Pasivo Total	101,829	120,904	126,764	134,595
Deuda	12,950	15,295	15,960	15,918
Capital	151,821	167,026	161,258	166,244

#### Múltiplos y razones financieras

	2015*	2016*	2017E*	2018E*
FV/EBITDA	16.6x	14.1x	13.4x	12.1x
P/U	27.3x	21.6x	23.7x	20.9x
P/VL	4.7x	4.3x	4.5x	4.3x
ROE	17.5%	20.9%	18.5%	21.0%
ROA	10.4%	11.6%	10.6%	11.5%
EBITDA/ intereses	7.4x	8.1x	6.9x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	-0.3x	-0.3x	-0.1x	-0.2x
Deuda/Capital	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

Fuente: Banorte-Ixe

## WALMEX – Resultados 1T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	1T16	1T17	Var %	1T17e	Var % vs Estim.
Ventas	123,672	132,564	7.2%	132,695	-0.1%
Utilidad de Operación	9,274	9,897	6.7%	9,954	-0.6%
Ebitda	11,872	12,778	7.6%	12,666	0.9%
Utilidad Neta	6,718	7,130	6.1%	7,057	1.0%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	7.5%	7.5%	0.0pp	7.5%	0.0pp
Margen Ebitda	9.6%	9.6%	0.0pp	9.5%	0.1pp
Margen Neto	5.4%	5.4%	-0.1pp	5.3%	0.1pp
UPA	\$0.38	\$0.41	6.1%	\$0.40	1.0%

Fuente: Banorte Ixe

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2016	2016	2017e	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>123,672.0</b>	<b>157,496.8</b>	<b>132,564.4</b>	<b>7.2%</b>	<b>-15.8%</b>
Costo de Ventas	96,495.0	122,890.9	102,824.4	6.6%	-16.3%
Utilidad Bruta	27,177.0	34,605.9	29,740.0	9.4%	-14.1%
Gastos Generales	17,973.0	21,800.7	20,008.5	11.3%	-8.2%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>9,274.0</b>	<b>12,647.5</b>	<b>9,896.6</b>	<b>6.7%</b>	<b>-21.8%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>(0.0pp)</b>	<b>(0.6pp)</b>
Depreciación Operativa	2,598.0	2,828.5	2,881.0	10.9%	1.9%
<b>EBITDA</b>	<b>11,872.0</b>	<b>15,476.0</b>	<b>12,778.0</b>	<b>7.6%</b>	<b>-17.4%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>0.0pp</b>	<b>(0.2pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>4.0</b>	<b>(257.0)</b>	<b>(188.4)</b>	<b>N.A.</b>	<b>-26.7%</b>
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	166.5	146.6	231.8	39.3%	58.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(283.2)	(405.0)	(443.1)	56.5%	9.4%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	99.7	1.5	22.9	-77.0%	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>9,278.0</b>	<b>12,390.6</b>	<b>9,708.2</b>	<b>4.6%</b>	<b>-21.6%</b>
Provisión para Impuestos	2,739.0	2,986.2	2,646.7	-3.4%	-11.4%
Operaciones Discontinuadas	180.0	992.0	68.7		
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>6,719.0</b>	<b>8,412.3</b>	<b>6,992.8</b>	<b>4.1%</b>	<b>-16.9%</b>
Participación Minoritaria	1.0	(3.7)		N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>6,718.0</b>	<b>10,400.1</b>	<b>7,130.2</b>	<b>6.1%</b>	<b>-31.4%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>(0.1pp)</b>	<b>(1.2pp)</b>
<b>UPA</b>	<b>0.385</b>	<b>0.596</b>	<b>0.408</b>	<b>6.1%</b>	<b>-31.4%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>79,130.9</b>	<b>104,022.7</b>	<b>90,924.7</b>	<b>14.9%</b>	<b>-12.6%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	21,433.7	27,975.5	17,776.5	-17.1%	-36.5%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>166,876.4</b>	<b>183,907.6</b>	<b>175,442.0</b>	<b>5.1%</b>	<b>-4.6%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	128,802.7	136,349.6	132,132.6	2.6%	-3.1%
Activos Intangibles (Neto)	1,408.1	1,919.0	1,788.3	27.0%	-6.8%
<b>Activo Total</b>	<b>246,007.3</b>	<b>287,930.3</b>	<b>266,366.7</b>	<b>8.3%</b>	<b>-7.5%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>93,349.0</b>	<b>93,956.8</b>	<b>117,662.6</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.2%</b>
Deuda de Corto Plazo	566.7	613.9	637.3	12.5%	3.8%
Proveedores	49,599.2	65,557.7	55,336.0	11.6%	-15.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>24,153.0</b>	<b>26,947.5</b>	<b>25,912.7</b>	<b>7.3%</b>	<b>-3.8%</b>
Deuda de Largo Plazo	13,070.9	14,680.9	14,525.2	11.1%	-1.1%
<b>Pasivo Total</b>	<b>117,502.0</b>	<b>120,904.3</b>	<b>143,575.3</b>	<b>22.2%</b>	<b>18.8%</b>
Capital Contable	128,505.2	167,026.0	122,791.4	-4.4%	-26.5%
Participación Minoritaria	1.0	(3.7)		N.A.	N.A.
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>128,479.8</b>	<b>167,026.0</b>	<b>122,791.4</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-26.5%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>246,007.3</b>	<b>287,930.3</b>	<b>266,366.7</b>	<b>8.3%</b>	<b>-7.5%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(7,796.2)</b>	<b>(12,680.8)</b>	<b>(2,614.0)</b>	<b>-66.5%</b>	<b>-79.4%</b>

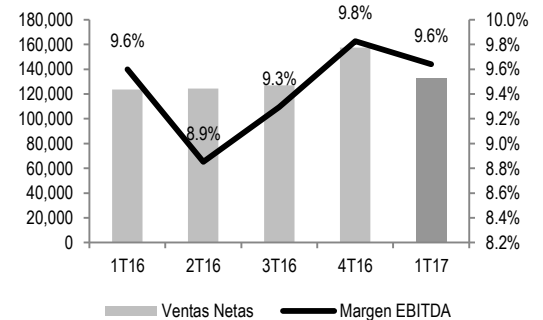
### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	8,205.6	7,920.3	7.1		
Flujos generado en la Operación	9,624.8	10,530.1	4,042.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,363.7)	(4,659.5)	(3,442.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,797.5)	(11,136.0)	(2,811.2)		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>12,669.2</b>	<b>2,654.9</b>	<b>(2,203.2)</b>		

Fuente: Banorte Ixe, BMV

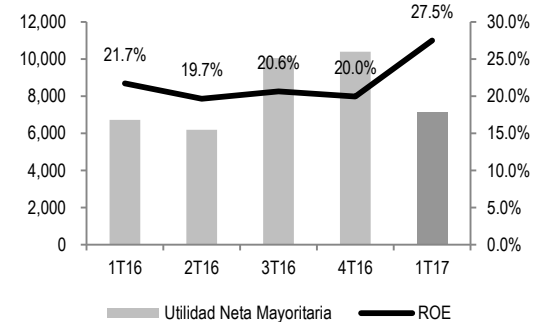
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



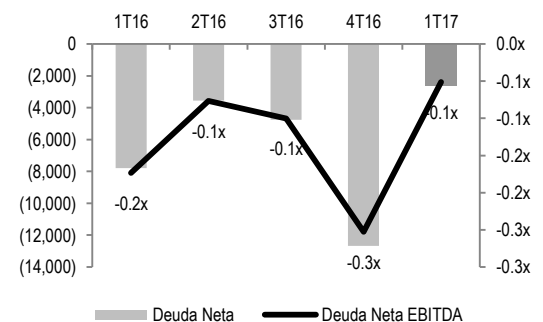
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**Ingresos crecen 7.2%, apoyados por el avance en VMT.** Durante el trimestre, los ingresos consolidados de Walmex alcanzaron P\$132,564m, creciendo 7.2% con respecto del 1T16. Esta cifra se explica por el avance en las ventas a unidades iguales logrado en las tiendas en México (5%), así como por el crecimiento de 2.1% en el indicador de Centroamérica. Cabe destacar al respecto, que nuevamente los resultados en México superaron el desempeño de las tiendas de autoservicio afiliadas a la ANTAD. En esta ocasión en una magnitud de 180pb. Pensamos que ello es positivo, dado que pone de manifiesto cómo la exitosa estrategia comercial de precios bajos (diferencial de precios frente a la competencia) le ha permitido seguir incrementando su cuota de mercado, incluso en un entorno más retador como el actual. Por otra parte, el piso de ventas creció 1.9%, gracias a la apertura de nuevas unidades, contribuyendo así con 1.9pp al crecimiento total, a lo que se une 0.2% proveniente de la venta del canal electrónico y 2.1% por efecto de conversión cambiaria. Es importante destacar, que pese al desafiante inicio de año, con la inflación acelerándose y el cierre temporal de algunas tiendas, Walmex fue capaz de mantener un sano crecimiento, gracias a su estrategia comercial.

**Reclasificación de cargos impulsa el margen bruto 46pb.** Como ha venido ocurriendo desde el 3T16, el margen bruto de Walmex se expandió 46pb a 22.4% como resultado de una reclasificación de las aportaciones de promotoría hacia los gastos. Este fenómeno contribuyó con 13pb a la expansión, por lo que los pb restantes provienen de mejores condiciones comerciales, incluso pese a la inversión en precios que realizó la compañía. Sin lugar a dudas, esto es muy destacable, ya que confirma la capacidad de WALMEX para invertir –sin sacrificar rentabilidad- eficiencias en costos y gastos a través precios bajos para sus clientes, con el objeto de incrementar aún más su participación de mercado.

**La rentabilidad permanece estable en 9.6%.** El EBITDA de Walmex en el 1T16 creció interanualmente 7.6%, alcanzando P\$12,778m. Esta cifra resultó muy similar a nuestro estimado de P\$12,666m (+0.9%) y se explica por la mejoría en el margen bruto, la cual contrarrestó el efecto negativo del crecimiento en los gastos de operación (+11.3%). Mientras tanto, en México, el flujo de operación aumentó 5.2%, similar al crecimiento de los ingresos. Así, el margen EBITDA se mantuvo estable en 10%, incluso pese a que los gastos crecieron 8.6%, debido a mayores costos de energía eléctrica, algunos gastos no recurrentes por seguros, así como por inversiones en remodelación y mantenimiento de tiendas. Por otra parte, en Centroamérica, el EBITDA se elevó 9.2% (sin considerar efectos por conversión cambiaria), también por arriba del avance de 5.6% que tuvieron las ventas en la región. Con ello en mente, el margen EBITDA consolidado de Walmex se mantuvo estable en 9.6%.

**Menor tasa impositiva, apuntala crecimiento neto.** La utilidad neta de Walmex se incrementó 6.1% a P\$7,130m, resultando en línea con nuestra proyección de P\$7,057m. Dicho crecimiento se atribuye al avance de la utilidad de operación (+6.7% A/A), el cual se vio potenciada por una menor tasa impositiva (27.3% vs 29.5), con lo que el gasto de impuestos se redujo 3.4% A/A. Así, el margen neto se mantuvo sin cambios en 5.4%.

**Se mantiene la solidez en el balance.** La razón de deuda neta a EBITDA de Walmex se mantiene en terreno negativo, incluso pese a la disminución de P\$10,199m que tuvo la caja como resultado del pago de dividendos. Con ello en mente, la razón de deuda neta se incrementó a -0.1x desde -0.3x en el 4T16, todavía reflejando la solidez de la estructura de su balance.

**Subimos nuestro PO2017 a P\$46.00, reiterando COMPRA.** Tras ajustar nuestros estimados, al incorporar a nuestro modelo de proyecciones la nueva trayectoria del tipo de cambio de nuestra área de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio (P\$19.50 vs P\$23.50 anterior), así como incluir una tasa libre de riesgo inferior en nuestra valuación (7.5% vs 8.15% anterior), subimos nuestro PO2017 a P\$46.00 desde P\$44.00. A ese nivel, la acción cotizaría a 14.9x FV/EBITDA 2017E, similar al promedio de 3 años de 15x.

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

## Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

## Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

## Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

## Determinación de precios objetivo

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

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

## Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
WALMEX	27/4/2017	Compra	P\$46.00
WALMEX	20/1/2017	Compra	P\$44.00
WALMEX	13/12/2016	Mantener	P\$44.00
WALMEX	25/10/2016	Compra	P\$47.00

**Directorio de Análisis**

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

**Análisis Económico**

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

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

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

**Análisis Bursátil**

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

**Análisis Deuda Corporativa**

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

**Banca Mayorista**

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