

RESULTADOS 4T15

3 de Marzo 2016

Un impacto cambiario menos adverso

- Los resultados del 4T15 fueron positivos y alineados a nuestras expectativas. Observamos una importante recuperación en las utilidades a nivel neto ante un efecto cambiario menos adverso
- La valuación del IPC se mantiene elevada, aunque observamos cierto abaratamiento en los múltiplos tras los resultados reportados. El múltiplo P/U es de 28.0x y el FV/EBITDA es de 9.7x
- Las 10 empresas que destacaron por su crecimiento en el EBITDA en la muestra de empresas que tenemos bajo cobertura son: Alpek, Mexchem, Hotel, Alfa, Gap, Oma, AC, Mega, Rassini y Alsea

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

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

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

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

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

Valentín Mendoza
Gerente
Autopartes
valentin.mendoza@banorte.com

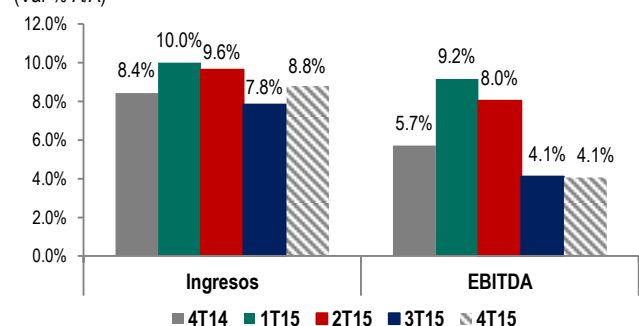
Resultados positivos, en línea con lo esperado. Los resultados mostrados por las empresas que tenemos bajo cobertura fueron en general positivos y alineados a nuestras expectativas. A pesar de una base de comparación más difícil, observamos una sólida tendencia de crecimiento en los ingresos, aunque con presiones ligeramente mayores a las esperadas en los márgenes. Lo más destacable es la importante recuperación observada en la utilidad neta, que se explica por un efecto cambiario menos adverso. En las 35 emisoras que tenemos bajo cobertura se registraron crecimientos de 8.8% en ingresos, 4.1% en EBITDA y 68.0% en utilidad neta. Las sorpresas positivas del trimestre las vimos en los resultados de Cemex, cuya generación de flujo fue muy bien recibida por el mercado, y en el Sector de Petroquímicos (Alpek y Mexchem), con importantes mejoras en rentabilidad, más allá de lo esperado. Adicionalmente, siguió destacando el sólido desempeño en los sectores de Aeropuertos y Autopartes. Del lado negativo, Walmex sorprendió al mercado con mayores presiones a las esperadas en los márgenes, mientras que GMexico mostró mayor debilidad ante la pronunciada baja en los precios de los metales. Mientras tanto, aún falta que Ica publique sus resultados, dado que se encuentra en un importante proceso de reestructura. **La valuación del IPC muestra un ligero abaratamiento.** Tras los resultados reportados, los parámetros de valuación del IPC continúan en niveles elevados, pero es positivo observar un ligero abaratamiento en los múltiplos. El P/U del IPC es de 28.0x vs 29.5x antes de los reportes y el FV/EBITDA de 9.7x vs 9.9x anterior.

10 Empresas con mayor crecimiento en Ebitda al 4T15
(Var % A/A)

Emisora	Sector	Ventas	Ebitda
Alpek	Químico	-10.5%	148.5%
Mexchem	Químico	14.5%	59.7%
Hotel	Servicios	40.8%	51.5%
Alfa	Industriales	1.6%	49.0%
Gap	Aeropuertos	54.8%	44.5%
Oma	Aeropuertos	24.0%	39.6%
Ac	Bebidas	38.5%	38.4%
Mega	Telecomunicaciones	26.3%	31.5%
Rassini	Autopartes	11.7%	31.0%
Alsea	Comercio Especializado	13.3%	30.8%

Fuente: Banorte-Ixe

Evolución Trimestral Ingresos y EBITDA
(Var % A/A)



Resultados

En las siguientes tablas incluimos los resultados de las empresas que tenemos bajo cobertura. En resumen, las 31 emisoras industriales, comerciales y de servicios (excluimos ICA) registraron variaciones anuales de: +8.7% en ingresos, +4.1% en Ebitda y +69.9% en utilidad neta. Mientras que las cifras de las 3 empresas del sector financiero muestran variaciones de +23.7% en ingresos, +18.9% en el Margen Financiero y de +34.4% en utilidad neta.

Las empresas lograron crecimientos modestos a nivel operativo, pero alineados a lo esperado, con una importante recuperación en la utilidad neta ante un efecto cambiario menos adverso. Con ello los parámetros de valuación muestran un ligero abaratamiento al ubicarse en P/U 28.0x y FV/EBITDA 9.7x.

Resultados Trimestrales al 4T15

(Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15
Ac	16,200	22,017	22,441	3,427	4,419	4,742	2,606	3,620	3,367	1,578	1,782	1,655
Alfa	64,221	68,760	65,232	7,256	8,308	10,809	4,382	5,084	5,932	-6,371	788	162
Alpek	22,801	21,456	20,411	963	1,770	2,393	336	989	1,681	-427	258	477
Alsea	7,904	8,946	8,958	1,045	1,281	1,367	622	760	793	297	323	470
Amx	229,304	224,991	230,577	67,485	63,714	63,875	35,139	31,517	32,227	3,050	12,278	15,663
Asur	1,685	2,698	2,905	910	1,078	1,126	796	956	1,007	513	660	731
Axtel	2,383	2,335	2,832	786	773	763	-154	99	-206	-1,028	-376	-590
Azteca	3,850	3,694	4,148	1,299	865	1,222	995	557	195	170	30	-511
Bimbo	51,124	58,566	59,519	5,367	6,554	6,995	1,559	4,009	2,812	-229	2,444	301
Cemex	52,536	60,270	57,292	9,716	10,643	11,110	1,940	5,309	5,348	-2,498	-2,021	2,415
Cultiba	8,126	9,212	9,181	644	649	649	32	143	97	-1,728	19	-33
Femsa	70,156	86,597	89,469	12,300	15,656	14,061	9,782	11,896	10,638	7,254	6,008	5,436
Gap	1,334	2,353	2,065	926	1,344	1,368	668	988	1,028	627	536	982
Gmexico*	32,297	32,977	33,339	11,963	11,032	9,969	11,000	7,229	5,986	5,742	4,221	1,750
Herdez	4,096	4,285	4,444	786	728	690	721	193	138	225	242	-274
Hotel	188	245	265	59	77	89	32	49	62	-41	16	24
lenova	2,788	2,945	2,707	1,264	1,731	1,603	610	883	815	-163	626	748
Kof	39,567	40,554	40,742	8,099	8,653	8,820	6,374	5,969	6,649	3,075	3,118	3,121
Lab	2,843	2,519	2,675	703	371	-2,275	674	340	-2,314	511	147	-1,748
Lala	11,584	12,085	12,530	1,462	1,674	1,802	1,202	1,354	1,490	711	870	1,020
Maxcom	660	558	566	145	100	101	-6	-12	-51	-204	-81	-205
Mega	3,108	3,729	3,928	1,214	1,391	1,597	854	838	1,099	739	596	871
Mexchem*	19,048	21,020	21,808	2,179	2,981	3,480	609	1,349	1,811	-516	380	-37
Nemak	14,952	16,679	17,532	2,185	2,703	2,755	1,143	1,726	1,459	805	1,020	1,009
Oma	992	1,137	1,229	466	581	651	348	453	609	284	270	396
Pinfra	2,060	2,645	2,822	1,140	1,369	1,468	1,062	1,287	1,383	838	1,111	1,557
Rassini	2,841	3,198	3,173	355	477	465	174	314	307	155	191	109
Soriana	28,731	31,379	30,834	2,144	2,208	2,513	1,619	1,581	1,970	1,297	1,217	1,305
Sport	286	330	323	63	70	65	31	30	22	14	15	9
Tlevisa	24,020	25,336	24,951	9,450	9,805	9,387	5,547	5,642	5,102	2,504	2,548	1,571
Walimex	129,440	144,981	145,914	14,889	16,425	13,978	13,691	13,268	11,423	10,388	10,087	8,472
Total	851,124	918,497	924,812	170,693	179,432	177,609	104,387	108,418	102,875	27,573	49,324	46,856

Cemex (US\$)	3,739	3,590	3,416	692	634	663	138	316	319	-178	-120	144
Gmexico (US\$)	2,325	1,966	1,988	861	658	594	792	431	357	413	252	104
lenova (US\$)	201	176	161	91	103	96	44	53	49	-12	37	45
Mexchem (US\$)	1,371	1,253	1,300	157	178	208	44	80	108	-37	23	-2

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15
Creal	995	1,241	1,245	777	993	993	417	484	474	345	382	372
Gentera	3,866	4,643	4,673	3,661	4,397	4,434	931	1,307	1,241	675	862	870
Gfinter	2,103	2,841	2,694	723	747	706	556	927	962	408	666	677
Total	6,965	8,724	8,612	5,160	6,138	6,133	1,904	2,718	2,677	1,428	1,911	1,920

	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15	4T14	4T15e	4T15
FIHO	447	535	553	115	135	146	148	174	181	54	69	33

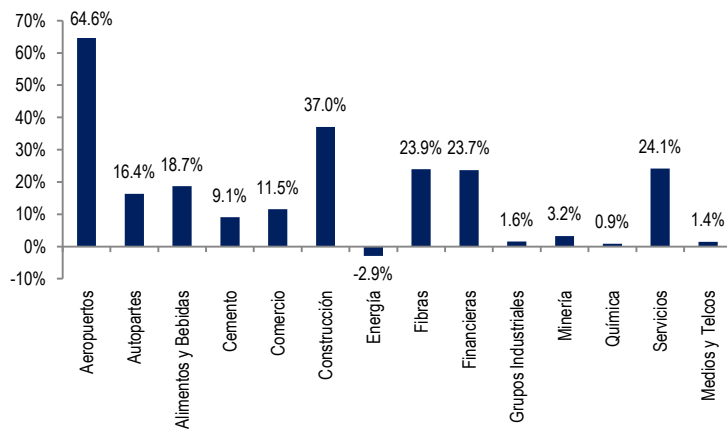
Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

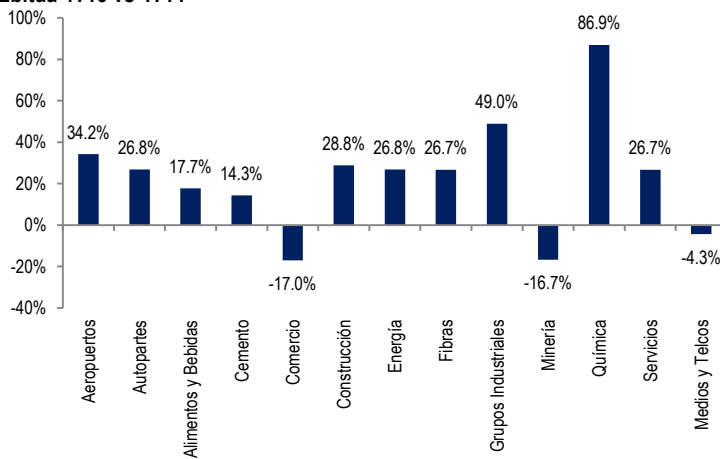
Desglose sectorial

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, sobre todo en el sector de petroquímicos, con una importa recuperación en los márgenes, seguido por los grupos industriales y los aeroportuarios.

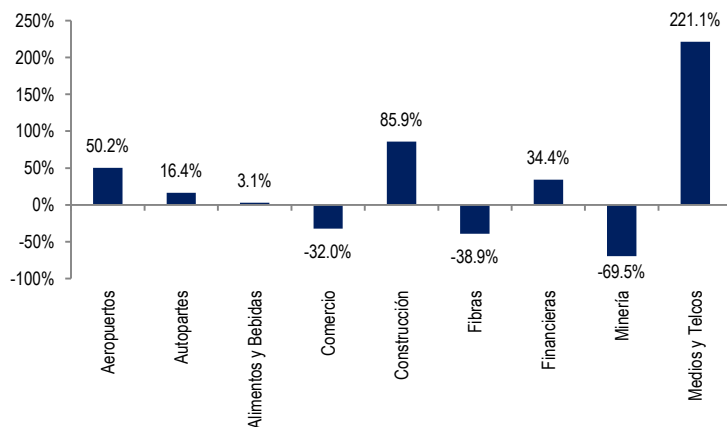
Ventas 4T15 vs 4T14



Ebitda 4T15 vs 4T14



Utilidad Neta 4T15 vs 4T14



Fuente: Banorte-Ixe

Contexto

Calificamos como **POSITIVOS** 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 32 emisoras (incluye FIBRA) que se estimó para el 4T15, el 63% reportó “en línea” con lo previsto y 28% “mejor” a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) el 34% estuvo en línea con lo estimado y otro 44% quedó por arriba de las expectativas. Por último, en la utilidad neta el 44% reportó “mejor” a lo previsto y mientras que un 47% fue “peor”. A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos cinco trimestres.

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 4T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	32	100%	32	100%	32	100%
En Línea	20	63%	11	34%	3	9%
Mejor	9	28%	14	44%	14	44%
Peor	3	9%	7	22%	15	47%

Fuente: Banorte-Ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 3T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	33	100%	33	100%	33	100%
En Línea	25	76%	13	39%	6	18%
Mejor	4	12%	13	39%	16	48%
Peor	4	12%	7	21%	11	33%

Fuente: Banorte-Ixe

Comparativo de Resultados Conocidos vs. Estimados al 2T15

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	30	100%	30	100%	30	100%
En Línea	21	70%	14	47%	3	10%
Mejor	4	13%	10	33%	15	50%
Peor	5	17%	6	20%	12	40%

Fuente: Banorte-Ixe

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: Banorte-Ixe

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: 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 al 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 4T15 / 14 vs. Estim.		V% Ebitda 4T15 / 14 vs. Estim.		V% U. Operación 4T15 / 14 vs. Estim.		V% U. Neta 4T15 / 14 vs. Estim.	
Ac	38.5%	2.0%	38.4%	7.4%	29.2%	-6.9%	4.9%	-7.0%
Alfa	1.6%	-5.1%	49.0%	30.1%	35.4%	16.7%	NA	-79.4%
Alpek	-10.5%	-4.9%	148.5%	35.2%	401.0%	70.0%	NA	85.0%
Alsea	13.3%	0.1%	30.8%	6.7%	27.4%	4.3%	58.0%	45.1%
Amx	0.6%	2.5%	-5.3%	0.3%	-8.3%	2.3%	413.5%	27.6%
Asur	72.4%	7.7%	23.7%	4.5%	26.5%	5.3%	42.4%	10.7%
Axtel	18.9%	21.3%	-2.9%	-1.2%	34.1%	NA	NA	56.7%
Azteca	7.7%	12.3%	-6.0%	41.2%	-80.4%	-65.0%	NA	NA
Bimbo	16.4%	1.6%	30.3%	6.7%	80.4%	-29.9%	NA	-87.7%
Cemex*	9.1%	-4.9%	14.3%	4.4%	175.7%	0.7%	NA	-219.5%
Culliba	13.0%	-0.3%	0.8%	-0.1%	203.8%	-31.9%	NA	-279.2%
Femsa	27.5%	3.3%	14.3%	-10.2%	8.7%	-10.6%	-25.1%	-9.5%
Gap	54.8%	-12.3%	44.5%	-0.5%	53.9%	4.0%	56.6%	83.1%
Gmexico*	3.2%	1.1%	-16.7%	-9.6%	-45.6%	-17.2%	-69.5%	-58.5%
Herdez	8.5%	3.7%	-12.2%	-5.3%	-80.9%	-28.6%	NA	-213.2%
Hotel	40.8%	7.9%	51.5%	15.3%	91.5%	24.6%	NA	56.0%
lenova	-2.9%	-8.1%	26.8%	-7.4%	33.5%	-7.7%	NA	19.4%
Kof	3.0%	0.5%	8.9%	1.9%	4.3%	11.4%	1.5%	0.1%
Lab	-5.9%	6.2%	NA	-712.9%	NA	-780.6%	NA	-1291.4%
Lala	8.2%	3.7%	23.2%	7.6%	24.0%	10.1%	43.4%	17.3%
Maxcom	-14.2%	1.4%	-30.4%	0.7%	NA	337.3%	NA	154.6%
Mega	26.3%	5.3%	31.5%	14.8%	28.7%	31.1%	17.8%	46.0%
Mexchem*	14.5%	3.7%	59.7%	16.8%	197.5%	34.2%	NA	NA
Nemak	17.3%	5.1%	26.1%	1.9%	27.7%	-15.5%	25.3%	-1.1%
Oma	24.0%	8.2%	39.6%	11.9%	74.9%	34.5%	39.5%	46.5%
Pinfra	37.0%	6.7%	28.8%	7.3%	30.2%	7.5%	85.9%	40.2%
Rassini	11.7%	-0.8%	31.0%	-2.6%	76.6%	-2.3%	-29.7%	-42.9%
Soriana	7.3%	-1.7%	17.2%	13.8%	21.6%	24.6%	0.6%	7.2%
Sport	13.1%	-2.1%	3.4%	-7.2%	-29.4%	-28.7%	-35.5%	-38.5%
Tlevisa	3.9%	-1.5%	-0.7%	-4.3%	-8.0%	-9.6%	-37.3%	-38.3%
Walmex	12.7%	0.6%	-6.1%	-14.9%	-16.6%	-13.9%	-18.4%	-16.0%
Total	8.7%	0.7%	4.1%	-1.0%	-1.4%	-5.1%	69.9%	-5.0%

Cemex (US\$)	-8.6%	-4.8%	-4.2%	4.5%	131.0%	0.8%	NA	NA
Gmexico (US\$)	-14.5%	1.1%	-31.0%	-9.7%	-54.9%	-17.2%	-74.8%	-58.6%
lenova (US\$)	-19.6%	-8.3%	5.0%	-7.2%	10.6%	-8.4%	NA	20.5%
Mexchem (US\$)	-5.1%	3.8%	32.3%	16.6%	146.5%	35.0%	NA	NA

	V% Ingresos 4T15 / 14 vs. Estim.		V% Mg. Financiero 4T15 / 14 vs. Estim.		V% U. Operación 4T15 / 14 vs. Estim.		V% U. Neta 4T15 / 14 vs. Estim.	
Creal	25.1%	0.4%	27.9%	0.0%	13.8%	-2.1%	7.7%	-2.6%
Gentera	20.9%	0.6%	21.1%	0.9%	33.4%	-5.0%	29.0%	1.0%
GFinter	28.1%	-5.2%	-2.4%	-5.6%	72.9%	3.8%	66.1%	1.7%
Total	23.7%	-1.3%	18.9%	-0.1%	40.6%	-1.5%	34.4%	0.5%

	V% Ventas 4T15 / 14 vs. Estim.		V% Ebitda 4T15 / 14 vs. Estim.		V% NOI 4T15 / 14 vs. Estim.		V% U. Neta 4T15 / 14 vs. Estim.	
FIHO	23.9%	3.4%	26.7%	8.0%	22.5%	3.8%	-38.9%	-52.4%

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	TV Azteca
BIMBO A	Grupo Bimbo
CEMEX CPO	Cemex
CREAL *	Crédito Real
CULTIBA B	Cultiba
FEMSA UBD	Femsa
FIHO 12	Fibra Hotel
GAP B	Gap
GENTERA *	Compartamos
GFINTER O	Grupo Financiero Interacciones
GMEXICO B	Grupo México
HERDEZ *	Herdez
HOTEL *	Grupo Hotelero Santa Fe
IENOVA *	Infraestructura Energética Nova
KOF L	Coca Cola Femsa
LAB B	Genomma Lab
LALA B	Grupo Lala
MAXCOM CPO	Maxcom Telecomunicaciones
MEGA CPO	Megacable Holdings
MEXCHEM *	Mexichem
NEMAK A	Nemak
OMA B	Grupo Aeroportuario del Centro del Norte
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura
RASSINI A	Rassini
SORIANA B	Soriana
SPORT S	Grupo Sports World
TLEVISA CPO	Grupo Televisa
WALMEX V	Walmart de México

AC * (Compra PO 2016 \$121.00)
Resultados positivos, como se esperaban

Resultados positivos, como se esperaban.

Durante el 4T15 los ingresos crecieron +38.5% al ubicarse en P\$22,441m (35.9%e). Por mercado, destaca el crecimiento que presentaron las operaciones de Sudamérica que crecieron 99.3% en ingresos (30.4% sin Perú) y de 138.4% en EBITDA, (37.7% sin Perú) beneficiado por la integración de Lindley, así como de un mejor desempeño en volumen y precio, aunado al efecto de tipo de cambio. Por su parte, la región de México y EE.UU creció 12.2% en los ingresos y 13.0% el EBITDA. El volumen consolidado registró un avance de 28.6%, con un sólido desempeño en bebidas carbonatadas (26.7% colas y +27.2% en sabores), así como un mejor desempeño en garrafón +28.6%.

Presión en el margen bruto. El margen bruto retrocedió 90pb, afectado por el alza de los insumos en dólares. Los gastos de administración aumentaron 39.9% A/A tras la integración de Lindley en Perú. Derivado de lo anterior, la utilidad de operación subió 29.2%, el margen retrocedió 110pb a 15.0% y el EBITDA creció 38.4%, el margen se mantuvo estable. Por su parte, los mayores gastos financieros influyeron en la utilidad neta (+ 4.9%).

Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y nuestro PO2016 en P\$121.00. A ese precio el múltiplo FV/EBITDA estimado se ubica en 12.4x, en línea con el promedio U12m de 12.4x. Creemos que las sinergias impulsadas por la integración de las operaciones de Lindley por P\$400m y el programa de eficiencias que realizará en mercados como México y Ecuador, lograran compensar las presiones en los márgenes por la operación de Lindley, que tiene menor rentabilidad. Nuestras expectativas para 2016 consideran un avance de 20.7% en ingresos y de 21% en EBITDA con una ligera expansión en el margen EBITDA de 20pb a 21.5% desde 21.3% al considerar gastos recurrentes.

AC – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	16,200	22,441	38.5%	22,017	2.0%
Utilidad de Operación	2,606	3,367	29.2%	3,620	-6.9%
Ebitda*	3,427	4,742	38.4%	4,419	7.4%
Utilidad Neta	1,578	1,655	4.9%	1,780	-7.0%
Márgenes					
Margen Operativo	16.1%	15.0%	-1.1pp	16.4%	-1.4pp
Margen Ebitda	21.2%	21.1%	0.0pp	20.1%	1.1pp
UPA	\$0.980	\$1.027	4.9%	\$0.721	42.5%

* incluye gastos no recurrentes

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	16,200.2	20,695.2	22,440.5	38.5%	8.4%
Costo de Ventas	8,255.9	10,594.2	11,647.6	41.1%	9.9%
Utilidad Bruta	7,944.4	10,101.0	10,792.9	35.9%	6.8%
Gastos Generales	5,412.8	6,333.1	7,574.0	39.9%	19.6%
Utilidad de Operación	2,606.4	3,664.8	3,367.1	29.2%	-8.1%
Margen Operativo	16.1%	17.7%	15.0%	(1.1pp)	(2.7pp)
Depreciación Operativa	704.1	875.4	1,169.8	66.1%	33.6%
EBITDA	3,313.5	4,540.1	4,536.9	36.9%	-0.1%
Margen EBITDA	20.5%	21.9%	20.2%	(0.2pp)	(1.7pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(239.6)	(468.5)	(915.3)	282.0%	95.4%
Intereses Pagados	309.0	372.8	451.9	46.2%	21.2%
Intereses Ganados	80.8	100.4	120.2	48.8%	19.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(11.4)	(196.0)	(583.7)	>500%	197.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	64.9	20.5	>500%	-68.4%
Utilidad antes de Impuestos	2,366.9	3,261.2	2,472.4	4.5%	-24.2%
Provisión para Impuestos	723.1	1,051.2	713.3	-1.4%	-32.1%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,643.7	2,210.0	1,759.1	7.0%	-20.4%
Participación Minoritaria	65.2	122.3	103.7	59.0%	-15.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,578.5	1,583.0	1,655.4	4.9%	4.6%
Margen Neto	9.7%	10.1%	7.4%	(2.4pp)	(2.7pp)
UPA	0.980	1.296	1.027	4.9%	-20.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	16,452.6	21,913.3	19,403.4	17.9%	-11.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	9,039.3	11,730.4	8,306.9	-8.1%	-29.2%
Activos No Circulantes	63,914.7	112,302.2	112,359.9	75.8%	0.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	25,321.3	39,013.9	45,060.4	78.0%	15.5%
Activos Intangibles (Neto)	33,645.4	67,423.4	61,233.0	82.0%	-9.2%
Activo Total	80,367.4	134,215.5	131,763.3	64.0%	-1.8%
Pasivo Circulante	10,587.9	23,805.0	19,433.4	83.5%	-18.4%
Deuda de Corto Plazo	1,698.7	11,375.7	6,995.0	311.8%	-38.5%
Proveedores	2,952.4	6,710.5	5,701.0	93.1%	-15.0%
Pasivo a Largo Plazo	20,395.2	41,982.8	44,379.5	117.6%	5.7%
Deuda de Largo Plazo	14,078.0	31,382.3	32,250.0	129.1%	2.8%
Pasivo Total	30,983.0	65,787.8	63,812.9	106.0%	-3.0%
Capital Contable	49,384.3	68,427.7	67,950.4	37.6%	-0.7%
Participación Minoritaria	65.2	122.3	103.7	59.0%	-15.2%
Capital Contable Mayoritario	46,064.3	50,651.0	51,043.9	10.8%	0.8%
Pasivo y Capital	80,367.4	134,215.5	131,763.3	64.0%	-1.8%
Deuda Neta	6,737.3	31,027.6	30,938.2	359.2%	-0.3%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,520.2	4,745.7	5,296.8		
Flujos generado en la Operación	(961.2)	393.9	(2,037.3)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,407.1)	(16,751.3)	(1,742.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,074.8)	15,336.0	(4,728.8)		
Incremento (disminución) efectivo	(922.8)	3,724.3	(3,212.2)		

Fuente: Banorte-Ixe, Sibolsa, BMV

ALFA A (Compra, PO 2016 \$39.50) Continúan las mejoras en rentabilidad

Marissa Garza Ostos
10 de febrero de 2016

Alpek, Sigma y Nemak siguen impulsando la mejor rentabilidad. El efecto por la devaluación del peso es positivo para los resultados de Alfa al estar parte importante de las operaciones denominadas en dólares, lo cual se ve reflejado no sólo en crecimientos, sino también en valuaciones atractivas. Durante el 4T15, los ingresos consolidados de Alfa aumentaron 1.6% A/A al ubicarse en P\$65,232m, por debajo de nuestros estimados, mientras que el EBITDA creció 49.0% para alcanzar los P\$10,809m, superando nuestras expectativas. Con ello el margen EBITDA logró expandirse en 5.3pp al ubicarse en 16.6%. Una vez más sobresalen los resultados en **Alpek**, quien confirma una recuperación sostenida en los márgenes de EBITDA a pesar de un efecto por devaluación de inventarios, gracias a las mejores perspectivas en la industria y estrategias enfocadas en maximizar las eficiencias; **Sigma**, apoyada una ganancia no recurrente en Campofrío relacionada con una recuperación de seguros; **Nemak** impulsado por mayores volúmenes, una mejor mezcla de ventas y una mayor eficiencia de sus operaciones; **Alestra**, con un beneficio extraordinario relacionado con resoluciones favorables de tarifas de interconexión de años anteriores.

Una perspectiva más cautelosa. Los resultados reportados por Alfa han confirmado la solidez de las operaciones. A pesar de lo anterior, la compañía estableció una guía de crecimiento para 2016 a nuestro parecer cautelosa, ante un año que se vislumbra complicado y una base de comparación difícil por la presencia de beneficios extraordinarios en algunas subsidiarias (Sigma, Alpek, Alestra). No obstante, esto deberá ser compensado con la incorporación de las operaciones de Axtel. Con base en lo anterior, bajamos nuestro PO2016 a P\$39.50 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2016e de 8.2x, arriba del 7.8x al que cotiza actualmente, pero abajo del múltiplo promedio del último año de 8.4x. Reiteramos COMPRA.

ALFA – Resultados 4T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	64,221	65,232	1.6%	68,760	-5.1%
Utilidad de Operación	4,382	5,932	35.4%	5,084	16.7%
Ebitda	7,256	10,809	49.0%	8,308	30.1%
Utilidad Neta	-6,371	162	N.A.	788	-79.4%
Márgenes					
Margen Operativo	6.8%	9.1%	2.3pp	7.4%	1.7pp
Margen Ebitda	11.3%	16.6%	5.3pp	12.1%	4.5pp
UPA	-\$1.244	\$0.032	N.A.	\$0.154	-79.4%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	64,220.8	67,353.0	65,232.2	1.6%	-3.1%
Costo de Ventas	52,802.2	53,390.7	51,732.4	-2.0%	-3.1%
Utilidad Bruta	11,418.6	13,962.3	13,499.8	18.2%	-3.3%
Gastos Generales	7,036.9	7,447.4	7,567.9	7.5%	1.6%
Utilidad de Operación	4,381.7	6,514.9	5,931.9	35.4%	-8.9%
Margen Operativo	6.8%	9.7%	9.1%	2.3pp	(0.6pp)
Depreciación Operativa	2,874.3	3,169.1	4,877.1	69.7%	53.9%
EBITDA	7,256.0	9,684.0	10,809.0	49.0%	11.6%
Margen EBITDA	11.3%	14.4%	16.6%	5.3pp	2.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(13,885.2)	(2,720.4)	(2,917.9)	-79.0%	7.3%
Intereses Pagados	405.5	1,238.3	1,224.5	202.0%	-1.1%
Intereses Ganados	48.9	116.6	118.9	143.1%	2.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(747.9)	(97.5)	(122.9)	-83.6%	26.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(12,780.6)	(1,501.3)	(1,689.4)	-86.8%	12.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(234.9)	60.8	7.3	N.A.	-88.1%
Utilidad antes de Impuestos	(9,738.5)	3,855.2	3,021.2	N.A.	-21.6%
Provisión para Impuestos	(3,423.8)	258.3	2,210.8	N.A.	>500%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(6,314.7)	3,596.9	810.4	N.A.	-77.5%
Participación Minoritaria	56.6	921.4	648.4	>500%	-29.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	(6,371.3)	2,675.5	162.0	N.A.	-93.9%
Margen Neto	-9.9%	4.0%	0.2%	10.2pp	(3.7pp)
UPA	(1.244)	0.523	0.032	N.A.	-93.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	85,343.3	99,742.5	97,332.8	14.0%	-2.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	16,669.3	23,790.7	24,851.8	49.1%	4.5%
Activos No Circulantes	147,537.9	166,244.9	169,372.7	14.8%	1.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	93,907.7	104,009.5	106,376.2	13.3%	2.3%
Activos Intangibles (Neto)	40,451.2	44,492.1	44,615.1	10.3%	0.3%
Activo Total	232,881.2	265,987.4	266,705.4	14.5%	0.3%
Pasivo Circulante	62,115.4	68,613.4	62,965.8	1.4%	-8.2%
Deuda de Corto Plazo	9,592.9	10,136.2	4,503.4	-53.1%	-55.6%
Proveedores	35,167.1	39,081.9	38,914.6	10.7%	-0.4%
Pasivo a Largo Plazo	101,606.3	118,506.2	123,924.5	22.0%	4.6%
Deuda de Largo Plazo	82,327.2	96,301.8	102,392.2	24.4%	6.3%
Pasivo Total	163,721.7	187,119.5	186,890.3	14.2%	-0.1%
Capital Contable	69,159.5	78,867.9	79,815.1	15.4%	1.2%
Participación Minoritaria	13,781.4	16,889.4	17,623.8	27.9%	4.3%
Capital Contable Mayoritario	55,378.1	61,978.5	62,191.3	12.3%	0.3%
Pasivo y Capital	232,881.2	265,987.4	266,705.4	14.5%	0.3%
Deuda Neta	75,250.8	82,647.3	82,043.8	9.0%	-0.7%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	26,480.4	26,223.0	35,636.1		
Flujos generado en la Operación	(2,527.9)	(6,995.9)	(5,130.1)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(28,470.0)	(12,624.8)	(19,643.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	8,591.8	(803.4)	(3,981.0)		
Incremento (disminución) efectivo	4,074.3	5,798.9	6,881.3		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ALPEK A (Compra, PO 2016 \$29.50)
Muy buen trimestre; supera guía

Marissa Garza Ostos
 10 de febrero de 2016

Alpek supera guía revisada en 2015. Los resultados del 4T15 de Alpek confirman una recuperación sostenida en los márgenes de EBITDA a pesar de un entorno retador y un efecto por devaluación de inventarios, gracias a una dinámica más favorable en la industria del PTA/PET y estrategias enfocadas en maximizar las eficiencias operativas. El efecto cambiario por la devaluación del peso es positivo para los resultados de Alpek al estar las operaciones mayormente denominadas en dólares, lo cual se ve reflejado no sólo en crecimientos, sino también en valuaciones atractivas. La compañía registró una contracción interanual del 10.5% en los ingresos, para ubicarse en P\$20,411 millones (US\$1,219m). Los precios promedio disminuyeron 9% en pesos (25% en dólares) ante la debilidad el precio del petróleo y las materias primas, mientras que los volúmenes totales bajaron 2% A/A. A pesar de lo anterior, el EBITDA aumentó un extraordinario 148.5% para ubicarse en P\$2,393 millones (US\$143m), aún al considerar un cargo por US\$24 millones por devaluación de inventario ante los menores precios de las materias primas trimestre a trimestre. Con ello, la compañía logró un EBITDA acumulado en 2015 por US\$630 millones, superando ampliamente la guía por US\$585 millones. Es destacable la recuperación observada en los márgenes de ambas cadenas, con lo que el margen EBITDA mostró una expansión de 7.5pp a 11.7%.

Reiteramos COMPRA y PO de P\$29.50. Los resultados reportados por la compañía confirman una dinámica más favorable para la industria del PTA/PET e importantes estrategias enfocadas en maximizar las eficiencias operativas, lo que ayuda a sustentar nuestra expectativa como favorita al menos para la primera mitad del año. No descartamos cargos por devaluación de inventarios ante la caída en el precio de petróleo y las materias primas, pero estos deberán mitigarse con la estrategia de integración, eficiencia y expansión en la que se encuentra enfocada Alpek.

ALPEK – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	22,801	20,411	-10.5%	21,456	-4.9%
Utilidad de Operación	336	1,681	401.0%	989	70.0%
Ebitda	963	2,393	148.5%	1,770	35.2%
Utilidad Neta	-427	477	N.A.	258	85.0%
Márgenes					
Margen Operativo	1.5%	8.2%	6.8pp	4.6%	3.6pp
Margen Ebitda	4.2%	11.7%	7.5pp	8.2%	3.5pp
UPA	-\$0.202	\$0.225	N.A.	\$0.122	85.0%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	22,800.7	22,060.0	20,410.6	-10.5%	-7.5%
Costo de Ventas	21,610.6	19,293.4	17,693.7	-18.1%	-8.3%
Utilidad Bruta	1,190.1	2,766.6	2,716.9	128.3%	-1.8%
Gastos Generales	854.6	811.5	1,035.9	21.2%	27.7%
Utilidad de Operación	335.5	1,955.1	1,681.0	401.0%	-14.0%
Margen Operativo	1.5%	8.9%	8.2%	6.8pp	(0.6pp)
Depreciación Operativa	627.5	582.9	712.0	13.5%	22.2%
EBITDA	963.0	2,538.0	2,393.0	148.5%	-5.7%
Margen EBITDA	4.2%	11.5%	11.7%	7.5pp	0.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(606.2)	(573.5)	(626.1)	3.3%	9.2%
Intereses Pagados	209.8	238.7	242.7	15.7%	1.7%
Intereses Ganados	36.7	53.1	75.8	106.2%	42.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(43.4)	(50.9)	(78.9)	81.7%	55.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(389.7)	(337.0)	(380.2)	-2.4%	12.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(28.7)	(1.8)	(3.7)	-87.0%	107.1%
Utilidad antes de Impuestos	(299.3)	1,379.8	1,051.1	N.A.	-23.8%
Provisión para Impuestos	68.2	597.4	336.3	393.3%	-43.7%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(367.5)	782.4	714.8	N.A.	-8.6%
Participación Minoritaria	59.5	159.4	237.6	299.6%	49.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	(427.0)	622.9	477.2	N.A.	-23.4%
Margen Neto	-1.9%	2.8%	2.3%	4.2pp	(0.5pp)
UPA	(0.202)	0.294	0.225	N.A.	-23.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	30,941.1	34,485.6	32,664.0	5.6%	-5.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,743.8	7,674.7	6,649.9	15.8%	-13.4%
Activos No Circulantes	34,430.1	39,594.9	42,229.6	22.7%	6.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	27,392.3	30,878.0	31,321.8	14.3%	1.4%
Activos Intangibles (Neto)	6,082.9	7,651.5	8,812.1	44.9%	15.2%
Activo Total	65,371.2	74,080.5	74,893.6	14.6%	1.1%
Pasivo Circulante	14,325.2	15,585.2	14,927.6	4.2%	-4.2%
Deuda de Corto Plazo	326.9	737.6	496.3	51.8%	-32.7%
Proveedores	9,881.6	10,208.2	9,521.4	-3.6%	-6.7%
Pasivo a Largo Plazo	21,201.4	24,720.3	25,467.3	20.1%	3.0%
Deuda de Largo Plazo	15,665.7	17,733.6	18,275.7	16.7%	3.1%
Pasivo Total	35,526.6	40,305.5	40,394.8	13.7%	0.2%
Capital Contable	29,844.6	33,775.0	34,498.8	15.6%	2.1%
Participación Minoritaria	3,895.2	4,434.6	4,544.5	16.7%	2.5%
Capital Contable Mayoritario	25,949.4	29,340.4	29,954.2	15.4%	2.1%
Pasivo y Capital	65,371.2	74,080.5	74,893.6	14.6%	1.1%
Deuda Neta	10,248.8	10,796.5	12,122.2	18.3%	12.3%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	5,408.3	6,746.9	8,802.7
Flujos generado en la Operación	1,184.7	167.2	(624.4)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(4,416.5)	(2,368.0)	(3,998.8)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,503.5)	(3,125.1)	(3,504.9)
Incremento (disminución) efectivo	673.0	1,420.9	674.6

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ALSEA * (Mantener, PO 2016 \$73.00)
Reporte positivo, ¡Supera expectativas!

Marisol Huerta Mondragón
 11 de febrero de 2016

Supera expectativas a nivel operativo y neto.

Alsea presentó resultados mejor a nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo y neto. Derivado de un mejor entorno en el consumo, lanzamientos de productos y servicios y eficiencias operativas.

Sostiene tendencia positiva en VMT. Las ventas totales crecieron +13.3% A/A (vs +12.2% consenso y +13.2%e) en el 4T15, impulsados el crecimiento de 10.2% A/A en Ventas Mismas Tiendas- VMT-, aperturas y los ingresos de distribución y producción. Por mercado, las VMT en México crecieron 6.1% y Sudamérica 28.1% y 7.2% en España. A nivel operativo, el margen bruto se mantuvo estable. Menores gastos por eficiencias operativas derivaron en un crecimiento en el EBITDA de 30.8% y de 58% en la utilidad neta.

Subimos PO2016 a P\$73.0 desde P\$67.00, que representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 16.1x, en línea con el promedio de los últimos tres años. El múltiplo estimado representa un premio de 19% respecto al promedio conocido del sector 13.5x en México y que se justifica con base al crecimiento en EBITDA que esperamos para este año de 18.0%. Cabe resaltar que desde que fijamos nuestro PO2016 el pasado 28 de octubre el precio de la acción ha subido 25%. Derivado de lo anterior, creemos que muchas de las expectativas favorables para la emisora hacia 2016, que corresponden a mejoras en rentabilidad y dinamismo en ventas, ya se encuentran incorporadas en el precio. En consecuencia, nuestra recomendación baja a MANTENER desde COMPRA.

ALSEA – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	7,904	8,958	13.3%	8,946	0.1%
Utilidad de Operación	622	793	27.4%	760	4.3%
Ebitda	1,045	1,367	30.8%	1,281	6.7%
Utilidad Neta	297	470	58.0%	323	45.1%
Márgenes					
Margen Operativo	7.9%	8.9%	1.0pp	8.5%	-89.1pp
Margen Ebitda	13.2%	15.3%	2.0pp	14.3%	-133.8pp
UPA	\$0.355	\$0.561	58.0%	\$0.220	154.8%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	7,903.5	8,224.4	8,957.8	13.3%	8.9%
Costo de Ventas	2,459.4	2,605.6	2,784.2	13.2%	6.9%
Utilidad Bruta	5,444.2	5,618.8	6,173.6	13.4%	9.9%
Gastos Generales	4,634.0	4,979.5	5,370.7	15.9%	7.9%
Utilidad de Operación	622.5	594.5	792.9	27.4%	33.4%
Margen Operativo	7.9%	7.2%	8.9%	1.0pp	1.6pp
Depreciación Operativa	422.8	492.5	573.9	35.7%	16.5%
EBITDA	1,045.3	1,087.0	1,366.8	30.8%	25.7%
Margen EBITDA	13.2%	13.2%	15.3%	2.0pp	2.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(145.7)	(342.8)	(186.7)	28.1%	-45.5%
Intereses Pagados	143.0	192.3	162.9	13.9%	-15.3%
Intereses Ganados				N.A.	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros			(15.1)	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(2.7)	(150.4)	(8.7)	220.0%	-94.2%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	20.7	7.1	19.7	-4.7%	177.4%
Utilidad antes de Impuestos	497.5	258.9	626.0	25.8%	141.8%
Provisión para Impuestos	205.2	126.7	129.0	-37.1%	1.8%
Operaciones Discontinuadas	(7.1)				
Utilidad Neta Consolidada	285.2	132.2	497.0	74.3%	276.0%
Participación Minoritaria	(12.1)	11.9	27.5	N.A.	130.3%
Utilidad Neta Mayoritaria	297.2	120.3	469.5	58.0%	290.4%
Margen Neto	3.8%	1.5%	5.2%	1.5pp	3.8pp
UPA	0.355	0.144	0.561	58.0%	290.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,785.1	3,571.7	4,006.5	5.8%	12.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,112.9	625.0	1,195.8	7.5%	91.3%
Activos No Circulantes	25,986.5	27,245.6	27,835.9	7.1%	2.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	9,947.1	10,684.6	11,063.8	11.2%	3.5%
Activos Intangibles (Neto)	13,597.6	13,637.8	13,753.9	1.1%	0.9%
Activo Total	29,771.6	30,817.4	31,842.4	7.0%	3.3%
Pasivo Circulante	6,245.3	5,794.4	6,325.2	1.3%	9.2%
Deuda de Corto Plazo	1,377.2	738.7	734.8	-46.6%	-0.5%
Proveedores	2,694.0	2,468.5	3,013.1	11.8%	22.1%
Pasivo a Largo Plazo	13,436.7	15,286.5	15,091.7	12.3%	-1.3%
Deuda de Largo Plazo	11,239.2	12,379.4	12,233.3	8.8%	-1.2%
Pasivo Total	19,682.0	21,080.9	21,417.0	8.8%	1.6%
Capital Contable	10,089.6	9,736.4	10,425.5	3.3%	7.1%
Participación Minoritaria	(12.1)	11.9	27.5	N.A.	130.3%
Capital Contable Mayoritario	8,800.1	8,763.6	9,069.3	3.1%	3.5%
Pasivo y Capital	29,771.6	30,817.4	31,842.4	7.0%	3.3%
Deuda Neta	10,126.3	11,754.5	11,037.5	9.0%	-6.1%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,006.8	1,336.9	1,296.7		
Flujos generado en la Operación	218.5	(356.6)	593.6		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,439.6)	(712.9)	(1,002.7)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,818.0	(392.5)	(316.0)		
Incremento (disminución) efectivo	603.7	(125.0)	571.6		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

AMX L (Mantener, PO2016 P\$14.00)
Se contraen márgenes pero avanza utilidad neta

Continúa la presión sobre los márgenes y fácil comparativo en la utilidad neta. Amx reportó ingresos consolidados de P\$230,577m, (+0.6% A/A y +2.5% vs nuestros estimados). Este crecimiento tiene su origen en mayores ventas de equipos que compensaron una caída de -1.5% en ingresos por servicios. El efecto de la competencia en las tarifas, la eliminación del cobro en el servicio de Larga Distancia en México y el empaquetamiento de servicios provocó una reducción de 1.7pp en el margen de EBITDA para finalizar en 27.7% (vs 28.3%e) lo que equivale a una caída de 5.3% en el EBITDA. Los gastos financieros retrocedieron 64.8% debido a menores pérdidas cambiarias. Así, la utilidad neta creció más 4x para finalizar en un monto de P\$15,663m.

La base de accesos totales finalizó el año en 366m (-0.4% A/A). Por tercer trimestre consecutivo, la base de suscriptores celulares de Amx registró desconexiones netas para terminar en 285m. En esta ocasión, Amx perdió 2.86m de líneas celulares (-1.4% A/A). Los suscriptores de post-pago crecieron 5.8% mientras que los suscriptores de prepago retrocedieron 3.2% vs 4T14. Por el contrario, la base de accesos fijos creció 3.1% vs 4T14 lo que equivale a 80.8m y 1m de adiciones netas. De los accesos fijos, 43% son líneas fijas, 30% son accesos de banda ancha y 27% son suscriptores de TV de paga.

Crecimiento en ingresos del servicio de datos compensa caída en los servicios de voz. Los ingresos por servicios cayeron 1.5% A/A. Desglosando los ingresos por tipo de servicio, voz fija y celular cayeron 12.4% y 5.8%, respectivamente. Por el contrario, los datos celulares crecieron 12.3% mientras que TV de Paga retrocedió 8.1%. Los datos celulares representaron el 31.7% de las ventas por servicio lo que compara con el 27.8% del año previo.

Revisamos a la baja nuestro PO2016 a P\$14.00 que implica un múltiplo FV/EBITDA 2016e de 5.7x.

AMX – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	229,304	230,577	0.6%	224,991	2.5%
Utilidad de Operación	35,139	32,227	-8.3%	31,517	2.3%
Ebitda	67,485	63,875	-5.3%	63,714	0.3%
Utilidad Neta	3,050	15,663	413.5%	12,278	27.6%
Márgenes					
Margen Operativo	15.3%	14.0%	-1.3pp	14.0%	0.0pp
Margen Ebitda	29.4%	27.7%	-1.7pp	28.3%	-0.6pp
UPA	\$0.045	\$0.237	430.2%	\$0.186	27.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año Trimestre	2014	2015	2015	Variación % A/A	Variación % T/T
	4	3	4		
Ventas Netas	229,304.2	223,604.0	230,577.4	0.6%	3.1%
Costo de Ventas	140,214.9	135,829.6	143,598.3	2.4%	5.7%
Utilidad Bruta	89,089.3	87,774.4	86,979.1	-2.4%	-0.9%
Gastos Generales	53,950.7	52,606.5	54,752.5	1.5%	4.1%
Utilidad de Operación	35,138.5	35,168.0	32,226.7	-8.3%	-8.4%
Margen Operativo	15.3%	15.7%	14.0%	(1.3pp)	(1.8pp)
Depreciación Operativa	32,346.2	31,565.7	31,648.2	-2.2%	0.3%
EBITDA	67,484.7	66,733.7	63,874.9	-5.3%	-4.3%
Margen EBITDA	29.4%	29.8%	27.7%	(1.7pp)	(2.1pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(27,788.8)	(38,880.8)	(9,781.8)	-64.8%	-74.8%
Intereses Pagados	8,400.5	9,582.5	9,026.4	7.5%	-5.8%
Intereses Ganados	1,397.8	2,658.6	1,571.2	12.4%	-40.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	2,032.2	13,147.7	798.7	-60.7%	-93.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(22,818.4)	(45,104.6)	(3,125.3)	-86.3%	-93.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1,730.9)	(21.5)	(16.3)	-99.1%	-24.2%
Utilidad antes de Impuestos	5,618.8	(3,734.4)	22,428.5	299.2%	N.A.
Provisión para Impuestos	2,413.9	(1,618.5)	6,293.1	160.7%	N.A.
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	3,205.0	(2,115.9)	16,135.4	403.5%	N.A.
Participación Minoritaria	154.5	767.9	472.2	205.7%	-38.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	3,050.5	(2,883.9)	15,663.1	413.5%	N.A.
Margen Neto	1.3%	-1.3%	6.8%	5.5pp	8.1pp
UPA	0.045	(0.044)	0.237	430.2%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2014	2015	2015	Variación % A/A	Variación % T/T
Activo Circulante	288,408.2	366,864.1	351,331.7	21.8%	-4.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	66,473.7	124,923.3	101,507.5	52.7%	-18.7%
Activos No Circulantes	989,948.5	928,175.8	945,155.2	-4.5%	1.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	588,106.2	558,722.4	573,528.9	-2.5%	2.7%
Activos Intangibles (Neto)	258,223.2	236,938.6	238,863.3	-7.5%	0.8%
Activo Total	1,278,356.7	1,295,039.9	1,296,486.8	1.4%	0.1%
Pasivo Circulante	382,191.0	423,138.4	415,706.5	8.8%	-1.8%
Deuda de Corto Plazo	57,805.5	124,040.6	109,760.8	89.9%	-11.5%
Proveedores	97,560.7	81,440.2	99,983.7	2.5%	22.8%
Pasivo a Largo Plazo	661,526.6	719,049.4	719,926.1	8.8%	0.1%
Deuda de Largo Plazo	545,949.5	599,424.4	573,815.2	5.1%	-4.3%
Pasivo Total	1,043,717.6	1,142,187.8	1,135,632.6	8.8%	-0.6%
Capital Contable	234,639.0	152,852.1	160,854.2	-31.4%	5.2%
Participación Minoritaria	154.5	767.9	472.2	205.7%	-38.5%
Capital Contable Mayoritario	184,384.3	98,085.5	112,278.0	-39.1%	14.5%
Pasivo y Capital	1,278,356.7	1,295,039.9	1,296,486.8	1.4%	0.1%
Deuda Neta	537,281.3	598,541.7	582,068.5	8.3%	-2.8%

Estado de Flujo de Efectivo

	2014	2015	2015
Flujo del resultado antes de Impuestos	86,449.3	74,678.4	42,948.0
Flujos generado en la Operación	(6,704.1)	(13,356.9)	2,426.2
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(63,843.9)	(42,847.5)	(43,964.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(39,957.2)	(13,869.4)	(21,747.2)
Incremento (disminución) efectivo	(24,055.9)	4,604.7	(20,337.6)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

ASUR B (Compra, PO 2016 \$310.00)
Sólidos avances en el 4T15 y sube la rentabilidad

Asur reportó sus resultados al 4T15 ligeramente por arriba de nuestros estimados. El grupo tuvo variaciones en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 72.4%, 26.5%, 23.7% y 42.4%, ubicándose en P\$2,905m, P\$1,007m, P\$1,126m y P\$731m, respectivamente.

En el 4T15, Asur presentó un buen crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 9.7% (vs. 4T14); los pasajeros nacionales aumentaron 10.1% y los internacionales 9.4%. La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 18.9%, ubicándose en P\$1,593m. Lo anterior se debió a un mayor turismo reflejado en el principal aeropuerto del grupo, Cancún (+9.8%) y resaltamos el gran avance en el ingreso por pasajero (+8.3%).

El margen operativo disminuyó 12.6pp, colocándose en 34.7%; y el margen Ebitda bajó 15.3pp, ubicándose en 38.8%. Lo anterior se debe principalmente a un alza en los ingresos de 72.4% comparado con el mayor aumento en el total de costos y gastos de operación de 113.4%. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 3T15 vs. 3T14, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción los resultados indican que la rentabilidad del grupo sigue al alza (63.2% el margen operativo y 70.7% el de Ebitda) vs. 4T14 (59.4% y 67.9%, respectivamente).

La utilidad neta del periodo tuvo un incremento de 42.4% debido principalmente a los mejores resultados operativos y una menor pérdida en el resultado integral de financiamiento de P\$1m (vs. pérdida de P\$107m en el 4T14), que fueron parcialmente compensados por un incremento en los impuestos a la utilidad de 65% vs. 4T14, ubicándose en P\$262m en comparación con el del 4T14 de P\$159m. Asur mencionó que en el 4T15 el tráfico total de pasajeros transportados en el aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico ("SJU") creció 6.8%.

ASUR – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	1,685	2,905	72.4%	2,698	7.7%
Utilidad de Operación	796	1,007	26.5%	956	5.3%
Ebitda	910	1,126	23.7%	1,078	4.5%
Utilidad Neta	513	731	42.4%	660	10.7%
Márgenes					
Margen Operativo	47.2%	34.7%	-12.6pp	35.4%	-0.8pp
Margen Ebitda	54.0%	38.8%	-15.3pp	39.9%	-1.2pp
UPA	\$1.711	\$2.436	42.4%	\$2.201	10.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,685.5	2,172.4	2,905.2	72.4%	33.7%
Costo de Ventas	26.3	35.1	34.6	31.5%	-1.3%
Utilidad Bruta	1,659.1	2,137.4	2,870.6	73.0%	34.3%
Gastos Generales	863.2	1,111.8	1,863.6	115.9%	67.6%
Utilidad de Operación	796.0	1,025.6	1,007.0	26.5%	-1.8%
Margen Operativo	47.2%	47.2%	34.7%	(12.6pp)	(12.5pp)
Depreciación Operativa	114.5	117.6	119.2	4.1%	1.4%
EBITDA	910.5	1,143.2	1,126.2	23.7%	-1.5%
Margen EBITDA	54.0%	52.6%	38.8%	(15.3pp)	(13.9pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(106.8)	(74.3)	(0.6)	-99.5%	-99.2%
Intereses Pagados	20.4	24.4	27.9	36.5%	14.2%
Intereses Ganados	40.6	35.7	44.6	9.9%	24.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(127.0)	(85.7)	(17.3)	-86.4%	-79.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(17.3)	10.1	(13.4)	-22.4%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	671.9	961.4	993.0	47.8%	3.3%
Provisión para Impuestos	158.7	255.7	262.1	65.2%	2.5%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	513.2	705.7	730.8	42.4%	3.6%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	513.2	705.7	730.8	42.4%	3.6%
Margen Neto	30.5%	32.5%	25.2%	(5.3pp)	(7.3pp)
UPA	1.711	2.352	2.436	42.4%	3.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,903.9	3,892.8	2,985.5	-23.5%	-23.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,855.4	3,494.6	2,084.2	-27.0%	-40.4%
Activos No Circulantes	20,020.6	21,460.5	23,140.4	15.6%	7.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	322.6	320.5	321.9	-0.2%	0.4%
Activos Intangibles (Neto)	16,509.4	17,367.6	19,022.3	15.2%	9.5%
Activo Total	23,924.5	25,353.3	26,125.9	9.2%	3.0%
Pasivo Circulante	401.6	512.1	506.7	26.2%	-1.1%
Deuda de Corto Plazo	29.9	17.6	39.9	33.2%	127.2%
Proveedores	13.1	19.8	21.1	61.3%	6.6%
Pasivo a Largo Plazo	4,771.8	5,191.3	5,211.1	9.2%	0.4%
Deuda de Largo Plazo	3,157.4	3,603.8	3,678.1	16.5%	2.1%
Pasivo Total	5,173.4	5,703.4	5,717.8	10.5%	0.3%
Capital Contable	18,751.1	19,649.9	20,408.1	8.8%	3.9%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	18,751.1	19,649.9	20,408.1	8.8%	3.9%
Pasivo y Capital	23,924.5	25,353.3	26,125.9	9.2%	3.0%
Deuda Neta	331.9	126.7	1,633.9	392.2%	>500%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,648.0	3,439.8	4,559.6		
Flujos generado en la Operación	(918.7)	(180.0)	(1,049.9)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,034.9)	(1,090.6)	(2,750.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(98.5)	(1,530.0)	(1,530.0)		
Incremento (disminución) efectivo	1,595.8	639.2	(771.2)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**AXTEL CPO (Mantener, PO 2016 En Revisión)
Mejorará la estructura del balance con la fusión**

Último reporte previo a la fusión con Alestra. Los resultados a nivel operativo estuvieron en línea con nuestros estimados. Los ingresos aumentaron 18.9% A/A a P\$2,831m debido principalmente a un crecimiento de 302% en la venta de servicios integrados (36.4% de los ingresos vs 10.8% en 4T14). Este crecimiento así como un aumento de 9% en las ventas de internet & video contrarrestaron la caída en los ingresos por servicios de voz, rentas y terminación de tráfico internacional. La empresa reportó un EBITDA de P\$763m (-2.9% y -1.2% vs nuestro estimado). El margen de EBITDA fue de 27% (-6pp) debido a la menor rentabilidad de los servicios integrados. En otros gastos, la empresa reportó un cargo de P\$327m asociado a gastos de asesoría y legales por la fusión con Alestra. A nivel neto, la empresa reportó una pérdida de P\$590m, casi la mitad de lo que había reportado en el 4T14.

Axtel perdió en el trimestre 29 mil UGI principalmente por desconexiones en líneas con tecnología Wimax. Axtel finalizó el periodo con un 1.37m de UGIs (-9.3% A/A). La empresa tuvo 117 mil desconexiones, y 88 mil conexiones. Las líneas en servicio representaban el 59.4% de la base, los accesos a internet el 32.5% y los suscriptores de video el restante 8%. La empresa experimentó una presión en el ARPU debido a la eliminación del cobro del servicio de LD y por el empaquetamiento de servicios. Por el contrario, una mayor base de clientes del servicio Axtel Xtremo provocó un aumento del 17% A/A en el ARPU de internet.

La fusión con Alestra le dará a Axtel una mayor presencia en el segmento empresarial. Al fusionarse, los ingresos del segmento empresarial representarán aproximadamente el 73% de los ingresos totales vs 64% en el 4T15.

La razón de deuda neta a EBITDA de Axtel es 3.3x vs 1.3x de Alestra. Estimamos que la fusión con Alestra implicaría una reducción en la razón de deuda neta a EBITDA a 2.4x, lo cual creemos que será positivo.

AXTEL – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,383	2,832	18.9%	2,335	21.3%
Utilidad de Operación	-154	-206	34.1%	99	N.A.
Ebitda	786	763	-2.9%	773	-1.2%
Utilidad Neta	-1,028	-590	N.A.	-376	56.7%
Márgenes					
Margen Operativo	-6.4%	-7.3%	-0.8pp	4.2%	-11.5pp
Margen Ebitda	33.0%	27.0%	-6.0pp	33.1%	-6.1pp
UPA	-\$0.794	-\$0.437	N.A.	-\$0.284	53.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,382.5	2,360.4	2,831.9	18.9%	20.0%
Costo de Ventas	504.9	444.3	803.3	59.1%	80.8%
Utilidad Bruta	1,877.7	1,916.1	2,028.7	8.0%	5.9%
Gastos Generales	2,008.9	1,809.7	1,907.2	-5.1%	5.4%
Utilidad de Operación	(153.5)	132.5	(205.9)	34.1%	N.A.
Margen Operativo	-6.4%	5.6%	-7.3%	(0.8pp)	(12.9pp)
Depreciación Operativa	917.7	674.2	642.0	-30.0%	-4.8%
EBITDA	786.5	780.7	763.5	-2.9%	-2.2%
Margen EBITDA	33.0%	33.1%	27.0%	(6.0pp)	(6.1pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,122.2)	(1,183.8)	(375.5)	-66.5%	-68.3%
Intereses Pagados	279.6	333.4	315.4	12.8%	-5.4%
Intereses Ganados	5.0	8.9	6.5	28.7%	-27.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(13.3)	91.4	55.6	N.A.	-39.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(834.3)	(950.8)	(122.2)	-85.4%	-87.2%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0.2)	(0.0)	(0.0)	-96.9%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(1,275.8)	(1,051.3)	(581.3)	-54.4%	-44.7%
Provisión para Impuestos	(247.8)	(283.2)	8.4	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	(1,028.0)	(768.1)	(589.8)	-42.6%	-23.2%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(1,028.0)	(768.1)	(589.8)	-42.6%	-23.2%
Margen Neto	-43.1%	-32.5%	-20.8%	22.3pp	11.7pp
UPA	(0.794)	(0.580)	(0.437)	-45.0%	-24.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,804.4	6,229.8	6,227.1	7.3%	0.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,697.8	2,491.9	2,575.2	-4.5%	3.3%
Activos No Circulantes	15,180.7	15,912.8	15,701.6	3.4%	-1.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,961.5	13,357.4	13,216.2	2.0%	-1.1%
Activos Intangibles (Neto)	174.0	137.2	125.0	-28.1%	-8.9%
Activo Total	20,985.1	22,142.6	21,928.6	4.5%	-1.0%
Pasivo Circulante	4,311.9	4,717.9	5,127.1	18.9%	8.7%
Deuda de Corto Plazo	350.6	515.9	505.7	44.2%	-2.0%
Proveedores	2,347.3	2,780.3	2,676.8	14.0%	-3.7%
Pasivo a Largo Plazo	10,967.5	12,776.1	12,681.7	15.6%	-0.7%
Deuda de Largo Plazo	10,645.4	12,463.1	12,476.0	17.2%	0.1%
Pasivo Total	15,279.4	17,494.0	17,808.8	16.6%	1.8%
Capital Contable	5,705.7	4,648.6	4,119.8	-27.8%	-11.4%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	5,705.7	4,648.6	4,119.8	-27.8%	-11.4%
Pasivo y Capital	20,985.1	22,142.6	21,928.6	4.5%	-1.0%
Deuda Neta	8,298.2	10,487.2	10,406.4	25.4%	-0.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	814.3	856.5	480.3		
Flujos generado en la Operación	142.8	(73.7)	220.5		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(778.6)	(527.3)	(473.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(198.3)	(688.5)	(157.7)		
Incremento (disminución) efectivo	(19.8)	(433.0)	70.1		

Fuente: Banorte-lxe, BMV

AZTECA CPO (Mantener, PO 2016 P\$2.40)
Ingresos extraordinarios por construcción de redes

Manuel Jiménez Zaldivar
 24 de febrero de 2016

Buen reporte por ingresos extraordinarios en Colombia Comunicaciones. La compañía reportó ingresos consolidados de P\$4,148m (+7.7%) siendo por arriba de nuestro estimado. El crecimiento está relacionado con reembolsos del gobierno de Colombia por pagos para construcción de infraestructura de telecomunicaciones de última milla, compensando la caída en ingresos por publicidad en TV Abierta. Los ingresos extraordinarios influyeron de forma positiva en el EBITDA evitando una caída mayor. La empresa reportó una pérdida neta por un cargo por deterioro de activos.

Ingresos por construcción de redes impulsaron los ingresos consolidados. Las operaciones de telecomunicaciones en Colombia y Perú representaron en conjunto 11.7% vs 3.0% en 4T14. Las ventas de publicidad de TV Abierta en México disminuyeron 4.7% A/A debido a un menor gasto publicitario de los anunciantes y el efecto de mayores tarifas. En EE.UU. los ingresos de “Azteca America” ascendieron a P\$290m +18.4% A/A por un efecto de conversión (-2.2% en dólares).

El tipo de cambio y negocios de comunicaciones impactaron al costo de ventas. En el periodo, el costo de ventas se elevó a P\$2,510m (+19.3% vs 4T14) siendo impactado por la fortaleza del dólar que incrementó el costo de los derechos de exhibición de contenido adquirido de terceros y por mayores costos asociados a la instalación de infraestructura en Colombia y Perú.

Retrocede 6% el EBITDA y el margen se contrae 4.3pp a 29.5%. La empresa reportó un EBITDA de P\$1,221m siendo significativamente mayor que nuestro estimado por las razones antes mencionadas.

Cambiamos recomendación a Mantener. La valuación se mantiene en niveles de 7x FV/EBITDA U12m, nivel que consideramos justo. Creemos que con este reporte, el precio podría estabilizarse. El riesgo sigue elevado.

AZTECA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	3,850	4,148	7.7%	3,694	12.3%
Utilidad de Operación	995	195	-80.4%	557	-65.0%
Ebitda	1,299	1,222	-6.0%	865	41.2%
Utilidad Neta	170	-511	N.A.	30	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	25.8%	4.7%	-21.2pp	15.1%	-10.4pp
Margen Ebitda	33.7%	29.5%	-4.3pp	23.4%	6.0pp
UPA	\$0.057	-\$0.171	N.A.	\$0.010	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,850.1	3,184.9	4,147.6	7.7%	30.2%
Costo de Ventas	2,244.4	2,424.1	2,824.4	25.8%	16.5%
Utilidad Bruta	1,605.6	760.7	1,323.1	-17.6%	73.9%
Gastos Generales	476.4	431.2	468.5	-1.7%	8.6%
Utilidad de Operación	995.0	205.7	194.6	-80.4%	-5.4%
Margen Operativo	25.8%	6.5%	4.7%	(21.2pp)	(1.8pp)
Depreciación Operativa	170.2	195.9	366.9	115.6%	87.2%
EBITDA	1,299.4	525.5	1,221.5	-6.0%	132.5%
Margen EBITDA	33.7%	16.5%	29.5%	(4.3pp)	13.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(758.6)	(856.2)	(602.4)	-20.6%	-29.6%
Intereses Pagados	278.8	324.9	328.7	17.9%	1.2%
Intereses Ganados	25.5	23.6	20.2	-20.7%	-14.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(19.5)	(17.7)	(122.9)	>500%	>500%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(485.9)	(537.1)	(171.1)	-64.8%	-68.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	6.1	(22.8)	(4.1)	N.A.	-81.8%
Utilidad antes de Impuestos	242.5	(673.2)	(412.0)	N.A.	-38.8%
Provisión para Impuestos	69.4	149.8	96.2	38.6%	-35.8%
Operaciones Discontinuadas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	173.0	(823.0)	(508.2)	N.A.	-38.3%
Participación Minoritaria	2.7	(6.3)	3.3	21.6%	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	170.3	(816.7)	(511.5)	N.A.	-37.4%
Margen Neto	4.4%	-25.6%	-12.3%	(16.8pp)	13.3pp
UPA	0.057	(0.274)	(0.171)	N.A.	-37.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	15,439.2	14,985.7	13,630.7	-11.7%	-9.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	6,545.2	4,064.4	3,721.4	-43.1%	-8.4%
Activos No Circulantes	21,434.3	22,597.9	22,918.3	6.9%	1.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,690.7	4,196.0	4,192.5	13.6%	-0.1%
Activos Intangibles (Neto)	9,527.2	10,051.8	10,138.1	6.4%	0.9%
Activo Total	36,873.5	37,583.6	36,549.0	-0.9%	-2.8%
Pasivo Circulante	9,064.4	10,195.8	9,814.1	8.3%	-3.7%
Deuda de Corto Plazo	1,105.6			N.A.	N.A.
Proveedores	243.9	464.8	379.2	55.5%	-18.4%
Pasivo a Largo Plazo	15,658.6	17,758.0	18,219.7	16.4%	2.6%
Deuda de Largo Plazo	12,934.0	14,895.8	15,212.7	17.6%	2.1%
Pasivo Total	24,723.1	27,953.8	28,033.7	13.4%	0.3%
Capital Contable	12,150.5	9,629.8	8,515.3	-29.9%	-11.6%
Participación Minoritaria	2.7	(6.3)	3.3	21.6%	N.A.
Capital Contable Mayoritario	12,095.7	9,592.1	8,474.3	-29.9%	-11.7%
Pasivo y Capital	36,873.5	37,583.6	36,549.0	-0.9%	-2.8%
Deuda Neta	7,494.4	10,831.3	11,491.3	53.3%	6.1%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,323.4	312.1	(1,167.0)		
Flujos generado en la Operación	(672.2)	(717.8)	568.3		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(481.2)	344.9	765.2		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(163.2)	(1,617.6)	(70.5)		
Incremento (disminución) efectivo	6.7	(1,678.4)	96.1		

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

BIMBO A (Mantener PO 2016 P\$55.00)
Reporte positivo, EE.UU impulsa rentabilidad

Marisol Huerta Mondragón
 25 de febrero de 2016

Las operaciones en EE.UU y Canadá impulsaron los resultados. Bimbo presentó cifras positivas, ligeramente arriba de nuestras expectativas y del mercado a nivel operativo. Durante el 4T15, los ingresos crecieron 16.4% A/A beneficiado del efecto positivo del tipo de cambio en las operaciones de EE.UU y de las adquisiciones realizadas en los últimos 12 meses. Por mercado EE.UU. creció 27.8% A/A y México 6.0%, ante un mayor dinamismo en el consumo. Latinoamérica avanzó 5.9% y Europa 1.9%. A nivel operativo, el EBITDA creció 30.3% con una expansión en margen de 130pb, donde EE.UU reportó un avance de 510pb en margen, debido a menores precios de materias primas, lo que compensó la contracción en el margen que reportó México (280pb) y Europa (770pb). La utilidad neta se ubicó en P\$301.0m reflejando mayores costos financieros. Reiteramos PO2016e en P\$55.00 y recomendación de MANTENER. Nos mantenemos cautelosos del desempeño de sus principales mercados y del impacto del tipo de cambio en sus insumos principales.

México, trimestre afectado por mayores costos de materia prima. Durante el 4T15, los ingresos crecieron 6.0% A/A, como resultado de bases bajas de comparación y un entorno positivo en el consumo. A nivel operativo, mayores gastos operativos y de administración motivaron una contracción de 280pb en el margen EBITDA

Estados Unidos, con el mejor desempeño en ingresos y EBITDA. Las operaciones de EE.UU, crecieron 27.8% en ingresos lo anterior como resultado del tipo de cambio, así como de las adquisiciones realizadas en los dos últimos años. A nivel bruto el mercado reportó un avance en margen de 290pb, ante la baja en los precios de las materias primas. Por su parte menores gastos de reestructura en EE.UU, así como a las sinergias respectivas en la operación derivaron en un crecimiento de 182.6% en el EBITDA con una expansión en el margen de 510pb

BIMBO – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	51,124	59,519	16.4%	58,566	1.6%
Utilidad de Operación	1,559	2,812	80.4%	4,009	-29.9%
Ebitda	5,367	6,995	30.3%	6,554	6.7%
Utilidad Neta	-229	301	N.A.	2,444	-87.7%
Márgenes					
Margen Operativo	3.0%	4.7%	1.7pp	7.0%	-2.3pp
Margen Ebitda	10.5%	11.8%	1.3pp	11.2%	0.6pp
UPA	-\$0.049	\$0.064	N.A.	\$0.520	-87.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	51,123.7	56,219.1	59,518.9	16.4%	5.9%
Costo de Ventas	24,389.9	25,720.3	27,949.2	14.6%	8.7%
Utilidad Bruta	26,733.8	30,498.8	31,569.7	18.1%	3.5%
Gastos Generales	21,794.0	25,271.4	26,200.9	20.2%	3.7%
Utilidad de Operación	1,559.2	4,764.6	2,812.0	80.4%	-41.0%
Margen Operativo	3.0%	8.5%	4.7%	1.7pp	(3.8pp)
Depreciación Operativa	1,629.1	1,704.8	2,064.7	26.7%	21.1%
EBITDA	5,367.0	6,540.0	6,994.9	30.3%	7.0%
Margen EBITDA	10.5%	11.6%	11.8%	1.3pp	0.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,103.9)	(1,016.3)	(1,206.2)	9.3%	18.7%
Intereses Pagados	1,122.3	1,198.5	1,213.7	8.1%	1.3%
Intereses Ganados	80.6	63.3	36.7	-54.5%	-42.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	10.1	35.2	74.2	>500%	110.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(72.4)	83.7	(103.4)	42.9%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(28.7)	2.8	58.3	N.A.	>500%
Utilidad antes de Impuestos	426.6	3,751.1	1,664.2	290.1%	-55.6%
Provisión para Impuestos	501.8	1,355.0	1,101.6	119.5%	-18.7%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(75.2)	2,396.1	562.6	N.A.	-76.5%
Participación Minoritaria	154.2	126.5	261.1	69.4%	106.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	(229.3)	2,269.7	301.4	N.A.	-86.7%
Margen Neto	-0.4%	4.0%	0.5%	1.0pp	(3.5pp)
UPA	(0.049)	0.483	0.064	N.A.	-86.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	27,864.7	33,460.4	32,131.0	15.3%	-4.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,571.2	4,013.9	3,825.1	48.8%	-4.7%
Activos No Circulantes	149,895.6	166,894.2	167,501.6	11.7%	0.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	52,475.3	56,748.1	58,073.5	10.7%	2.3%
Activos Intangibles (Neto)	83,216.9	92,835.7	91,830.7	10.4%	-1.1%
Activo Total	177,760.3	200,354.6	199,632.6	12.3%	-0.4%
Pasivo Circulante	31,894.9	46,523.2	43,038.1	34.9%	-7.5%
Deuda de Corto Plazo	1,789.3	10,131.3	8,282.1	362.9%	-18.3%
Proveedores	12,655.6	11,615.1	13,547.1	7.0%	16.6%
Pasivo a Largo Plazo	92,263.8	93,198.3	94,736.1	2.7%	1.7%
Deuda de Largo Plazo	62,203.8	68,379.7	67,761.2	8.9%	-0.9%
Pasivo Total	124,158.7	139,721.5	137,774.3	11.0%	-1.4%
Capital Contable	53,601.6	60,633.1	61,858.4	15.4%	2.0%
Participación Minoritaria	154.2	126.5	261.1	69.4%	106.5%
Capital Contable Mayoritario	50,974.4	57,480.8	58,570.6	14.9%	1.9%
Pasivo y Capital	177,760.3	200,354.6	199,632.6	12.3%	-0.4%
Deuda Neta	59,632.6	64,365.8	63,936.1	7.2%	-0.7%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	5,345.6	6,538.6	6,944.3
Flujos generado en la Operación	(601.1)	(2,873.4)	(2,020.4)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,609.2)	(884.4)	(2,165.5)
Incremento (disminución) efectivo	(236.9)	559.1	(179.7)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

CEMEX CPO (Compra, PO 2016 \$12.00)
Reporte con caídas, pero mejor a lo esperado

Cemex reportó sus resultados al 4T15 con decrementos (en dólares) en Ventas de 8.6% y en Ebitda de 4.2%, ubicándose en US\$3,416m y US\$663m, respectivamente. Se registró una utilidad neta mayoritaria de US\$144m (vs. pérdida de US\$178m en el 4T14). En pesos, se presentaron aumentos de 9.1% en Ventas y de 14.3% en Ebitda. Los resultados operativos en general mejores a nuestros estimados. Los volúmenes tuvieron un débil desempeño y continuaron las caídas en los precios de los productos en dólares ante las fluctuaciones en las tasas de cambio respecto al dólar. En moneda local, la mayoría de los precios tuvieron alzas. Por otro lado, el control de costos y gastos y las iniciativas de la compañía para una mayor generación de flujo de efectivo libre se hicieron presentes en el reporte.

El Ebitda registró una baja de 4.2% vs. 4T14, colocándose en US\$663m. Con lo anterior el margen Ebitda fue de 19.4%, con una variación positiva de 0.9pp vs. 4T14. EE.UU. (región clave en el proceso de mejora continua operativa) continúa creciendo (Ventas +5% y Ebitda +26%) y mejorando su rentabilidad (se ubicó en 17.9% vs. 14.9% en el 4T14), y Asia mostró buenos resultados (+4% y +4%). En contraparte, se presentaron caídas en México (-19% y -10%), Norte de Europa (-18% y -14%), Mediterráneo (+4% Ventas, -5% Ebitda) y Sudamérica (-15% y -25%). De forma comparable para las operaciones existentes y ajustadas por las fluctuaciones cambiarias, el Ebitda aumentó 7%.

Cemex registró una Utilidad Neta Mayoritaria en el 4T15 de US\$144m. Cabe señalar que la compañía reportó por primera vez en 6 años una utilidad neta positiva (US\$75m). La empresa informó que su flujo de efectivo libre fue de US\$489m en el 4T15 (+46% vs. 4T14).

Disminuye la Deuda Neta 4.5% vs. 3T15, con poca variación en el indicador de apalancamiento (5.21x).

CEMEX – Resultados 4T15
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	52,536	57,292	9.1%	60,270	-4.9%
Utilidad de Operación	1,940	5,348	175.7%	5,309	0.7%
Ebitda	9,716	11,110	14.3%	10,643	4.4%
Utilidad Neta	-2,498	2,415	N.A.	-2,021	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	3.7%	9.3%	5.6pp	8.8%	0.5pp
Margen Ebitda	18.5%	19.4%	0.9pp	17.7%	1.7pp
UPA	-\$0.201	\$0.180	N.A.	-\$0.150	N.A.

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	52,536.5	60,572.0	57,292.1	9.1%	-5.4%
Costo de Ventas	34,413.9	40,008.7	37,540.2	9.1%	-6.2%
Utilidad Bruta	18,122.6	20,563.3	19,751.9	9.0%	-3.9%
Gastos Generales	16,183.0	14,742.0	14,404.3	-11.0%	-2.3%
Utilidad de Operación	1,939.5	5,821.3	5,347.7	175.7%	-8.1%
Margen Operativo	3.7%	9.6%	9.3%	5.6pp	(0.3pp)
Depreciación Operativa	3,551.3	3,945.6	4,226.6	19.0%	7.1%
EBITDA	9,716.2	11,233.6	11,110.1	14.3%	-1.1%
Margen EBITDA	18.5%	18.5%	19.4%	0.9pp	0.8pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(5,421.3)	(6,407.7)	(4,770.9)	-12.0%	-25.5%
Intereses Pagados	3,879.4	4,085.0	4,048.5	4.4%	-0.9%
Intereses Ganados	48.2	17.3	24.6	-49.0%	42.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(3,721.2)	(2,593.1)	(1,095.9)	-70.5%	-57.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	2,131.1	253.1	348.9	-83.6%	37.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	104.1	508.9	256.7	146.5%	-49.6%
Utilidad antes de Impuestos	(3,377.7)	(77.5)	833.5	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	(1,002.3)	543.3	(1,074.6)	7.2%	N.A.
Operaciones Discontinuas	(80.8)	93.6	747.8		
Utilidad Neta Consolidada	(2,456.1)	(527.2)	2,655.8	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	41.6	204.7	241.0	478.6%	17.7%
Utilidad Neta Mayoritaria	(2,497.7)	(731.9)	2,414.9	N.A.	N.A.
Margen Neto	-4.8%	-1.2%	4.2%	9.0pp	5.4pp
UPA	(0.201)	(0.054)	0.180	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	70,957.6	75,897.4	73,665.4	3.8%	-2.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	12,589.4	7,721.9	15,280.1	21.4%	97.9%
Activos No Circulantes	444,003.3	481,345.1	468,599.0	5.5%	-2.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	202,928.3	212,309.1	214,132.7	5.5%	0.9%
Activos Intangibles (Neto)	193,483.9	218,240.2	220,318.0	13.9%	1.0%
Activo Total	514,960.9	557,242.4	542,264.3	5.3%	-2.7%
Pasivo Circulante	80,224.6	74,567.1	72,575.1	-9.5%	-2.7%
Deuda de Corto Plazo	51,824.6	6,251.1	6,499.6	-87.5%	4.0%
Proveedores	24,271.5	26,639.6	28,708.7	18.3%	7.8%
Pasivo a Largo Plazo	286,565.0	323,642.1	305,920.7	6.8%	-5.5%
Deuda de Largo Plazo	71,462.0	249,704.0	250,002.1	249.8%	0.1%
Pasivo Total	366,789.6	398,209.2	378,495.8	3.2%	-5.0%
Capital Contable	148,171.3	159,033.3	163,768.5	10.5%	3.0%
Participación Minoritaria	17,068.0	19,730.5	20,289.3	18.9%	2.8%
Capital Contable Mayoritario	131,103.4	139,302.8	143,479.3	9.4%	3.0%
Pasivo y Capital	514,960.9	557,242.4	542,264.3	5.3%	-2.7%
Deuda Neta	110,697.2	248,233.1	241,221.7	117.9%	-2.8%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	34,466.5	30,320.0	40,415.1
Flujos generado en la Operación	(5,630.3)	(9,861.5)	(3,455.8)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(7,790.4)	(8,403.4)	(9,739.0)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(23,632.9)	(16,820.2)	(24,529.6)
Incremento (disminución) efectivo	(2,587.1)	(4,765.0)	2,690.7

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

CREAL * (Compra, PO 2016 \$45.00)
Otro trimestre positivo, alineado a expectativas

Marissa Garza Ostos
 24 de febrero de 2016

Continúa la sana tendencia de crecimiento para CReal. Este trimestre, los resultados de Creal estuvieron alineados a nuestras expectativas con lo que la compañía logró cumplir sus objetivos planteados para 2015. Se registró una utilidad neta por P\$372 millones representando un incremento del 7.7% A/A, prácticamente en línea con nuestro estimado de P\$382 millones. La estrategia de diversificación del portafolio se vio reflejada en un aumento del 27.6% en la cartera vs. 4T14 para alcanzar los P\$17,610 millones. Los principales impulsores de este crecimiento fueron la consolidación de AFS Acceptance en el segmento de Autos y el sano crecimiento en las divisiones de nómina y PYMES.

Margen Financiero crece en línea con la cartera. El favorable desempeño en la cartera de créditos impulsó el aumento del 27.9% en el Margen Financiero a P\$993 millones, similar a nuestras expectativas. Los ingresos por intereses aumentaron 25.1% en forma anual, mientras que los gastos por intereses solo crecieron 15.2% reflejando un costo de fondeo más eficiente aun cuando la deuda aumentó 30.2% A/A. Así, el Margen de Interés Neto (MIN) aumentó a 17.7% vs. 17.4% en el 4T14.

Deterioro en el índice de eficiencia por consolidación de AFS Acceptance y Resuelve. En el trimestre, los gastos operativos aumentaron 64.0% como resultado de la consolidación de AFS Acceptance y Resuelve, y una mayor inversión en campañas para reconocimiento de marca y ampliar la red de distribución de autos usados. Con ello el índice de eficiencia aumentó a 41.0% en el 4T15 vs. 32.3% en el 4T14.

Utilidad neta en línea con nuestra expectativa. A pesar del sólido desempeño en el Margen Financiero, los mayores gastos mitigaron el crecimiento en la utilidad neta al ubicarse en P\$372 millones, mostrando un aumento del 7.7%, en línea con nuestros estimados.

CREAL – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	995	1,245	25.1%	1,241	0.3%
Margen Financiero	777	993	27.9%	993	0.0%
Utilidad de Operación	417	474	13.8%	484	-2.1%
Utilidad Neta	345	372	7.7%	382	-2.6%
Márgenes					
ROE	23.1%	20.8%	-2.3pp	20.6%	0.2pp
MIN	17.4%	17.7%	0.3pp	17.9%	-0.2pp
CV/CT	1.9%	2.4%	0.5pp	2.1%	0.3pp
Provisiones/CV	161.2%	116.7%	-44.5pp	133.2%	-16.5pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	19,915.5	23,397.5	25,995.5	30.5%	11.1%
Disponibilidades e Instr Finan	2,255.2	2,643.3	2,776.9	23.1%	5.1%
Cartera de Crédito Neta	13,804.9	16,316.8	17,609.6	27.6%	7.9%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-420.1	-449.6	-485.5	15.6%	8.0%
Cartera de Crédito Vigente	13,544.3	15,985.4	17,193.6	26.9%	7.6%
Cartera Vencida	260.6	331.4	416.1	59.6%	25.6%
Otras Cuentas por Cobrar	1,156.2	1,765.3	2,258.9	95.4%	28.0%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	85.5	118.5	149.1	74.4%	25.9%
Inversiones Permanentes	859.0	812.4	835.6	(0.0)	2.9%
Impuestos y PTU Diferidos				N.A.	N.A.
Otros Activos	2,174.8	2,190.8	2,850.8	31.1%	30.1%
Pasivo Total	14,558.3	17,065.9	19,283.0	32.5%	13.0%
Pasivos Bursátiles	9,132.9	10,165.1	10,944.9	19.8%	7.7%
Préstamos Bancarios	4,261.0	5,226.5	6,498.9	52.5%	24.3%
Otras cuentas por Pagar	398.2	659.9	742.6	86.5%	12.5%
Capital Contable	5,357.2	6,331.6	6,712.5	25.3%	6.0%
Participación Minoritaria	14.5	9.9	105.8	>500%	>500%
Capital Contable Mayoritario	5,342.7	6,321.7	6,606.7	23.7%	4.5%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	995.3	1,099.7	1,245.3	25.1%	13.2%
Gastos Financieros	(218.7)	(235.3)	(252.1)	15.2%	7.1%
Margen Financiero	776.6	864.4	993.2	27.9%	14.9%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	(91.0)	(98.8)	(110.5)	21.5%	11.9%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	685.6	765.6	882.7	28.7%	15.3%
Comisiones Netas	29.7	40.7	27.9	-6.0%	-31.5%
Resultado pr Intermediación				N.A.	N.A.
Gastos Operativos	(241.5)	(283.4)	(395.9)	64.0%	39.7%
Utilidad de Operación	416.7	446.7	474.1	13.8%	6.1%
Impuestos	91.5	122.1	122.7	34.0%	0.4%
Subsidiarias	26.1	17.0	22.4	-14.2%	31.4%
Participación Minoritaria	(5.9)	(1.9)	(1.9)	-68.2%	-3.3%
Utilidad Neta Mayoritaria	345.3	339.7	371.9	7.7%	9.5%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

CULTIBA B (Mantener, PO 2016 \$28.00)
Reporte débil a nivel operativo, menor a consenso

Marisol Huerta Mondragón
 2 de febrero 2016

Bebidas carbonatadas mantienen dinamismo. Los ingresos consolidados durante el 4T15 crecieron 13% al sumar P\$9,181m, si consideramos solo el segmento de bebidas el avance fue de 11.4%, mismo que fue impulsado por la recuperación en el volumen total de bebidas de 3.5% y un avance de 7.5% en el precio por caja unidad. Durante el trimestre el volumen de bebidas carbonatadas creció 5.3% A/A y el segmento de agua de garrafón aumentó 1.7% A/A. A nivel operativo, el EBITDA creció 0.8% con un margen de 7.1% una contracción de 85pb, que se atribuye a mayores costos de materias primas denominadas en dólares (alta fructosa y resina para botellas de PET) en combinación con mayores gastos de mercadotecnia por mayores lanzamientos. A nivel neto se observó una pérdida de -P\$33m, por partidas relacionadas con la división azucarera.

Bajamos nuestro PO 2016 a P\$28.00 desde P\$29.00 y nuestra recomendación de MANTENER. A pesar de que los resultados fueron por en línea con nuestras expectativas, nos mantenemos cautelosos del desempeño a nivel operativo, donde en el trimestre observamos una mayor presión en el margen bruto relacionada con el tipo de cambio y los mayores gastos de venta en mercadotecnia. Si bien creemos que los volúmenes de bebidas carbonatadas podrían aumentar en 2016 y la tendencia en recuperación de mercado en el segmento de agua de garrafón podría mantenerse. Para los ingresos estimamos que la empresa podrá crecer 12.2%, impulsada por un mejor desempeño en volúmenes en promedio de 4.5%, precios ligeramente por arriba de inflación y una mayor contribución del negocio azucarero. Estimamos un EBITDA de P\$3,991m lo que representaría un avance anual de 17.0%, que sería 2.8% por debajo de nuestro estimado previo.

CULTIBA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	8,126	9,181	13.0%	9,212	-0.3%
Utilidad de Operación	32	97	203.8%	143	-31.9%
Ebitda*	644	649	0.8%	649	-0.1%
Utilidad Neta	-1,728	-33	-98.1%	19	-279.2%
Márgenes					
Margen Operativo	0.4%	1.1%	0.7pp	1.6%	-0.5pp
Margen Ebitda	7.9%	7.1%	-0.9pp	7.0%	0.0pp
UPA	-\$2.408	-\$0.047	NA	\$0.067	-11.4pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	8,125.6	10,263.0	9,181.0	13.0%	-10.5%
Costo de Ventas	4,942.6	6,276.4	5,590.5	13.1%	-10.9%
Utilidad Bruta	3,183.0	3,986.7	3,590.4	12.8%	-9.9%
Gastos Generales	3,151.0	3,478.5	3,493.2	10.9%	0.4%
Utilidad de Operación	32.0	508.1	97.3	203.8%	-80.9%
Margen Operativo	0.4%	5.0%	1.1%	0.7pp	(3.9pp)
Depreciación Operativa	575.4	526.2	552.4	-4.0%	5.0%
EBITDA	643.9	1,034.3	649.2	0.8%	-37.2%
Margen EBITDA	0.1	0.1	0.1	(0.9pp)	(3.0pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(266.9)	(237.5)	(35.1)	-86.8%	-85.2%
Intereses Pagados	46.6	39.6	41.3	-11.5%	4.1%
Intereses Ganados	4.4	3.9	5.1	16.0%	29.6%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.5)	(0.8)	1.8	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(224.2)	(201.1)	(0.8)	-99.7%	-99.6%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(15.6)	(87.5)	(54.6)	249.2%	-37.6%
Utilidad antes de Impuestos	(1,828.2)	185.4	12.0	N.A.	-93.5%
Provisión para Impuestos	(158.4)	170.8	(39.8)	-74.9%	N.A.
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(1,669.8)	14.7	51.8	N.A.	253.3%
Participación Minoritaria	58.1	99.6	85.2	46.7%	-14.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	(1,727.9)	(84.9)	(33.4)	-98.1%	-60.7%
Margen Neto	-21.3%	-0.8%	-0.4%	20.9pp	0.5pp
UPA	(2.408)	(0.118)	(0.047)	-98.1%	-60.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	6,731.4	6,516.2	6,137.7	-8.8%	-5.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	403.5	796.7	627.4	55.5%	-21.2%
Activos No Circulantes	22,016.2	21,551.9	22,037.5	0.1%	2.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	14,159.3	13,951.2	14,369.3	1.5%	3.0%
Activos Intangibles (Neto)	6,227.7	5,864.2	5,842.7	-6.2%	-0.4%
Activo Total	28,747.6	28,068.0	28,175.2	-2.0%	0.4%
Pasivo Circulante	7,408.1	7,420.5	6,561.4	-11.4%	-11.6%
Deuda de Corto Plazo	2,123.0	1,453.7	688.4	-67.6%	-52.6%
Proveedores	2,815.9	2,688.0	3,129.0	11.1%	16.4%
Pasivo a Largo Plazo	4,707.3	4,223.3	5,140.2	9.2%	21.7%
Deuda de Largo plazo	2,623.9	2,258.2	3,170.9	20.8%	40.4%
Pasivo Total	12,115.4	11,643.8	11,701.6	-3.4%	0.5%
Capital Contable	16,632.2	16,424.3	16,473.5	-1.0%	0.3%
Participación Minoritaria	58.1	99.6	85.2	46.7%	-14.4%
Capital Contable Mayoritario	9,592.4	9,352.1	9,317.4	-2.9%	-0.4%
Pasivo y Capital	28,747.6	28,068.0	28,175.2	-2.0%	0.4%
Deuda Neta	4,343.4	2,915.2	3,231.9	-25.6%	10.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	585.0	1,037.4	697.5		
Flujos generado en la Operación	806.7	326.0	(40.2)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(937.7)	(539.6)	(891.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(640.0)	(887.3)	65.2		
Incremento (disminución) efectivo	(185.9)	(63.5)	(169.3)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMW

**FEMSA UBD (Mantener PO 2016 \$185.00)
Presionan Socofar y Oxxo gas rentabilidad**

Marisol Huerta Mondragón
24 de febrero de 2016

La división comercial es impulsada por adquisiciones. Los ingresos del trimestre presentaron un avance de 27.5%, al sumar P\$89,469m, derivado principalmente a la integración del negocio de farmacias Socofar, basado en Chile y Colombia, en la división de comercio y del avance en ingresos de 3.0% de la división de bebidas. El EBITDA consolidado del trimestre avanzó 14.3% A/A al sumar P\$14,061m. El margen EBITDA registró una caída de 180pb, derivado de mayores costos y gastos en la división comercial que reflejaron la integración de las estaciones de Oxxo gas y de farmacias, mismas que operan con menores márgenes. La utilidad neta mayoritaria fue de P\$5,436m, una baja de 25.1%, por el incremento en gastos financieros y a una disminución de 31% en la participación de la utilidad neta de Heineken.

Bajamos nuestro PO2016 a P\$185.00 de P\$190.00, y nuestra recomendación a MANTENER. Femsa cotiza a un múltiplo conocido de 16.2x que representa un premio de 16.8% respecto al 13.7x de su promedio U3años y por arriba del promedio del sector de 12.5x. Creemos que la valuación actual ya refleja las perspectivas positivas derivadas del negocio de Gas y de farmacias en Chile.

Estamos incorporando en el nuevo Precio Objetivo una revaluación en la participación accionaria de Heineken, (donde estamos incorporando el ajuste en el precio de las acciones con base al consenso en Bloomberg). Para Oxxo moderamos nuestras estimaciones en rentabilidad, dado que el negocio de farmacias y de gasolina opera con menores márgenes. Mientras que para KOF dejamos nuestras estimaciones para 2016 sin grandes variaciones esperando una recuperación en el mercado en México y eficiencias en costos. El desempeño en México podría compensar un escenario de debilidad en sus operaciones de LATAM.

FEMSA – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	70,156	89,469	27.5%	86,597	3.3%
Utilidad de Operación	9,782	10,638	8.7%	11,896	-10.6%
Ebitda	12,300	14,061	14.3%	15,656	-10.2%
Utilidad Neta	7,254	5,436	-25.1%	6,008	-9.5%
Márgenes					
Margen Operativo	13.9%	11.9%	-2.1pp	13.7%	-1.8pp
Margen Ebitda	17.5%	15.7%	-1.8pp	18.1%	-2.4pp
UPA	\$0.405	\$0.304	-25.1%	\$0.336	-9.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	70,156.2	78,763.3	89,469.1	27.5%	13.6%
Costo de Ventas	39,739.7	47,898.3	53,773.8	35.3%	12.3%
Utilidad Bruta	30,416.4	30,864.9	35,695.3	17.4%	15.7%
Gastos Generales	20,634.4	22,352.3	25,057.4	21.4%	12.1%
Utilidad de Operación	9,782.0	8,512.7	10,637.8	8.7%	25.0%
Margen Operativo	13.9%	10.8%	11.9%	(2.1pp)	1.1pp
Depreciación Operativa	2,518.0	3,638.4	3,423.4	36.0%	-5.9%
EBITDA	12,300.0	12,151.1	14,061.3	14.3%	15.7%
Margen EBITDA	17.5%	15.4%	15.7%	(1.8pp)	0.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,101.1)	(2,494.5)	(2,149.7)	2.3%	-13.8%
Intereses Pagados	1,624.7	1,794.6	2,523.0	55.3%	40.6%
Intereses Ganados	170.9	288.2	216.8	26.9%	-24.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(94.3)	39.3	87.8	N.A.	123.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(552.9)	(1,027.4)	68.8	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	2,407.3	2,106.5	1,640.4	-31.9%	-22.1%
Utilidad antes de Impuestos	10,386.2	7,865.7	9,668.9	-6.9%	22.9%
Provisión para Impuestos	1,850.3	1,805.9	2,364.4	27.8%	30.9%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	8,536.0	6,059.8	7,304.4	-14.4%	20.5%
Participación Minoritaria	1,282.2	1,086.1	1,868.0	45.7%	72.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	7,253.8	4,973.7	5,436.5	-25.1%	9.3%
Margen Neto	10.3%	6.3%	6.1%	(4.3pp)	(0.2pp)
UPA	0.405	0.278	0.304	-25.1%	9.3%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	79,111.9	95,039.5	86,723.3	9.6%	-8.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	35,640.5	43,377.3	29,415.3	-17.5%	-32.2%
Activos No Circulantes	297,061.1	325,703.6	322,609.1	8.6%	-1.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	75,629.3	76,355.1	80,295.7	6.2%	5.2%
Activos Intangibles (Neto)	101,527.1	103,554.2	108,341.0	6.7%	4.6%
Activo Total	376,172.9	420,743.1	409,332.4	8.8%	-2.7%
Pasivo Circulante	49,319.3	76,545.2	65,345.8	32.5%	-14.6%
Deuda de Corto Plazo	1,553.6	13,588.5	5,909.3	280.4%	-56.5%
Proveedores	26,467.1	34,324.1	35,772.8	35.2%	4.2%
Pasivo a Largo Plazo	96,731.9	109,049.7	102,130.5	5.6%	-6.3%
Deuda de Largo Plazo	82,938.2	93,012.6	85,969.4	3.7%	-7.6%
Pasivo Total	146,051.2	185,594.8	167,476.3	14.7%	-9.8%
Capital Contable	230,121.7	235,148.3	241,856.2	5.1%	2.9%
Participación Minoritaria	1,282.2	1,086.1	1,868.0	45.7%	72.0%
Capital Contable Mayoritario	170,472.6	178,087.7	181,524.3	6.5%	1.9%
Pasivo y Capital	376,172.9	420,743.1	409,332.4	8.8%	-2.7%
Deuda Neta	41,108.1	63,223.8	47,333.3	15.1%	-25.1%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	9,290.5	12,859.6	15,036.5		
Flujos generado en la Operación	(5,727.6)	(2,040.4)	(4,072.8)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(5,649.7)	(11,813.0)	(11,496.2)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,250.9)	6,279.6	(12,252.6)		
Incremento (disminución) efectivo	(5,337.7)	5,285.8	(12,785.1)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

FIHO 12 (Compra, PO 2016 \$18.50)
Sólidos indicadores operativos en el 4T15

FIHO reportó en el 4T15 crecimientos (a/a) en Ingresos Totales, Contribución Hotelera, NOI y Ebitda de 23.9%, 23.1%, 22.5% y 26.7%, ubicándose en P\$553m, P\$189m, P\$181m y P\$146m, respectivamente. La utilidad operativa de FIHO en el 4T15 se colocó en P\$76m (+14.6% vs. 4T14). En términos de rentabilidad hubo ligeras variaciones negativas de 0.2pp en el de contribución hotelera y 0.4pp en el NOI, ubicándose en 34.2% y 32.7%, respectivamente, y una ligera alza en el margen Ebitda de 0.6pp, colocándose en 26.3%. Por otro lado, la utilidad neta del trimestre fue de P\$33m (-38.9% vs. 4T14) y el flujo operativo ajustado (“AFFO”) de P\$115m (+1.3% vs. 4T14). La posición de efectivo de FIHO al 4T15 fue de P\$377m.

Continúa con su proceso de crecimiento en el 4T15. En el 4T15, FIHO abrió 2 hoteles, adquirió un nuevo hotel y señaló la adquisición de 7 hoteles en distintas etapas de desarrollo. De esta forma, FIHO cerró el 4T15 con 85 hoteles y 11,723 cuartos (+22.9% vs. 4T14), incluyendo 62 hoteles en operación (8,507 cuartos) y 23 en desarrollo (3,216 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 4T15, lo que dio un mayor incremento a la tarifa efectiva. Para los 47 hoteles estabilizados en operación al 4T15, la tarifa promedio se ubicó en P\$950 (+4.5% vs. 4T14), la ocupación en 68.0% (+2.2%) y la tarifa efectiva en P\$646 (+8.0%).

Realizará distribución de efectivo de P\$0.238 por CBFI (yield de 1.7%) el 4 de marzo de 2016. FIHO cerró el 4T15 con un endeudamiento de P\$854m y con un total de activos de P\$10,740m, correspondiendo a un nivel de endeudamiento del 8.0%. El índice de cobertura del servicio de la deuda es de 1.3x (el mínimo requerido es de 1.0x).

FIHO – Resultados 4T15
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	447	553	23.9%	535	3.4%
NOI	148	181	22.5%	174	3.8%
Ebitda	115	146	26.7%	135	8.0%
Utilidad Neta	54	33	-38.9%	69	-52.4%
Márgenes					
Margen NOI	33.1%	32.7%	-0.4pp	32.6%	0.1pp
Margen Ebitda	25.7%	26.3%	0.6pp	25.2%	1.1pp
Distribución de efectivo	\$0.225	\$0.238	5.8%	\$0.235	1.2%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	446.6	504.2	553.5	23.9%	9.8%
Costo de Ventas	292.9	335.2	364.2	24.4%	8.7%
Utilidad Bruta	153.7	169.0	189.3	23.1%	12.0%
Gastos Generales	121.1	107.5	153.7	26.9%	43.0%
NOI	147.6	162.2	180.9	22.5%	11.5%
Margen NOI	33.1%	32.2%	32.7%	(0.4pp)	0.5pp
Utilidad de Operación	66.2	77.7	75.9	14.6%	-2.2%
Margen Operativo	14.8%	15.4%	13.7%	(1.1pp)	(1.7pp)
Depreciación Operativa	48.7	48.2	69.7	43.1%	44.5%
EBITDA	114.9	125.9	145.6	26.7%	15.7%
Margen EBITDA	25.7%	25.0%	26.3%	0.6pp	1.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	22.8	5.4	(0.3)	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Intereses Ganados	19.2	5.8	3.6	-81.5%	-38.8%
Utilidad antes de Impuestos	55.4	66.9	35.2	-36.4%	-47.4%
Impuesto causado	1.8	1.0	2.5	38.3%	144.9%
Utilidad Neta Consolidada	53.6	65.9	32.7	-38.9%	-50.3%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	53.6	65.9	32.7	-38.9%	-50.3%
Margen Neto	12.0%	13.1%	5.9%	(6.1pp)	(7.2pp)
FFO	102.3	114.1	102.4	0.1%	-10.2%
AFFO	113.8	105.8	115.3	1.3%	8.9%
Distribución de efectivo	0.225	0.215	0.238	5.8%	10.5%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,500.9	1,057.4	876.8	-64.9%	-17.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,091.9	675.4	376.8	-82.0%	-44.2%
Activos No Circulantes	7,504.3	8,856.0	9,863.7	31.4%	11.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,725.1	6,766.4	7,535.7	12.1%	11.4%
Propiedades en desarrollo	773.6	2,080.7	2,310.7	198.7%	11.1%
Activo Total	10,005.2	9,913.4	10,740.4	7.3%	8.3%
Pasivo Circulante	238.3	265.2	314.5	32.0%	18.6%
Deuda de Corto Plazo	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Proveedores	139.9	150.3	165.1	18.0%	9.9%
Pasivo a Largo Plazo	0.0	0.0	854.5	N.A.	N.A.
Deuda de Largo Plazo	0.0	0.0	854.5	N.A.	N.A.
Pasivo Total	238.3	265.2	1,169.0	390.7%	340.8%
Capital Contable	9,767.0	9,648.2	9,571.4	-2.0%	-0.8%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	9,767.0	9,648.2	9,571.4	-2.0%	-0.8%
Pasivo y Capital	10,005.2	9,913.4	10,740.4	7.3%	8.3%
Deuda Neta	(2,091.9)	(675.4)	477.7	N.A.	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	82.7	107.1	96.4		
Flujos generado en la Operación	(93.0)	47.9	(58.3)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(918.8)	(819.6)	(1,062.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(101.3)	(125.3)	726.3		
Incremento (disminución) efectivo	(1,030.4)	(789.9)	(298.6)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GAP B (Compra, PO 2016 \$170.00)
Fuertes crecimientos en el 4T15, en línea

José Itzamna Espitia Hernández
 25 de febrero de 2016

Gap reportó sus resultados al 4T15 con alzas en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de 54.8%, 53.9%, 44.5% y 56.6%, ubicándose en P\$2,065m, P\$1,028m, P\$1,338m y P\$982m, respectivamente. La Utilidad de Operación y el Ebitda estuvieron en línea y la Utilidad Neta e Integral Mayoritaria por arriba.

En el 4T15, Gap tuvo un aumento en el tráfico total de pasajeros de 35.1% (vs. 4T14) con la integración del aeropuerto de Montego Bay (MBJ). El tráfico de pasajeros totales de los 12 aeropuertos que opera en México presentaron un alza de 20.9% y el aeropuerto MBJ registró un aumento de 1.9% en sus pasajeros totales. Los ingresos derivados de la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un alza de 53.8%, con un crecimiento en los aeronáuticos de 54.3% y en los no aeronáuticos de 52.6%. Los ingresos por adiciones a bienes concesionados subieron 80.3%.

El margen de operación disminuyó 0.3pp, colocándose en 49.8%. De manera similar, el margen Ebitda tuvo una baja de 4.6pp, con lo cual se ubicó en 64.8%. Lo anterior se debe principalmente a un aumento en los ingresos totales de 54.8% que es menor al presentado en el total de costos y gastos de operación de 55.7%. Comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados indican también una reducción: 52.0% el margen operativo y 67.7% el de Ebitda en el 4T15 vs. 52.0% y 72.0% en el 4T14.

La utilidad neta del periodo tuvo un crecimiento de 56.6% principalmente ante el aumento en los resultados operativos y una ganancia en el resultado integral de financiamiento de P\$44m, que más que compensaron los mayores impuestos.

GAP – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	1,334	2,065	54.8%	2,353	-12.3%
Utilidad de Operación	668	1,028	53.9%	988	4.0%
Ebitda	926	1,338	44.5%	1,344	-0.5%
Utilidad Neta	627	982	56.6%	536	83.1%
Márgenes					
Margen Operativo	50.1%	49.8%	-0.3pp	42.0%	7.8pp
Margen Ebitda	69.4%	64.8%	-4.6pp	57.1%	7.7pp
UPA	\$1.118	\$1.597	42.8%	\$0.956	67.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,333.7	2,159.3	2,064.6	54.8%	-4.4%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	1,333.7	2,159.3	2,064.6	54.8%	-4.4%
Gastos Generales	665.8	981.3	1,036.9	55.7%	5.7%
Utilidad de Operación	667.9	1,178.0	1,027.7	53.9%	-12.8%
Margen Operativo	50.1%	54.6%	49.8%	(0.3pp)	(4.8pp)
Depreciación Operativa	258.1	314.8	310.5	20.3%	-1.4%
EBITDA	926.0	1,492.8	1,338.2	44.5%	-10.4%
Margen EBITDA	69.4%	69.1%	64.8%	(4.6pp)	(4.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(9.6)	(408.7)	44.2	N.A.	N.A.
Intereses Pagados	19.4	57.7	69.8	259.9%	21.1%
Intereses Ganados	8.7	25.0	29.7	241.9%	18.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	1.2	(376.1)	84.3	>500%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	(8.3)	(5.4)	N.A.	-35.6%
Utilidad antes de Impuestos	658.3	761.0	1,066.5	62.0%	40.2%
Provisión para Impuestos	30.9	125.3	170.5	451.4%	36.1%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta e Integral	627.4	635.7	896.0	42.8%	41.0%
Participación Minoritaria	0.0	98.9	(15.9)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	627.4	897.7	982.4	56.6%	9.4%
Margen Neto	47.0%	41.6%	47.6%	0.5pp	6.0pp
UPA	1.118	1.133	1.597	42.8%	41.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,062.6	3,844.6	3,386.7	64.2%	-11.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,595.5	3,148.5	2,996.5	87.8%	-4.8%
Activos No Circulantes	22,223.6	27,620.5	28,086.7	26.4%	1.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	812.7	1,308.8	1,555.6	91.4%	18.9%
Activos Intangibles (Neto)	16,481.9	21,330.7	21,183.3	28.5%	-0.7%
Activo Total	24,286.2	31,465.1	31,473.4	29.6%	0.0%
Pasivo Circulante	1,582.2	2,146.8	4,658.3	194.4%	117.0%
Deuda de Corto Plazo	978.5	38.3	3,325.2	239.8%	>500%
Proveedores	353.8	411.9	586.9	65.9%	42.5%
Pasivo a Largo Plazo	1,418.1	8,052.6	4,659.0	228.5%	-42.1%
Deuda de Largo Plazo	740.9	6,228.1	2,984.1	302.8%	-52.1%
Pasivo Total	3,000.3	10,199.5	9,317.4	210.5%	-8.6%
Capital Contable	21,285.9	21,265.6	22,156.0	4.1%	4.2%
Participación Minoritaria	0.0	965.2	882.1	N.A.	-8.6%
Capital Contable Mayoritario	21,285.9	20,300.5	21,274.0	-0.1%	4.8%
Pasivo y Capital	24,286.2	31,465.1	31,473.4	29.6%	0.0%
Deuda Neta	124.0	3,117.8	3,554.0	>500%	14.0%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	3,772.8	3,993.0	5,170.2
Flujos generado en la Operación	(312.6)	(241.2)	(265.5)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(633.0)	(3,388.5)	(3,669.9)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,399.9)	1,189.7	166.2
Incremento (disminución) efectivo	(572.7)	1,553.0	1,401.0

Fuente: Banorte-ixe, BMV

GENEREA * (Mantener, PO 2016 \$38.00)
Un trimestre positivo, alineado a expectativas

Marissa Garza Ostos
 23 de febrero de 2016

GENEREA cumple con su guía en 2015. Los resultados del 4T15 de Genera fueron positivos y estuvieron alineados a nuestras expectativas, logrando a su vez cumplir con la guía de crecimiento en utilidades planteada por la compañía para 2015. En el trimestre, el grupo reportó una utilidad neta por P\$870 millones, mostrando un incremento del 29.0% en forma anual y en línea con nuestro estimado por P\$862 millones. De esta forma, las utilidades obtenidas en 2015 ascendieron a P\$3,161 millones, estables respecto de las obtenidas en 2014. Es destacable el ritmo de crecimiento en la cartera de créditos del 19.0% al ubicarse en P\$28,496 millones, en línea con nuestros estimados, pero arriba de la guía de la compañía que preveía incrementos entre 15% y 17%.

Índice de morosidad estable. El índice de cartera vencida a cartera total permaneció prácticamente estable al ubicarse en 3.1% respecto del registrado en el 3T15 y mejor al 3.3% del 4T14, en línea con nuestro estimado.

Subimos PO2016 a P\$38.00, bajamos a MANTENER. Los resultados mostrados por Genera confirman que la compañía se mantiene como líder en la industria de las microfinanzas con ventajas competitivas difíciles de replicar, que deberán ser las bases para un crecimiento sostenido en los siguientes años. Nuestros estimados para 2016 asumen un crecimiento en la cartera de créditos cercano al 15% que deberá verse reflejado en utilidades por P\$3,595 millones, que representan un incremento del 13.7% sobre los resultados de 2015. En 2017 nuestros estimados asumen un crecimiento 10.6% en las utilidades, esperando en los años subsecuentes cierta desaceleración natural en el ritmo de crecimiento para las utilidades. De esta forma, subimos nuestro precio objetivo para 2016 a P\$38.00 desde P\$35.50. A pesar de lo anterior, estamos bajando nuestra recomendación a MANTENER debido a que consideramos que los niveles actuales de valuación ya reflejan buena parte de las perspectivas favorables para la compañía

GENEREA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	3,866	4,673	20.9%	4,643	0.6%
Margen Financiero	3,661	4,434	21.1%	4,397	0.9%
Utilidad de Operación	931	1,241	33.4%	1,307	-5.0%
Utilidad Neta	675	870	29.0%	862	1.0%
Márgenes					
ROE	26.4%	23.4%	-3.0pp	22.9%	0.5pp
MIN	47.5%	48.7%	1.2pp	47.5%	1.2pp
CV/CT	3.3%	3.1%	-0.2pp	3.1%	0.0pp
Provisiones/CV	164.9%	176.9%	12.1pp	169.9%	7.0pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	30,542.7	36,067.8	36,514.7	19.6%	1.2%
Disponibilidades	3,143.3	4,192.6	3,377.7	7.5%	-19.4%
Cartera de Crédito Neta	22,656.4	26,061.6	26,936.2	18.9%	3.4%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,294.4	-1,434.5	-1,560.0	20.5%	8.8%
Cartera de Crédito Vigente	23,165.7	26,682.9	27,614.4	19.2%	3.5%
Cartera Vencida	785.2	813.2	881.8	12.3%	8.4%
Otras Cuentas por Cobrar	586.9	919.9	1,987.1	238.6%	116.0%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	921.0	1,049.4	1,087.3	18.1%	3.6%
Inversiones Permanentes	107.1	144.3	124.0	0.2	-14.1%
Impuestos y PTU Diferidos	1,055.7	577.1	596.4	-43.5%	3.3%
Otros Activos	1,852.1	3,017.8	2,245.1	21.2%	-25.6%
Pasivo Total	18,484.6	23,321.1	23,014.1	24.5%	-1.3%
Captación Tradicional	10,247.7	12,788.9	11,589.0	13.1%	-9.4%
Préstamos Interbancarios	5,835.5	8,439.9	9,552.4	63.7%	13.2%
Otras cuentas por Pagar	2,348.1	2,028.9	1,812.4	-22.8%	-10.7%
Capital Contable	12,058.1	12,746.7	13,500.6	12.0%	5.9%
Participación Minoritaria	241.3	27.2	33.1	-86.3%	22.0%
Capital Contable Mayoritario	11,816.8	12,719.5	13,467.5	14.0%	5.9%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	3,866.1	4,500.0	4,672.8	20.9%	3.8%
Gastos Financieros	205.6	234.7	238.3	15.9%	1.5%
Margen Financiero	3,660.5	4,265.3	4,434.5	21.1%	4.0%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	536.8	536.9	658.2	22.6%	22.6%
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	3,123.7	3,728.4	3,776.2	20.9%	1.3%
Comisiones Netas	84.8	131.2	168.7	98.8%	28.5%
Resultado pr Intermediación		2.1	8.9	N.A.	321.2%
Gastos Operativos	2,193.6	2,596.7	2,753.1	25.5%	6.0%
Utilidad de Operación	930.7	1,347.9	1,241.4	33.4%	-7.9%
Impuestos	255.9	451.2	350.7	37.0%	-22.3%
Utilidad Neta Consolidada	674.8	881.4	870.5	29.0%	-1.2%
Participación Minoritaria	14.3	2.3	6.1	-57.0%	173.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	660.5	879.1	864.3	30.9%	-1.7%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GFINTER O (Compra, PO 2016 \$122.00)
Cumple expectativas en utilidades

Marissa Garza Ostos
 3 de febrero de 2016

Sólido crecimiento en cartera. Durante el 4T15, GFINTER mostró un desempeño favorable en la cartera de créditos, la cual aumentó 19.0% A/A para alcanzar los P\$97,286 millones, en línea con nuestras expectativas. Este crecimiento estuvo ligeramente por debajo de la guía planteada por la compañía (20%-25%) debido a pagos inusuales registrados en los últimos días de diciembre y que normalmente suceden en la primera mitad del año.

Positiva expansión en el Margen de Interés Neto (MIN). El sólido aumento en la cartera impulsó el crecimiento del 28.1% en los ingresos por intereses. No obstante, estos se vieron mitigados con el aumento en los gastos financieros del 44.1% resultado del incremento en las fuentes de fondeo, con lo que el Margen Financiero mostró una disminución del 2.4% A/A al ubicarse en P\$706 millones. Lo anterior se vio compensado con la liberación de provisiones por P\$138 millones con lo que el Margen Financiero ajustado por riesgos crediticios, aumenta 44.9% a P\$843.6 millones. De esta forma, el MIN mejora al ubicarse en 1.7% vs. 1.6% en el 4T14 y 0.5% en el 3T15.

Utilidad neta en línea con expectativas. El sólido desempeño operativo se vio parcialmente compensado con un mayor nivel de impuestos que aumentaron 91.3% A/A. De esta forma, la utilidad neta se ubicó en P\$677 millones, mostrando un incremento del 66.1% A/A. En 2015 el grupo logró utilidades por P\$2,278 millones, representando un incremento anual del 17.7%, en línea con la guía de la compañía.

Guía 2016. GFInter publicó su guía para 2016 la cual establece incrementos de 13%-17% en la cartera, un índice de morosidad inferior al 1.0%, un índice de eficiencia menor al 45%, un aumento en las utilidades entre 12%-16% y un ROE entre 16%-17%. Esta guía se encuentra en línea con nuestras estimaciones, por lo cual estamos reiterando nuestra recomendación de COMPRA con un PO2016 de P\$122.00.

GFINTER – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,103	2,694	28.1%	2,841	-5.2%
Margen Financiero	723	706	-2.4%	747	-5.6%
Utilidad de Operación	556	962	72.9%	927	3.8%
Utilidad Neta	408	677	66.1%	666	1.7%
ROE	15.9%	16.3%	0.5pp	15.5%	0.8pp
MIN	1.6%	1.7%	0.1pp	0.5%	1.2pp
CV/CT	0.1%	0.1%	0.0pp	0.1%	0.0pp
Provisiones/CV	1194.4%	1422.7%	228.3pp	1582.9%	-160.2pp

Estado de Posición Financiera (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Activo Total	156,054.3	191,409.5	210,337.2	34.8%	9.9%
Disponibilidades e Instr Finan	67,531.7	100,159.9	107,132.7	58.6%	7.0%
Cartera de Crédito Neta	80,378.6	84,473.7	95,665.6	19.0%	13.2%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	-1,379.8	-1,800.0	-1,620.2	17.4%	-10.0%
Cartera de Crédito Vigente	81,642.9	86,159.9	97,171.9	19.0%	12.8%
Cartera Vencida	115.5	113.9	113.9	-1.4%	0.0%
Otras Cuentas por Cobrar	6,147.3	4,368.1	5,358.7	-12.8%	22.7%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	621.7	378.3	323.2	-48.0%	-14.6%
Inversiones Permanentes	49.8	49.3	50.7	0.0	2.9%
Impuestos y PTU Diferidos	339.0	771.3	821.8	142.4%	6.6%
Otros Activos	586.1	703.7	794.0	35.5%	12.8%
Pasivo Total	143,847.0	177,664.7	196,371.0	36.5%	10.5%
Captación Tradicional	70,160.2	80,412.7	81,674.5	16.4%	1.6%
Préstamos Interbancarios	15,519.1	12,200.2	15,536.2	0.1%	27.3%
Otras cuentas por Pagar	58,167.8	85,051.7	99,160.3	70.5%	16.6%
Capital Contable	12,207.2	13,744.8	13,966.2	14.4%	1.6%
Participación Minoritaria	0.1	0.6	0.1	-18.7%	-82.9%
Capital Contable Mayoritario	12,207.1	13,744.1	13,966.1	14.4%	1.6%

Estado de Resultados (Millones)

Ingresos Financieros	2,103.3	2,503.4	2,694.1	28.1%	7.6%
Gastos Financieros	1,380.2	1,848.3	1,988.6	44.1%	7.6%
Margen Financiero	723.1	655.1	705.5	-2.4%	7.7%
Estim Preventiva p Riesgos Cred	141.0	426.4	(138.1)	N.A.	N.A.
Margen Fin Ajustado por Riesgos Cred	582.1	228.7	843.6	44.9%	268.8%
Comisiones Netas	637.0	1,079.2	785.9	23.4%	-27.2%
Resultado pr Intermediación	58.7	50.4	64.0	8.9%	26.9%
Gastos Operativos	681.0	647.4	752.1	10.5%	16.2%
Utilidad de Operación	556.5	824.8	961.9	72.9%	16.6%
Impuestos	148.7	174.0	284.5	91.3%	63.5%
Utilidad Neta Consolidada	407.7	650.8	677.4	66.1%	4.1%
Participación Minoritaria	0.1	(0.1)	0.1	-23.4%	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	407.8	650.7	677.5	66.1%	4.1%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

GMEXICO B (Mantener, PO 2016 \$38.50)
EBITDA cae más de lo esperado

Marissa Garza Ostos
 10 de febrero de 2016

Otro trimestre negativo afectado por la debilidad en los precios de los metales.

Durante el 4T15, los ingresos bajaron 14.5% A/A al ubicarse en US\$1,988 millones. A nivel de EBITDA la compañía generó US\$594 millones, representando una disminución anual del 31.0%. De esta forma el margen EBITDA se contrajo en 7.1pp a 29.9%. Es importante mencionar que la importante caída en los precios de los metales (cobre -26.2% A/A, molibdeno -48.5% A/A) se vio mitigada parcialmente con mayores volúmenes. En AMC las ventas bajaron 14.6%, y el EBITDA cayó 52.4%. La debilidad en las operaciones de minería se vio parcialmente compensada con los resultados en Transporte e Infraestructura. En ITM, la división de transporte que resulta afectada por el efecto negativo de conversión hacia dólares ante la devaluación del peso, sigue sobresaliendo la mayor rentabilidad. Aunque los ingresos bajaron 8.1% A/A, el EBITDA aumentó 1.7%, logrando una expansión de 330pb en el margen a 34.2%. La división de infraestructura se recuperó de manera importante al mostrar un crecimiento del 20.3% en los ingresos y del 103.9% en el EBITDA en forma anual.

Bajamos PO2016 a P\$38.50. Reiteramos MANTENER.

Recientemente hemos observado ajustes a la baja en los pronósticos para el precio del cobre, de tal manera que el consenso de Bloomberg anticipa un nivel cercano a los US\$2.20 por libra para 2016. Derivado de lo anterior y al incorporar este precio promedio a nuestro modelo, estamos revisando a la baja nuestros estimados y por ende nuestro precio objetivo para las acciones de GMexico. Al ajustar el precio promedio del cobre nuestros estimados asumen ingresos por US\$8,802 millones y un EBITDA por US\$3,433 millones, que representan incrementos del 7.7% y 13.9%, respectivamente, sobre los resultados del 2015. De acuerdo con nuestros estimados y modelo de valuación nuestro precio objetivo 2016 para las acciones de GMexico es P\$38.50.

GMEXICO – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,325	1,988	-14.5%	1,966	1.1%
Utilidad de Operación	792	357	-54.9%	431	-17.2%
Ebitda	861	594	-31.0%	658	-9.7%
Utilidad Neta	413	104	-74.8%	252	-58.6%
Márgenes					
Margen Operativo	34.1%	18.0%	-16.1pp	21.9%	-4.0pp
Margen Ebitda	37.0%	29.9%	-7.1pp	33.5%	-3.6pp
UPA	\$0.053	\$0.013	-74.8%	\$0.032	-58.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,324.6	1,908.0	1,988.1	-14.5%	4.2%
Costo de Ventas	1,222.2	1,134.9	1,317.0	7.8%	16.0%
Utilidad Bruta	1,102.4	773.1	671.1	-39.1%	-13.2%
Gastos Generales	310.7	292.0	314.1	1.1%	7.6%
Utilidad de Operación	791.7	481.2	357.0	-54.9%	-25.8%
Margen Operativo	34.1%	25.2%	18.0%	(16.1pp)	(7.3pp)
Depreciación Operativa	200.1	222.9	228.9	14.4%	2.7%
EBITDA	861.1	677.4	594.5	-31.0%	-12.2%
Margen EBITDA	37.0%	35.5%	29.9%	(7.1pp)	(5.6pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(123.0)	69.1	(71.5)	-41.9%	N.A.
Intereses Pagados	47.5	86.0	96.0	102.3%	11.7%
Intereses Ganados	6.5	4.4	20.9	223.2%	377.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(82.0)	150.7	3.6	N.A.	-97.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	7.4	5.1	8.3	12.0%	62.4%
Utilidad antes de Impuestos	676.0	550.3	251.9	-62.7%	-54.2%
Provisión para Impuestos	190.8	240.2	109.9	-42.4%	-54.3%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	485.2	315.1	142.1	-70.7%	-54.9%
Participación Minoritaria	71.9	64.0	37.7	-47.5%	-41.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	413.3	251.1	104.4	-74.8%	-58.4%
Margen Neto	17.8%	13.2%	5.2%	(12.5pp)	(7.9pp)
UPA	0.053	0.032	0.013	-74.8%	-58.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,065.6	4,968.1	4,330.0	-14.5%	-12.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,412.6	2,337.8	1,847.6	30.8%	-21.0%
Activos No Circulantes	15,538.9	16,836.0	17,232.8	10.9%	2.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	13,002.9	13,117.7	13,278.6	2.1%	1.2%
Activos Intangibles (Neto)	943.0	3,718.3	3,954.2	319.3%	6.3%
Activo Total	20,604.5	21,804.1	21,562.8	4.7%	-1.1%
Pasivo Circulante	1,776.3	1,453.6	1,376.4	-22.5%	-5.3%
Deuda de Corto Plazo	381.3	153.0	144.6	-62.1%	-5.5%
Proveedores	463.5	405.7	435.0	-6.1%	7.2%
Pasivo a Largo Plazo	6,924.0	9,180.8	9,014.8	30.2%	-1.8%
Deuda de Largo Plazo	5,531.4	7,399.5	7,415.7	34.1%	0.2%
Pasivo Total	8,700.3	10,396.3	10,184.0	17.1%	-2.0%
Capital Contable	11,904.3	11,407.8	11,378.8	-4.4%	-0.3%
Participación Minoritaria	1,827.3	1,593.7	1,528.3	-16.4%	-4.1%
Capital Contable Mayoritario	10,077.0	9,814.1	9,850.5	-2.2%	0.4%
Pasivo y Capital	20,604.5	21,804.1	21,562.8	4.7%	-1.1%
Deuda Neta	4,500.1	5,214.7	5,712.7	26.9%	9.5%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	4,342.6	2,925.2	3,805.1
Flujos generado en la Operación	(1,837.5)	(1,558.3)	(1,883.6)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,136.0)	(1,618.4)	(2,028.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,402.4)	339.0	(170.2)
Incremento (disminución) efectivo	(1,033.3)	87.5	(277.3)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

HERDEZ * (Mantener, PO 2016 \$45.00)
Reporte débil, presionan costos y gastos

Marisol Huerta Mondragón
 25 de febrero de 2016

Reporte débil, menor a lo esperado. Herdez presentó resultados débiles a nivel operativo. Los ingresos sumaron P\$4,444m, un avance de +8.5% A/A. En México las ventas aumentaron 1.5% sobre una difícil base de comparación, las exportaciones avanzaron 47.7% impulsadas por la reposición de inventarios y por el efecto de tipo de cambio. El margen bruto se contrajo 120pb presionado por el impacto en los costos de sus principales insumos en dólares que no lograron compensar las eficiencias productivas de las nuevas plantas. Los gastos generales se incrementaron 3.0pp a 25.9% por la integración de Helados Nestlé y el reconocimiento de provisiones al cierre de año. En otros gastos se registró un cargo virtual, por deterioro de activos de P\$450m, por lo que la utilidad de operación reportó una baja de 80.9%. La presión en margen bruto y los mayores gastos, derivaron en una baja en el EBITDA de 12.2% y una contracción en el margen de 360pb.

Bajamos PO2016 de P\$55.00 a P\$45.00 al revisar nuestros estimados e incorporar una menor rentabilidad a la anticipada. Reiteramos **MANTENER**.

Estimaciones 2016. Nuestras expectativas para 2016 contemplan un avance de 9.5% en ingresos vs 12.8% previo y 3.8% en el EBITDA desde un estimado de 12.7%. Donde esperamos una contracción de 100pb en el margen EBITDA, derivado de mayores costos y gastos relacionados con la integración de Helados Nestlé y aperturas. Estamos alineándonos a la guía de la empresa donde considera una contracción de 100 a 200 puntos base en márgenes, desde un avance que esperábamos de 10pb, lo anterior ante mayores presiones en los costos, aunado un entorno moderado de crecimiento en volúmenes por una mayor base de comparación.

HERDEZ – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	4,096	4,444	8.5%	4,285	3.7%
Utilidad de Operación	721	138	-80.9%	193	-28.6%
Ebitda	786	690	-12.2%	728	-5.3%
Utilidad Neta	225	-274	N.A.	242	-213.2%
Márgenes					
Margen Operativo	17.6%	3.1%	-14.5pp	4.5%	-1.4pp
Margen Ebitda	19.2%	15.6%	-3.6pp	17.0%	-1.4pp
UPA	\$0.529	-\$0.635	N.A.	N.A.	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	4,095.7	4,247.6	4,443.6	8.5%	4.6%
Costo de Ventas	2,423.1	2,478.7	2,685.5	10.8%	8.3%
Utilidad Bruta	1,672.6	1,768.8	1,758.1	5.1%	-0.6%
Gastos Generales	939.6	1,096.5	1,150.6	22.5%	4.9%
Utilidad de Operación	720.7	678.8	137.7	-80.9%	-79.7%
Margen Operativo	17.6%	16.0%	3.1%	(14.5pp)	(12.9pp)
Depreciación Operativa	65.0	108.1	102.0	57.0%	-5.6%
EBITDA	785.7	786.9	690.2	-12.2%	-12.3%
Margen EBITDA	19.2%	18.5%	15.6%	(3.6pp)	(2.9pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(4.2)	(126.4)	(124.9)	>500%	-1.2%
Intereses Pagados	98.1	102.4	108.1	10.2%	5.6%
Intereses Ganados	3.0	7.3	9.4	216.2%	28.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	90.9	(31.3)	(26.2)	N.A.	-16.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	124.1	94.3	122.0	-1.7%	29.4%
Utilidad antes de Impuestos	840.6	646.6	134.8	-84.0%	-79.2%
Provisión para Impuestos	355.2	214.2	115.1	-67.6%	-46.3%
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	485.4	432.4	19.7	-96.0%	-95.5%
Participación Minoritaria	260.0	213.1	293.8	13.0%	37.9%
Utilidad Neta Mayoritaria	225.4	219.3	(274.2)	N.A.	N.A.
Margen Neto	5.5%	5.2%	-6.2%	(11.7pp)	(11.3pp)
UPA	0.529	0.508	(0.635)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	6,768.8	6,815.9	6,198.5	-8.4%	-9.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,450.9	1,905.0	1,483.1	-39.5%	-22.1%
Activos No Circulantes	16,492.4	18,180.9	18,207.0	10.4%	0.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,245.7	4,819.9	5,205.3	22.6%	8.0%
Activos Intangibles (Neto)	6,636.2	7,219.6	6,777.8	2.1%	-6.1%
Activo Total	23,261.3	24,996.8	24,405.5	4.9%	-2.4%
Pasivo Circulante	2,943.8	2,908.8	2,630.2	-10.7%	-9.6%
Deuda de Corto Plazo	800.0	589.1	542.8	-32.2%	-7.9%
Proveedores	991.6	1,257.5	1,253.6	26.4%	-0.3%
Pasivo a Largo Plazo	7,141.5	8,031.5	7,868.2	10.2%	-2.0%
Deuda de Largo Plazo	6,760.4	7,378.7	7,158.8	5.9%	-3.0%
Pasivo Total	10,085.3	10,940.4	10,498.4	4.1%	-4.0%
Capital Contable	13,175.9	14,056.4	13,907.1	5.5%	-1.1%
Participación Minoritaria	260.0	213.1	293.8	13.0%	37.9%
Capital Contable Mayoritario	6,309.0	6,940.3	6,744.5	6.9%	-2.8%
Pasivo y Capital	23,261.3	24,996.8	24,405.5	4.9%	-2.4%
Deuda Neta	3,867.7	5,473.7	4,835.5	25.0%	-11.7%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	791.4	800.7	792.5		
Flujos generado en la Operación	76.8	(208.8)	304.4		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(323.7)	246.0	(665.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	548.0	(301.0)	(885.2)		
Incremento (disminución) efectivo	1,092.6	537.0	(454.1)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

HOTEL * (Mantener, PO 2016 \$9.50)
Indicadores operativos cierran con fuerza en 2015

José Itzamna Espitia Hernández
 26 de febrero de 2016

Los ingresos totales de HOTEL presentaron un incremento en el 4T15 a/a de 40.8%, la utilidad de operación de 91.5% y el Ebitda de 51.5%, para ubicarse en P\$265m, P\$62m y P\$89m, respectivamente. La empresa presentó una utilidad neta de P\$24m (menores pérdidas cambiarias).

HOTEL cerró el 4T15 con un total de 15 hoteles en operación, de los cuales 8 son propios (4 estabilizados y 4 en etapa de maduración) y 7 son hoteles en administración. El número de habitaciones totales en operación al 4T15 fue de 4,125, un incremento de 17.6% vs. 4T14. Contabilizando los hoteles en desarrollo, los hoteles en operación ascenderán a 17 y las habitaciones en operación a 4,515.

Los mayores ingresos en el trimestre se vieron impulsados principalmente por las métricas favorables de los hoteles propios (que son 8): número de habitaciones de 2,019 al 4T15 (+21.9% vs. 4T14), ocupación de 64.9% (+6.1%), ADR de P\$1,268 (+6.7%) y RevPAR de P\$823 (+17.7%). Para el total de hoteles en operación (15), los aumentos son los siguientes: número de habitaciones de 3,702 (+24.6%), ocupación de 65.3% (+1.0%), ADR de P\$1,336 (+13.7%) y RevPAR de P\$873 (+15.5%).

Sigue en aumento el margen Ebitda por el aumento en ventas y el apalancamiento operativo. El margen Ebitda en el 4T15 tuvo un aumento de 2.2pp. vs. 4T14, colocándose en 33.6%, derivado de eficiencias operativas. De la misma forma, el margen de operación también presentó un avance de 3.1pp. (vs. 4T14), ubicándose en 23.3%.

HOTEL cerró con una posición de efectivo de P\$98m y un indicador Deuda Neta/Ebitda de 3.2x (vs. 2.3x al 3T15). La compañía informó que al 4T15, el 35.5% de sus ingresos fueron en dólares, lo cual generó suficientes recursos para dar servicio a la deuda financiera tanto en intereses como en capital.

HOTEL – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	188	265	40.8%	245	7.9%
Utilidad de Operación	32	62	91.5%	49	24.6%
Ebitda	59	89	51.5%	77	15.3%
Utilidad Neta	-41	24	N.A.	16	56.0%
Márgenes					
Margen Operativo	17.1%	23.3%	6.2pp	20.1%	3.1pp
Margen Ebitda	31.3%	33.6%	2.4pp	31.5%	2.2pp
UPA	-\$0.166	\$0.089	N.A.	\$0.057	56.0%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	188.1	239.9	264.9	40.8%	10.4%
Costo de Ventas	60.1	70.1	82.7	37.6%	17.9%
Utilidad Bruta	128.0	169.8	182.2	42.3%	7.3%
Gastos Generales	95.9	118.8	120.6	25.8%	1.6%
Utilidad de Operación	32.2	51.0	61.6	91.5%	20.7%
Margen Operativo	17.1%	21.3%	23.3%	6.2pp	2.0pp
Depreciación Operativa	25.0	23.0	22.1	-11.7%	-4.1%
EBITDA	58.8	77.6	89.1	51.5%	14.8%
Margen EBITDA	31.3%	32.3%	33.6%	2.4pp	1.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(77.2)	(89.2)	(25.1)	-67.5%	-71.9%
Intereses Pagados	7.8	8.7	24.9	218.9%	185.7%
Intereses Ganados	4.4	0.4	15.5	253.7%	>500%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.5)	(0.1)	(0.2)	-60.9%	72.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(73.3)	(80.8)	(15.4)	-78.9%	-80.9%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0.3)	(0.0)	(0.0)	-84.2%	-6.4%
Utilidad antes de Impuestos	(45.3)	(38.3)	36.5	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	0.5	(7.7)	12.0	>500%	N.A.
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	(45.8)	(30.6)	24.5	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	(4.3)	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(41.5)	(30.6)	24.5	N.A.	N.A.
Margen Neto	-22.0%	-12.8%	9.2%	31.3pp	22.0pp
UPA	(0.166)	(0.111)	0.089	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	765.8	270.1	327.4	-57.2%	21.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	348.1	52.8	97.7	-71.9%	85.1%
Activos No Circulantes	2,603.8	3,064.3	3,182.5	22.2%	3.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,373.9	2,697.0	2,830.7	19.2%	5.0%
Activos Intangibles (Neto)	45.9	112.7	112.4	145.1%	-0.3%
Activo Total	3,369.6	3,334.4	3,509.9	4.2%	5.3%
Pasivo Circulante	360.6	244.5	255.4	-29.2%	4.5%
Deuda de Corto Plazo	254.4	83.6	91.7	-63.9%	9.8%
Proveedores	24.7	26.3	50.6	105.0%	92.4%
Pasivo a Largo Plazo	881.4	990.9	1,114.1	26.4%	12.4%
Deuda de Largo Plazo	849.2	920.1	1,023.3	20.5%	11.2%
Pasivo Total	1,241.9	1,235.5	1,369.6	10.3%	10.9%
Capital Contable	2,188.0	2,099.0	2,140.4	-2.2%	2.0%
Participación Minoritaria	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	2,188.0	2,099.0	2,140.4	-2.2%	2.0%
Pasivo y Capital	3,429.9	3,334.4	3,509.9	2.3%	5.3%
Deuda Neta	755.5	950.9	1,017.3	34.7%	7.0%

Estado de Flujo de Efectivo					
Flujo del resultado antes de Impuestos	208.6	209.9	296.2		
Flujos generado en la Operación	(137.1)	14.0	42.2		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(663.3)	(372.1)	(357.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	905.0	(334.6)	(231.5)		
Incremento (disminución) efectivo	313.1	(482.8)	(250.4)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

IENOVA * (Compra, PO 2016 \$88.50)
Resultados neutrales, a la espera de GdC

Marissa Garza Ostos
 23 de febrero de 2016

Resultados neutrales. En el 4T15, Ienova registró ingresos por US\$161 millones (vs. nuestro estimado por US\$176m) mostrando una disminución anual del 19.6%, situándose ligeramente por debajo de nuestras expectativas. Por su parte, el EBITDA Ajustado (que incluye el ajuste de la participación del flujo generado en negocios conjuntos) se ubicó en US\$96 millones (vs. nuestro estimado por US\$103m), representando un incremento del 5.0% A/A. La caída en los ingresos se explica por menores precios de gas natural, así como también menores precios y volúmenes de electricidad. A pesar de lo anterior, los contratos con base firme ayudan a que la generación de EBITDA Ajustado sea más constante y es por ello que observamos el incremento mencionado. De esta forma, el margen de EBITDA ajustado aumentó 13.9pp al ubicarse en 59.2%. A nivel neto la compañía registró una utilidad por US\$45 millones que compara muy favorablemente con la pérdida por US\$12 millones registrada en el 4T14. Lo anterior se explica principalmente por una importante disminución del 70.2% en el nivel de impuestos derivada de los cambios en el saldo del impuesto diferido.

Ienova publicó su guía de crecimiento para 2016 en un rango estimado para el EBITDA Ajustado entre US\$485 millones y US\$525 millones, que representaría incrementos entre 24% y 34% sobre los resultados del 2015. Respecto de la adquisición de GdC se espera alcanzar un acuerdo pero hasta el 3T16, lo que podría seguir generando incertidumbre entre los inversionistas. La compañía espero continuar participando activamente en las licitaciones de gasoductos de la CFE (el monto estimado de próximos proyectos asciende a US\$9,446 millones), subastas de energía renovable, licitaciones de líneas de transmisión, infraestructura de hidrocarburos líquidos y fusiones y/o adquisiciones. Seguimos pensando que las acciones de la compañía son una atractiva alternativa de inversión con una perspectiva de mediano-largo plazo.

IENOVA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	201	161	-19.6%	176	-8.3%
Utilidad de Operación	44	49	10.6%	53	-8.4%
Ebitda Ajustado	91	96	5.0%	103	-7.2%
Utilidad Neta	-12	45	N.A.	37	20.5%
Márgenes					
Margen Operativo	21.9%	30.1%	8.2pp	30.1%	0.0pp
Margen Ebitda Aj	45.3%	59.2%	13.9pp	58.5%	0.7pp
UPA	-\$0.010	\$0.039	N.A.	\$0.032	20.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	200.7	194.1	161.4	-19.6%	-16.8%
Costo de Ventas	100.1	87.8	67.7	-32.3%	-22.9%
Utilidad Bruta	100.6	106.3	93.7	-6.9%	-11.9%
Gastos Generales	56.7	52.8	45.1	-20.4%	-14.5%
Utilidad de Operación	43.9	53.5	48.6	10.6%	-9.3%
Margen Operativo	21.9%	27.6%	30.1%	8.2pp	2.5pp
Depreciación Operativa	17.3	17.4	17.9	3.7%	2.9%
EBITDA Ajustado	91.0	108.6	95.6	5.0%	-12.0%
Margen EBITDA Aj	45.3%	56.0%	59.2%	13.9pp	3.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1.3)	(2.9)	(1.8)	32.8%	-37.8%
Intereses Pagados	(9.5)	1.0	1.0	N.A.	2.5%
Intereses Ganados	1.7	1.5	1.5	-10.5%	5.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(12.6)	(3.4)	(2.3)	-81.6%	-30.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	3.8	4.0	15.1	297.0%	282.2%
Utilidad antes de Impuestos	46.4	54.6	61.9	33.5%	13.3%
Provisión para Impuestos	58.1	41.7	17.3	-70.2%	-58.5%
Operaciones Discontinuadas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(11.8)	12.9	44.6	N.A.	245.8%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(11.8)	12.9	44.6	N.A.	245.8%
Margen Neto	-5.9%	6.6%	27.6%	33.5pp	21.0pp
UPA	(0.010)	0.011	0.039	N.A.	245.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	325.6	313.4	225.3	-30.8%	-28.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	83.6	85.9	40.4	-51.7%	-53.0%
Activos No Circulantes	3,054.6	3,226.4	3,281.8	7.4%	1.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,377.7	2,561.3	2,595.8	9.2%	1.3%
Activos Intangibles (Neto)	25.7	25.7	25.7		
Activo Total	3,380.2	3,539.9	3,507.1	3.8%	-0.9%
Pasivo Circulante	367.6	622.3	543.3	47.8%	-12.7%
Deuda de Corto Plazo	195.1	408.0	428.1	119.4%	4.9%
Proveedores	59.6	109.9	43.8	-26.4%	-60.1%
Pasivo a Largo Plazo	763.4	786.1	783.9	2.7%	-0.3%
Deuda de Largo Plazo	389.1	342.9	338.4	-13.0%	-1.3%
Pasivo Total	1,130.9	1,408.3	1,327.2	17.4%	-5.8%
Capital Contable	2,249.3	2,131.5	2,179.9	-3.1%	2.3%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	2,249.3	2,131.5	2,179.9	-3.1%	2.3%
Pasivo y Capital	3,380.2	3,539.9	3,507.1	3.8%	-0.9%
Deuda Neta	500.6	665.1	726.1	45.1%	9.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	277.3	199.3	265.1		
Flujos generado en la Operación	(114.0)	(101.7)	(96.9)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(268.0)	(114.0)	(248.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	83.9	24.2	41.9		
Incremento (disminución) efectivo	(20.8)	7.8	(38.7)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

KOF L (Mantener, PO 2016 \$148.00)
Reporte positivo, en línea con lo esperado

Marisol Huerta Mondragón
 23 de febrero de 2016

Reporte positivo. Kof reportó cifras positivas en línea con nuestras expectativas y las del mercado. Los resultados, muestran un avance de 3.0% en ingresos y de 8.9% en EBITDA. Los ingresos fueron impulsados por un crecimiento en el precio promedio de 2.8% y un avance en el volumen de 1.3%. El portafolio de refrescos creció 2.3%, influenciado por México y Colombia que compensaron la contracción de Brasil. El EBITDA registró un crecimiento de 8.9% A/A, con un margen de 21.6% un avance de 110pb lo anterior derivado del desempeño en margen bruto que se expandió 60pb por menores precios de edulcorantes y PET aunado a las eficiencias en gastos y la estrategia de coberturas cambiarias, realizada por la empresa. La utilidad neta creció 1.5%, reflejando una mayor tasa de impuestos y gastos financieros.

Reiteramos nuestro PO 2016 en P\$148.00 con una recomendación de MANTENER, A ese precio el múltiplo estimado se ubica en 11.5x en línea con el múltiplo actual. Consideramos que Kof mantendrá sólidos crecimientos por un mejor desempeño en México, precios y eficiencias en costos, lo que compensará la debilidad en mercados como Brasil y Argentina.

Baja en insumos compensaría presiones cambiarias. Estimamos que la baja en el precio que pudieran presentar las principales materias primas como el azúcar y el PET, este último relacionado con la baja en los precios del petróleo, sumado a la estrategia de coberturas, lograrían compensar las presiones relacionadas con la debilidad de crecimiento en mercados como Argentina, Brasil y Venezuela.

Dividendo. El 22 de febrero la asamblea de accionistas acordó proponer un dividendo ordinario de P\$3.35 por acción que se pagara en dos exhibiciones en los meses de mayo y noviembre. El dividendo representa un rendimiento de 2.5%, y se ubica ligeramente arriba de nuestro estimado de 3.09 por acción.

KOF – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	39,567	40,742	3.0%	40,554	0.5%
Utilidad de Operación	6,374	6,649	4.3%	5,969	11.4%
Ebitda	8,099	8,820	8.9%	8,653	1.9%
Utilidad Neta	3,075	3,121	1.5%	3,118	0.1%
Márgenes					
Margen Operativo	16.1%	16.3%	0.2pp	14.7%	1.6pp
Margen Ebitda	20.5%	21.6%	1.2pp	21.3%	0.3pp
UPA	\$1.483	\$1.505	1.5%	\$1.504	0.1%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	39,567.2	37,661.0	40,741.9	3.0%	8.2%
Costo de Ventas	21,059.0	19,727.2	21,426.4	1.7%	8.6%
Utilidad Bruta	18,508.2	17,933.8	19,315.5	4.4%	7.7%
Gastos Generales	12,134.1	12,466.9	12,666.5	4.4%	1.6%
Utilidad de Operación	6,374.2	5,466.9	6,649.0	4.3%	21.6%
Margen Operativo	16.1%	14.5%	16.3%	0.2pp	1.8pp
Depreciación Operativa	1,724.5	2,520.6	2,171.4	25.9%	-13.9%
EBITDA	8,098.7	7,987.5	8,820.3	8.9%	10.4%
Margen EBITDA	20.5%	21.2%	21.6%	1.2pp	0.4pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,068.6)	(2,304.9)	(2,000.0)	-3.3%	-13.2%
Intereses Pagados	1,326.6	1,457.1	2,085.0	57.2%	43.1%
Intereses Ganados	29.6	99.8	114.3	286.4%	14.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(125.5)	(17.2)	36.8	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(646.1)	(930.4)	(66.1)	-89.8%	-92.9%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	4,483.2	3,028.7	4,316.1	-3.7%	42.5%
Provisión para Impuestos	1,238.9	1,028.7	1,206.6	-2.6%	17.3%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	3,244.4	2,000.0	3,109.6	-4.2%	55.5%
Participación Minoritaria	169.6	11.9	(11.2)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	3,075	1,988	3,120.8	1.5%	57.0%
Margen Neto	7.8%	5.3%	7.7%	(0.1pp)	2.4pp
UPA	1.483	0.959	1.505	1.5%	57.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	38,128.4	38,235.6	42,231.9	10.8%	10.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	12,957.9	17,424.7	15,989.2	23.4%	-8.2%
Activos No Circulantes	174,237.5	174,539.0	168,016.7	-3.6%	-3.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	50,526.7	48,024.5	50,531.7	0.0%	5.2%
Activos Intangibles (Neto)	97,023.6	89,605.7	90,753.9	-6.5%	1.3%
Activo Total	212,365.9	212,774.6	210,248.6	-1.0%	-1.2%
Pasivo Circulante	28,402.8	32,648.6	30,479.5	7.3%	-6.6%
Deuda de Corto Plazo	1,206.0	5,468.7	3,469.3	187.7%	-36.6%
Proveedores	14,151.2	11,820.5	15,470.4	9.3%	30.9%
Pasivo a Largo Plazo	73,845.5	76,380.9	71,034.0	-3.8%	-7.0%
Deuda de Largo Plazo	64,821.2	68,819.3	63,259.5	-2.4%	-8.1%
Pasivo Total	102,248.3	109,029.6	101,513.5	-0.7%	-6.9%
Capital Contable	110,117.6	103,745.0	108,735.1	-1.3%	4.8%
Participación Minoritaria	169.6	11.9	(11.2)	N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	105,716.7	100,026.3	104,748.8	-0.9%	4.7%
Pasivo y Capital	212,365.9	212,774.6	210,248.6	-1.0%	-1.2%
Deuda Neta	47,503.8	56,863.4	44,472.5	-6.4%	-21.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	5,419.9	7,964.6	9,471.5		
Flujos generado en la Operación	(4,477.3)	(1,706.5)	(3,068.4)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(4,182.5)	(2,445.2)	(4,747.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(4,513.4)	(909.2)	(2,364.7)		
Incremento (disminución) efectivo	(7,753.3)	2,903.7	(708.7)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**LAB B (Venta , PO 2016 En revisión)
Reporta pérdida operativa por ajustes contables**

Marisol Huerta Mondragón
25 de febrero de 2016

Reporte negativo. Durante el 4T15 los resultados de Genomma Lab presentaron un fuerte deterioro a nivel operativo y neto, alejado de su propia guía dada a conocer en el Genomma Day y en consecuencia de lo esperado por el mercado. Los ingresos retrocedieron 5.9% A/A y el EBITDA y la utilidad neta presentaron pérdidas de P\$2,275m y P\$1,748m, respectivamente.

Afectan partidas no recurrentes. La pérdida a nivel operativo se atribuye a la realización de ajustes en las políticas contables. La gran mayoría fueron partidas no recurrentes que no requieren flujo de efectivo, destacando: a) estimaciones para cuentas de cobro dudoso por P\$737m; b) inventarios obsoletos por P\$ 299m; c) Activos intangibles de operaciones discontinuas por P\$467m y d) perdidas por deterioro de créditos comerciales por P\$346m.

Por Mercado: Las ventas netas (sell-in) en **México** retrocedieron 34.7%, derivado del proceso de ajuste de inventarios en el canal de la empresa. El sell-out (desplazamiento) aumento 2.5% lo que permitió la reducción de inventarios en el punto de venta. De acuerdo con la compañía tardará al menos dos trimestres más finalizar el proceso de ajuste.

Latinoamérica. Las ventas netas aumentaron 37.1%, al sumar P\$1,440m estos datos fueron en línea con la guía que había dado la empresa. La región estuvo beneficiada por nuevos canales de venta (tiendas de autoservicio y canales especializados, nuevos clientes y precios). **Estados Unidos:** Las ventas retrocedieron 17.53%, lo anterior como resultado de bases altas de comparación que presentaron Walgreens y Walmart el año pasado cuando crecieron 107% y 49%.

Reiteramos VENTA y ponemos bajo revisión nuestro PO2016. A pesar de las estrategias implementadas para mejorar el desempeño de la empresa nos mantenemos con cautela hasta tener una mejor visibilidad de los resultados.

LAB – Resultados 4T15
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	2,843	2,675	-5.9%	2,519	6.2%
Utilidad de Operación	674	-2,314	N.A.	340	N.A.
Ebitda	703	-2,275	N.A.	371	N.A.
Utilidad Neta	511	-1,748	N.A.	147	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	23.7%	-86.5%	-110.2pp	13.5%	-100.0pp
Margen Ebitda	24.7%	-85.0%	-109.8pp	14.7%	-99.8pp
UPA	\$0.487	-\$1.667	N.A.	\$0.540	-408.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,843.3	2,624.2	2,675.0	-5.9%	1.9%
Costo de Ventas	864.5	826.5	1,246.7	44.2%	50.8%
Utilidad Bruta	1,978.8	1,797.7	1,428.3	-27.8%	-20.5%
Gastos Generales	1,300.5	1,428.7	2,844.0	118.7%	99.1%
Utilidad de Operación	674.4	359.5	(2,314.0)	N.A.	N.A.
Margen Operativo	23.7%	13.7%	-86.5%	(110.2pp)	(100.2pp)
Depreciación Operativa	28.8	27.8	33.1	14.9%	19.0%
EBITDA	703.3	387.3	(2,274.8)	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	24.7%	14.8%	-85.0%	(109.8pp)	(99.8pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	6.5	(99.9)	(174.5)	N.A.	74.7%
Intereses Pagados	89.5	95.9	77.4	-13.6%	-19.4%
Intereses Ganados	2.8	7.3	2.8	1.5%	-61.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0.2)	(7.9)	(7.6)	>500%	-4.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	93.4	(3.4)	(92.5)	N.A.	>500%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(9.2)	(1.6)	15.8	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	671.7	258.0	(2,472.7)	N.A.	N.A.
Provisión para Impuestos	170.4	80.7	(737.2)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas	12.9	11.0	N.A.	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	514.2	188.4	(1,735.4)	N.A.	N.A.
Participación Minoritaria	3.6	5.8	12.4	243.0%	111.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	510.6	182.5	(1,747.8)	N.A.	N.A.
Margen Neto	18.0%	7.0%	-65.3%	(83.3pp)	(72.3pp)
UPA	0.487	0.174	(1.667)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	17,138.2	10,808.4	7,539.0	-56.0%	-30.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,182.3	2,116.3	1,725.9	46.0%	-18.4%
Activos No Circulantes	8,290.1	9,724.0	10,094.2	21.8%	3.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	457.7	407.3	406.6	-11.1%	-0.2%
Activos Intangibles (Neto)	7,063.0	7,188.1	6,441.2	-8.8%	-10.4%
Activo Total	25,428.3	20,532.4	17,633.2	-30.7%	-14.1%
Pasivo Circulante	7,595.9	2,958.7	2,496.1	-67.1%	-15.6%
Deuda de Corto Plazo	400.6	252.4	350.9	-12.4%	39.0%
Proveedores	1,554.7	1,100.6	670.1	-56.9%	-39.1%
Pasivo a Largo Plazo	7,329.3	6,527.7	5,888.4	-19.7%	-9.8%
Deuda de Largo Plazo	6,905.9	6,099.6	6,180.1	-10.5%	1.3%
Pasivo Total	14,925.2	9,486.4	8,384.5	-43.8%	-11.6%
Capital Contable	10,503.1	11,046.0	9,248.7	-11.9%	-16.3%
Participación Minoritaria	3.6	5.8	12.4	243.0%	111.5%
Capital Contable Mayoritario	10,292.8	10,800.7	8,987.9	-12.7%	-16.8%
Pasivo y Capital	25,428.3	20,532.4	17,633.2	-30.7%	-14.1%
Deuda Neta	5,723.6	3,983.3	4,454.2	-22.2%	11.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	791.3	378.4	(1,479.0)
Flujos generado en la Operación	(404.6)	22.4	1,426.8
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,700.5)	1,017.8	(83.5)
Flujo neto de actividades de financiamiento	1,150.1	(1,081.7)	(266.9)
Incremento (disminución) efectivo	(163.7)	336.8	(402.7)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

LALA B (Mantener, PO 2016 \$49.00)
Sin sorpresas, reporta en línea con el mercado

Marisol Huerta Mondragón
 22 de febrero de 2016

Dinamismo en el consumo y eficiencias en costos impulsan resultados. Grupo Lala presentó cifras del 4T15 positivas por arriba de nuestros estimados, pero en línea con el mercado. Los ingresos sumaron P\$12,530m un crecimiento de 8.2% (vs 6.8% mercado y 4.3%e) resultado de un mejor desempeño en el volumen y las estrategias comerciales realizadas, aunado al crecimiento orgánico de Centroamérica y la consolidación de Eskimo. El margen bruto reportó una expansión de 210pbs por un mayor avance en los volúmenes y un mejor control de costos, derivado de las inversiones en productividad realizadas en los últimos 12 meses. Los gastos de operación crecieron 0.5pp, debido a gastos no recurrentes, (proyectos de transformación y la integración de Eskimo). Derivado de lo anterior el EBITDA se incrementó 23.2% A/A con una expansión en margen de 180pbs.

Reiteramos nuestro PO 2016 en P\$49.00 en MANTENER. Si bien consideramos que el desempeño positivo en ingresos y EBITDA podrá ser sostenible, mantenemos cautela ante un escenario de menor dinamismo económico y presión en costos. Creemos que la empresa seguirá reportando buenos resultados, con un sólido desempeño en ventas (+8.0%e 2016) por la entrada a nuevos mercados y dinamismo de sus negocios de mayor rentabilidad. Para el EBITDA esperamos un crecimiento de 10.6%. Consideramos que Grupo Lala podrá seguir con avances en rentabilidad, pero a un menor ritmo al observado en 2015 donde reportó una expansión en el EBITDA de +190pb. Para 2016 esperamos un margen de 40pb. Las eficiencias en costos y gastos realizadas en 2015 podrán seguir beneficiando a la empresa y compensar algunas presiones que puedan derivarse de los mayores costos de los insumos en dólares.

LALA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estím.
Ventas	11,584	12,530	8.2%	12,085	3.7%
Utilidad de Operación	1,202	1,490	24.0%	1,354	10.1%
Ebitda	1,462	1,802	23.2%	1,674	7.6%
Utilidad Neta	711	1,020	43.4%	870	17.3%
Márgenes					
Margen Operativo	10.4%	11.9%	1.5pp	11.2%	0.7pp
Margen Ebitda	12.6%	14.4%	1.8pp	13.9%	0.5pp
UPA	\$0.287	\$0.412	43.4%	\$0.352	6.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	11,584.1	12,176.2	12,529.6	8.2%	2.9%
Costo de Ventas	7,286.5	7,462.4	7,618.4	4.6%	2.1%
Utilidad Bruta	4,297.6	4,713.8	4,911.2	14.3%	4.2%
Gastos Generales	3,096.2	3,323.4	3,403.8	9.9%	2.4%
Utilidad de Operación	1,201.7	1,404.0	1,489.7	24.0%	6.1%
Margen Operativo	0.1	0.1	0.1	1.5pp	0.4pp
Depreciación Operativa	260.5	291.3	312.1	19.8%	7.1%
EBITDA	1,462.2	1,695.4	1,801.8	23.2%	6.3%
Margen EBITDA	0.1	0.1	0.1	1.8pp	0.5pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(135.1)	30.7	36.1	N.A.	17.6%
Intereses Pagados	2.5	2.1	1.6	-37.7%	-25.1%
Intereses Ganados	64.9	63.3	72.1	11.2%	14.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(122.6)	0.0	(16.2)	-86.8%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(74.8)	(30.5)	(18.3)	-75.5%	-40.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	6.0	(1.4)	3.1	-48.5%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,072.6	1,433.3	1,528.9	42.5%	6.7%
Provisión para Impuestos	350.0	457.0	495.0	41.4%	8.3%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	722.6	976.3	1,033.8	43.1%	5.9%
Participación Minoritaria	11.2	9.9	13.6	21.5%	37.7%
Utilidad Neta Mayoritaria	711.4	966.4	1,020.2	43.4%	5.6%
Margen Neto	6.1%	7.9%	8.1%	2.0pp	0.2pp
UPA	0.287	0.391	0.412	43.4%	5.6%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	15,377.7	18,794.1	18,319.8	19.1%	-2.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,196.5	10,071.1	9,277.4	28.9%	-7.9%
Activos No Circulantes	14,692.3	15,559.7	16,175.9	10.1%	4.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	12,361.2	13,183.6	13,836.5	11.9%	5.0%
Activos Intangibles (Neto)	1,598.2	1,641.9	1,592.4	-0.4%	-3.0%
Activo Total	30,069.9	34,353.8	34,495.7	14.7%	0.4%
Pasivo Circulante	4,641.4	7,188.9	6,784.6	46.2%	-5.6%
Deuda de Corto Plazo	31.0	32.2	32.1	3.4%	-0.5%
Proveedores	2,324.1	3,611.5	4,252.3	83.0%	17.7%
Pasivo a Largo Plazo	2,127.4	2,129.4	2,066.7	-2.9%	-2.9%
Pasivos por Impuestos Diferidos	730.3	618.2	530.1	-27.4%	-14.2%
Pasivo Total	6,768.8	9,318.3	8,851.3	30.8%	-5.0%
Capital Contable	23,301.2	25,035.5	25,644.4	10.1%	2.4%
Participación Minoritaria	11.2	9.9	13.6	21.5%	37.7%
Capital Contable Mayoritario	23,025.1	24,760.4	25,355.7	10.1%	2.4%
Pasivo y Capital	30,069.9	34,353.8	34,495.7	14.7%	0.4%
Deuda Neta	(7,115.7)	(10,013.5)	(9,227.7)	29.7%	-7.8%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,396.2	1,674.0	1,803.3
Flujos generado en la Operación	(1,381.2)	1,087.8	(1,425.0)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(2,329.2)	(325.1)	(621.4)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(30.1)	(325.4)	(384.0)
Incremento (disminución) efectivo	(2,344.2)	2,111.2	(627.1)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MAXCOM CPO (Venta, PO 2016 \$0.50)
Flujo negativo impacta el valor estimado

Manuel Jiménez Zaldivar
 2 de marzo de 2016

Maxcom realizó una reestructura de sus costos y gastos operativos. Los resultados de Maxcom fueron débiles, en línea con lo esperado. La empresa canceló líneas inactivas, principalmente celulares con lo que la base de UGIs cayó 12.4% A/A a 546 mil. Maxcom reportó una caída de 14.2% en ingresos consolidados a P\$566m mientras que en el EBITDA la caída fue de 30.4% a P\$101m. No obstante, los costos se mantuvieron estables con lo que el margen de EBITDA retrocedió 4.2pp a 17.9%. Además, la empresa reportó un cargo de P\$45m por concepto de liquidaciones de personal y bajas de activos por la venta del negocio de telefonía pública. A pesar del capital fresco, la razón de deuda neta a EBITDA se elevó a 4.1x, nivel por arriba del de 2013.

Cancelación de líneas celulares y residenciales impactó a la base de UGI. En el 4T15, la empresa finalizó con 545.8 mil UGI representando una caída de 12.4% A/A, es decir, una pérdida de 43.4 mil UGI. Esto por la cancelación de líneas celulares inactivas y contratos residenciales que sólo pagaban 1 servicio y no migraron hacia paquetes de 2 o más servicios. La empresa ha cambiado su enfoque hacia el segmento comercial logrando que aumenten gradualmente las adiciones netas trimestrales. Este segmento, al cierre del 4T15, representa el 21.5% de las base de UGI vs 16.2% del mismo periodo del año anterior. Es importante mencionar que el servicio de telefonía pública fue vendido en este trimestre y en el 4T14 representaba el 5.4% de las UGI.

Nuevos estimados 2016. Incorporamos los resultados del 4T15; sin embargo, preferimos ser más conservadores, recortando las proyecciones para 2016, debido a una menor base de UGIs y un menor ARPU del segmento de mayoreo pero uno ligeramente mayor en el comercial y residencial.

Bajamos PO2016 a P\$0.50. Dada la baja visibilidad que tenemos en el mediano plazo, utilizando un múltiplo de 6x FV/EBITDA.

MAXCOM – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	660	566	-14.2%	558	1.4%
Utilidad de Operación	-6	-51	N.A.	-12	337.3%
Ebitda	145	101	-30.4%	100	0.7%
Utilidad Neta	-204	-205	N.A.	-81	154.6%
Márgenes					
Margen Operativo	-1.0%	-9.1%	-8.1pp	-2.1%	-7.0pp
Margen Ebitda	22.0%	17.9%	-4.2pp	18.0%	-0.1pp
UPA	-\$0.193	-\$0.136	-29.7%	-\$0.053	-60.7%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	659.6	578.5	566.0	-14.2%	-2.2%
Costo de Ventas	313.7	314.5	312.6	-0.4%	-0.6%
Utilidad Bruta	345.9	264.0	253.4	-26.7%	-4.0%
Gastos Generales	295.7	267.0	255.5	-13.6%	-4.3%
Utilidad de Operación	(6.3)	(72.7)	(51.4)	>500%	-29.2%
Margen Operativo	-1.0%	-12.6%	-9.1%	(8.1pp)	3.5pp
Depreciación Operativa	95.2	87.6	103.3	8.5%	17.8%
EBITDA	145.4	84.6	101.2	-30.4%	19.6%
Margen EBITDA	22.0%	14.6%	17.9%	(4.2pp)	3.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(210.3)	(184.4)	(121.7)	-42.2%	-34.0%
Intereses Pagados	28.8	34.7	37.7	30.9%	8.5%
Intereses Ganados	1.7	1.6	0.5	-71.0%	-68.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(183.3)	(151.3)	(84.5)	-53.9%	-44.2%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	(216.6)	(257.0)	(173.1)	-20.1%	-32.7%
Provisión para Impuestos	(12.4)		32.1	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuas				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(204.3)	(257.0)	(205.1)	0.4%	-20.2%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(204.3)	(257.0)	(205.1)	0.4%	-20.2%
Margen Neto	-31.0%	-44.4%	-36.2%	(5.3pp)	8.2pp
UPA	(0.193)	(0.242)	(0.136)	-29.7%	-43.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

	2014	2015	2015	Variación	Variación
				% A/A	% T/T
Activo Circulante	2,259.7	1,339.3	1,583.1	-29.9%	18.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,443.1	501.8	795.3	-44.9%	58.5%
Activos No Circulantes	3,684.5	3,881.0	4,021.6	9.1%	3.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,468.2	3,647.7	3,766.0	8.6%	3.2%
Activos Intangibles (Neto)	127.6	204.8	222.9	74.7%	8.8%
Activo Total	5,944.3	5,220.2	5,604.7	-5.7%	7.4%
Pasivo Circulante	647.3	527.8	496.2	-23.3%	-6.0%
Deuda de Corto Plazo			30.0	N.A.	N.A.
Proveedores	601.8	431.5	367.9	-38.9%	-14.8%
Pasivo a Largo Plazo	2,355.6	2,237.1	2,416.3	2.6%	8.0%
Deuda de Largo Plazo	2,218.9	2,129.4	2,320.3	4.6%	9.0%
Pasivo Total	3,002.9	2,764.9	2,912.5	-3.0%	5.3%
Capital Contable	2,941.4	2,455.3	2,692.2	-8.5%	9.6%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	2,941.4	2,455.3	2,692.2	-8.5%	9.6%
Pasivo y Capital	5,944.3	5,220.2	5,604.7	-5.7%	7.4%
Deuda Neta	775.8	1,627.5	1,555.0	100.4%	-4.5%

Estado de Flujo de Efectivo

	2014	2015	2015
Flujo del resultado antes de Impuestos	102.6	24.4	(204.6)
Flujos generado en la Operación	312.8	(47.6)	(30.3)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(509.1)	(226.7)	(268.3)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(95.3)	(123.7)	796.6
Incremento (disminución) efectivo	(188.9)	(373.6)	293.5

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEGA CPO (Mantener, PO 2016 \$74.00)
Establece un nuevo récord en el EBITDA

Resultados positivos con crecimiento en UGI y márgenes. La empresa reportó ingresos consolidados de P\$3,928m (+26.3% A/A y +5.3% vs nuestro estimado). En el EBITDA, Megacable alcanzó un monto record de P\$1,597m (+31.5% A/A y + 14.8% vs nuestro estimado) con lo que el margen de EBITDA aumentó 1.6pp para finalizar en 40.7%. La empresa no tiene gastos financieros relevantes, no obstante, en este trimestre se elevó la tasa efectiva de impuestos provocando un menor crecimiento en la utilidad neta. La empresa terminó el periodo con una razón de deuda neta a EBITDA de 0.1x.

Apagón analógico tuvo un impacto positivo en los suscriptores de video. Megacable finalizó el trimestre con 5.56m de UGIs (+24.7% A/A) y 364 mil adiciones netas. El apagón analógico generó una fuerte demanda por servicios de TV de paga. La compañía registró 202.7 mil adiciones netas en el servicio de video (+17.8%). El empaquetamiento de servicios y una agresiva estrategia comercial provocó un incremento del 37.6% en los usuarios de internet (129.7 mil adiciones netas). El servicio de telefonía registró 46.8 mil adiciones netas en la base de suscriptores (+24.2% A/A). La tasa de servicios contratados por suscriptor único es de 1.82 vs 1.74 en el 4T14. La empresa logró reducir la tasa de desconexión (churn) vs el trimestre anterior en los servicios de video y acceso a internet.

Fuerte incremento en ingresos consolidados. El crecimiento en la base de UGI, un aumento de precios y demanda por servicios de valor agregado permitieron un incremento del 26.7% en los ingresos consolidados y compensaron fácilmente la eliminación del cobro de LD.

Los márgenes se expandieron a pesar de un mayor peso de los servicios empresariales. El margen EBITDA se expandió 1.6pp a 40.7% debido a mayores ingresos y economías de escala, así como eficiencias operativas.

Subimos PO2016 a P\$74.00 y bajamos nuestra recomendación a Mantener.

MEGA – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	3,108	3,928	26.3%	3,729	5.3%
Utilidad de Operación	854	1,099	28.7%	838	31.1%
Ebitda	1,214	1,597	31.5%	1,391	14.8%
Utilidad Neta	739	871	17.8%	596	46.0%
Márgenes					
Margen Operativo	27.5%	28.0%	0.5pp	22.5%	5.5pp
Margen Ebitda	39.1%	40.7%	1.6pp	37.3%	3.4pp
UPA	\$0.860	\$1.013	17.7%	\$0.694	46.0%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,108.5	3,583.1	3,927.5	26.3%	9.6%
Costo de Ventas	927.9	1,192.0	1,239.0	33.5%	3.9%
Utilidad Bruta	2,180.5	2,391.2	2,688.5	23.3%	12.4%
Gastos Generales	1,356.8	1,499.9	1,671.9	23.2%	11.5%
Utilidad de Operación	854.3	997.2	1,099.3	28.7%	10.2%
Margen Operativo	27.5%	27.8%	28.0%	0.5pp	0.2pp
Depreciación Operativa	390.4	504.0	580.5	48.7%	15.2%
EBITDA	1,214.1	1,395.3	1,597.1	31.5%	14.5%
Margen EBITDA	39.1%	38.9%	40.7%	1.6pp	1.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(57.6)	(53.6)	3.1	N.A.	N.A.
Intereses Pagados		2.6		N.A.	N.A.
Intereses Ganados	12.2		4.8	-60.5%	N.A.
Otros Productos (Gastos) Financieros				N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(69.8)	(51.0)	(1.8)	-97.5%	-96.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(3.4)			N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	793.3	943.6	1,102.3	38.9%	16.8%
Provisión para Impuestos	69.1	244.2	175.2	153.7%	-28.2%
Operaciones Discontinuas	(8.4)				
Utilidad Neta Consolidada	715.9	699.4	927.1	29.5%	32.6%
Participación Minoritaria	(23.1)	10.7	56.5	N.A.	425.8%
Utilidad Neta Mayoritaria	738.9	688.7	870.6	17.8%	26.4%
Margen Neto	23.8%	19.2%	22.2%	(1.6pp)	2.9pp
UPA	0.860	0.802	1.013	17.7%	26.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	6,144.3	7,589.9	7,023.4	14.3%	-7.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,007.0	3,799.5	2,803.9	-30.0%	-26.2%
Activos No Circulantes	19,208.5	20,791.2	22,306.4	16.1%	7.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	14,398.8	16,132.0	17,657.8	22.6%	9.5%
Activos Intangibles (Neto)	4,544.1	4,460.4	4,441.2	-2.3%	-0.4%
Activo Total	25,352.8	28,381.1	29,329.8	15.7%	3.3%
Pasivo Circulante	2,385.7	5,250.8	4,818.4	102.0%	-8.2%
Deuda de Corto Plazo	633.0	2,489.8	2,188.0	245.6%	-12.1%
Proveedores	1,615.5	2,648.2	2,458.3	52.2%	-7.2%
Pasivo a Largo Plazo	4,941.0	3,855.9	4,331.0	-12.3%	12.3%
Deuda de Largo Plazo	2,186.1	669.3	1,044.8	-52.2%	56.1%
Pasivo Total	7,326.6	9,106.7	9,149.3	24.9%	0.5%
Capital Contable	18,026.2	19,274.3	20,180.4	12.0%	4.7%
Participación Minoritaria	(23.1)	10.7	56.5	N.A.	425.8%
Capital Contable Mayoritario	17,358.1	18,498.5	19,348.0	11.5%	4.6%
Pasivo y Capital	25,352.8	28,381.1	29,329.8	15.7%	3.3%
Deuda Neta	(1,187.8)	(640.4)	428.9	N.A.	N.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,275.7	1,444.4	2,039.3		
Flujos generado en la Operación	(670.7)	(1,543.1)	(1,752.5)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,036.3)	(563.1)	(1,619.3)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	507.7	(37.6)	315.6		
Incremento (disminución) efectivo	76.3	(699.3)	(1,016.9)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

MEXCHEM * (Compra, PO 2016 \$47.00)
Buen cierre de año para la compañía

Marissa Garza Ostos
 24 de febrero de 2016

Trimestre positivo para Mexchem. En el 4T15, la compañía registró ventas por US\$1,300 millones (vs. nuestro estimado por US\$1,253m) mostrando una disminución interanual del 5.1%, en línea con nuestras expectativas. Por su parte el EBITDA ascendió a US\$208 millones (vs. nuestro estimado por US\$178m) mostrando un aumento del 32.3% A/A, arriba de nuestro estimado, pero en línea con el consenso del mercado. Estos resultados se vieron principalmente impulsados por los crecimientos observados tanto en la cadena de Vinyl como en Fluent. En Vinyl, la inclusión de Vestolit, un mejor desempeño de PMV, la alianza estratégica con Pemex, y los menores costos de las materias primas más que compensaron los menores precios de venta del PVC. En Fluent la estrategia de priorizar la expansión en márgenes y simplificar la infraestructura de producción ayudó a los resultados, a pesar de la fortaleza del dólar y su efecto negativo sobre las operaciones en Latinoamérica y Europa. Mientras que Flúor, continuó afectado por los menores volúmenes de fluorita grado metalúrgico de los clientes en la industria del acero y los menores precios de venta.

Bajamos nuestro PO2016 a P\$47.00, pero reiteramos COMPRA. 2016 representa retos importantes pero creemos que el fortalecimiento de la integración vertical de la compañía con la alianza con Pemex (PMV) y la construcción del cracker de etileno en Texas (Oxychem), en conjunción con un enfoque en productos con mejores márgenes, deberá seguir viéndose reflejada en mejores resultados en los próximos trimestres. A pesar de lo anterior, y ante un entorno que refleja valuaciones mucho más conservadoras para empresas relacionadas con commodities, hemos decidido ajustar el valor de la perpetuidad en nuestro modelo de valuación por flujos descontados. Con ello bajamos nuestro precio objetivo 2016 a P\$47.00 desde P\$55.00 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 9.0x, por arriba del múltiplo de 8.0x al que cotiza actualmente.

MEXCHEM – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	1,371	1,300	-5.1%	1,253	3.8%
Utilidad de Operación	44	108	146.5%	80	35.0%
Ebitda	157	208	32.3%	178	16.6%
Utilidad Neta	-37	-2	N.A.	23	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	3.2%	8.3%	5.1pp	6.4%	1.9pp
Margen Ebitda	11.4%	16.0%	4.5pp	14.2%	1.8pp
UPA	-\$0.018	-\$0.001	-94.0%	\$0.011	-109.6%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	1,371.0	1,446.4	1,300.4	-5.1%	-10.1%
Costo de Ventas	1,078.6	1,049.1	945.3	-12.4%	-9.9%
Utilidad Bruta	292.3	397.3	355.1	21.5%	-10.6%
Gastos Generales	248.5	259.8	247.2	-0.5%	-4.9%
Utilidad de Operación	43.8	137.6	108.0	146.5%	-21.5%
Margen Operativo	3.2%	9.5%	8.3%	5.1pp	(1.2pp)
Depreciación Operativa	113.0	96.5	99.6	-11.9%	3.2%
EBITDA	156.8	234.0	207.5	32.3%	-11.3%
Margen EBITDA	11.4%	16.2%	16.0%	4.5pp	(0.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(104.6)	(55.3)	(60.4)	-42.3%	9.2%
Intereses Pagados	60.1	53.8	50.5	-16.0%	-6.2%
Intereses Ganados	7.7	4.9	6.9	-10.4%	40.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	2.3	0.1	1.8	-21.4%	>500%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(54.5)	(6.5)	(18.6)	-65.8%	185.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0.5)	1.4	2.2	N.A.	60.2%
Utilidad antes de Impuestos	(61.3)	83.6	49.8	N.A.	-40.5%
Provisión para Impuestos	(14.6)	29.2	5.2	N.A.	-82.1%
Operaciones Discontinuas	9.6	0.0	(50.0)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Consolidada	(37.1)	54.4	(5.4)	-85.4%	N.A.
Participación Minoritaria		0.4	(3.2)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	(37.1)	54.0	(2.2)	-94.0%	N.A.
Margen Neto	-2.7%	3.7%	-0.2%	2.5pp	(3.9pp)
UPA	(0.018)	0.026	(0.001)	-94.0%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	2,583.5	2,341.5	2,251.9	-12.8%	-3.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	619.5	537.8	653.3	5.4%	21.5%
Activos No Circulantes	6,142.8	6,204.2	6,417.8	4.5%	3.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	3,730.0	3,937.7	4,202.9	12.7%	6.7%
Activos Intangibles (Neto)	2,100.2	1,939.6	1,927.3	-8.2%	-0.6%
Activo Total	8,726.2	8,545.7	8,669.7	-0.6%	1.5%
Pasivo Circulante	1,816.4	1,703.9	1,818.6	0.1%	6.7%
Deuda de Corto Plazo	61.7	48.4	43.7	-29.3%	-9.7%
Proveedores	1,130.3	1,122.0	1,201.0	6.3%	7.0%
Pasivo a Largo Plazo	3,420.1	3,249.0	3,172.3	-7.2%	-2.4%
Deuda de Largo Plazo	2,366.5	2,302.0	2,291.4	-3.2%	-0.5%
Pasivo Total	5,236.5	4,952.8	4,990.9	-4.7%	0.8%
Capital Contable	3,489.7	3,592.8	3,678.8	5.4%	2.4%
Participación Minoritaria	443.7	688.8	776.4	75.0%	12.7%
Capital Contable Mayoritario	3,046.0	2,904.1	2,902.4	-4.7%	-0.1%
Pasivo y Capital	8,726.2	8,545.7	8,669.7	-0.6%	1.5%
Deuda Neta	1,808.7	1,812.5	1,681.8	-7.0%	-7.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	676.5	690.1	886.0
Flujos generado en la Operación	137.4	(96.0)	212.6
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,336.7)	(469.6)	(662.4)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(90.2)	(206.1)	(402.4)
Incremento (disminución) efectivo	(613.0)	(81.7)	33.7

Fuente: Banorte-ixe, BMV

NEMAK A (Compra, PO 2016 \$28.50)
Reporte en línea confirma tendencia positiva

Valentín Mendoza Balderas
 10 de febrero de 2016

Sólido reporte que confirma nuestra tesis. Nemak reportó sus resultados en línea con nuestros estimados y lo que esperaba el consenso de Bloomberg. La compañía logró superar su guía 2015 de US\$745m al acumular US\$759m de EBITDA. Ello confirma nuestra tesis de inversión y hace que continuemos optimistas respecto del desempeño operativo de la emisora hacia adelante y que la mantengamos dentro de nuestras emisoras favoritas en 2016.

Crecimiento en los volúmenes de venta en todas las regiones. El volumen consolidado de venta creció interanualmente 8.8%, alcanzando 12.4m de unidades equivalentes.

Precios más altos por la venta de productos de mayor valor agregado compensan parcialmente caída en el precio del aluminio. Los ingresos en dólares de Nemak cayeron 3.4% A/A a \$1,048m, resultando ligeramente mejor a nuestro estimado. La venta de productos de mayor valor agregado compensó parcialmente la baja en el precio del aluminio y la depreciación del euro. No obstante, debido al efecto positivo para Nemak del fortalecimiento del dólar contra el peso, en términos de pesos los ingresos de la compañía crecieron interanualmente 17.3%.

Mejor mezcla de ventas y eficiencias operativas impulsan la rentabilidad. El EBITDA consolidado al 4T15 creció 3.8% A/A a US\$165m, expandiendo el margen en un 1pp a 15.7%, como resultado de una mejor mezcla de ventas y eficiencias operativas relacionadas con la integración vertical.

La mayor rentabilidad se permea hasta la utilidad neta. La utilidad neta de Nemak creció 25.3% A/A a P\$1,009m, en línea con nuestro estimado de P\$1,020m. Lo anterior obedece a la mayor rentabilidad alcanzada por la empresa.

Baja el apalancamiento. La razón de deuda neta a EBITDA bajó a 1.7x desde 1.8x como resultado de una mayor generación de flujo.

NEMAK – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	14,952	17,532	17.3%	16,679	5.1%
Utilidad de Operación	1,143	1,459	27.7%	1,726	-15.5%
Ebitda	2,185	2,755	26.1%	2,703	1.9%
Utilidad Neta	805	1,009	25.3%	1,020	-1.1%
Márgenes					
Margen Operativo	7.6%	8.3%	0.7pp	10.3%	-2.0pp
Margen Ebitda	14.6%	15.7%	1.1pp	16.2%	-0.5pp
UPA	\$0.925	\$0.327	-64.6%	\$0.331	-1.1%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	14,952.3	17,973.3	17,532.1	17.3%	-2.5%
Costo de Ventas	11,854.4	13,613.0	13,693.8	15.5%	0.6%
Utilidad Bruta	3,097.9	4,360.3	3,838.3	23.9%	-12.0%
Gastos Generales	921.9	1,155.6	1,100.6	19.4%	-4.8%
Utilidad de Operación	1,142.9	1,994.3	1,459.5	27.7%	-26.8%
Margen Operativo	7.6%	11.1%	8.3%	0.7pp	(2.8pp)
Depreciación Operativa	1,033.4	1,182.2	1,295.2	25.3%	9.6%
EBITDA	2,185.0	3,204.8	2,755.0	26.1%	-14.0%
Margen EBITDA	14.6%	17.8%	15.7%	1.1pp	(2.1pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(145.9)	(515.1)	(113.6)	-22.1%	-78.0%
Intereses Pagados	253.1	270.6	301.7	19.2%	11.5%
Intereses Ganados	6.4	14.9	8.7	35.7%	-41.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(327.0)	(405.8)	(82.8)	-74.7%	-79.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	427.8	146.4	262.3	-38.7%	79.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	19.4	12.0	17.8	-8.0%	48.7%
Utilidad antes de Impuestos	1,016.5	1,491.2	1,363.8	34.2%	-8.5%
Provisión para Impuestos	210.6	159.1	354.9	68.6%	123.0%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	805.9	1,332.1	1,008.8	25.2%	-24.3%
Participación Minoritaria	0.9			N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	805.0	1,332.1	1,008.8	25.3%	-24.3%
Margen Neto	5.4%	7.4%	5.8%	0.4pp	(1.7pp)
UPA	0.925	0.432	0.327	-64.6%	-24.3%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	16,998.4	23,793.1	22,779.8	34.0%	-4.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	975.7	1,721.2	1,792.9	83.7%	4.2%
Activos No Circulantes	42,093.0	48,372.9	49,238.5	17.0%	1.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	32,534.6	37,457.7	38,262.9	17.6%	2.1%
Activos Intangibles (Neto)	6,910.9	7,979.1	8,031.5	16.2%	0.7%
Activo Total	59,091.3	72,166.0	72,018.2	21.9%	-0.2%
Pasivo Circulante	19,000.4	25,529.3	18,771.3	-1.2%	-26.5%
Deuda de Corto Plazo	4,615.7	6,873.7	728.8	-84.2%	-89.4%
Proveedores	8,798.3	10,877.5	11,992.5	36.3%	10.3%
Pasivo a Largo Plazo	18,592.5	20,507.7	25,307.6	36.1%	23.4%
Deuda de Largo Plazo	15,086.9	15,300.1	21,758.0	44.2%	42.2%
Pasivo Total	37,592.9	46,037.0	44,078.9	17.3%	-4.3%
Capital Contable	21,498.4	26,129.0	27,939.3	30.0%	6.9%
Participación Minoritaria	0.9			N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	21,480.9	26,129.0	27,939.3	30.1%	6.9%
Pasivo y Capital	59,091.3	72,166.0	72,018.2	21.9%	-0.2%
Deuda Neta	18,726.9	20,452.5	20,693.9	10.5%	1.2%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	1,716.5	3,184.9	2,816.3
Flujos generado en la Operación	275.8	(1,985.2)	1,709.1
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,535.5)	(1,869.7)	(2,150.7)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(568.2)	622.5	(2,394.3)
Incremento (disminución) efectivo	(111.4)	(47.5)	(19.6)

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

OMA B (Compra PO2016 P\$106.00) Sobrepasa expectativas en el 4T15

José Itzamna Espitia Hernández
29 de febrero de 2016

Oma reportó sus resultados al 4T15 por arriba de nuestros estimados. Los pasajeros totales de Oma tuvieron un sólido incremento de 11.3% a/a, lo cual fue la base para los buenos crecimientos en ingresos totales, utilidad de operación, EBITDA Ajustada y utilidad neta de 24.0%, 74.9%, 39.6% y 39.5%, ubicándose en P\$1,229m, P\$609m, P\$651m y P\$396m, respectivamente.

Los ingresos aeronáuticos tuvieron un alza de 24.5%, los ingresos no aeronáuticos de 32.4% y los ingresos de servicios de construcción una baja de 1.7%. **La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un aumento de 26.6% (+10.5% vs. nuestro estimado), ubicándose en P\$1,137m.** De lo anterior, observamos que el ingreso por pasajero (suma ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos / tráfico total) fue de P\$237, que representa un crecimiento de +12.5% vs. 4T14.

El margen de operación aumentó 14.4pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 49.5%. Por otro lado, el EBITDA Ajustado presentó un crecimiento de 39.6%. El margen EBITDA Ajustado tuvo un aumento de 5.3pp., colocándose en 57.2%. Lo anterior se debe principalmente a un aumento en los ingresos totales de 24.0%, en comparación con la baja en el total de costos y gastos de 3.6%, ya que hubo una disminución en la provisión de mantenimiento mayor derivada de la definición de los Programas Maestros de Desarrollo (PMD) 2016-2020.

La utilidad neta mayoritaria subió 39.5% por los mejores los resultados operativos y un menor costo integral de financiamiento, que fueron parcialmente compensados por un monto en los impuestos de P\$156m, en comparación con el beneficio en el 4T14 de P\$24m.

El total de la deuda al 4T15 es de P\$4,713m con una razón Deuda Neta/EBITDA Ajustada 12m de 0.8x vs. 1.0x en el 3T15.

OMA – Resultados 4T15 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	992	1,229	24.0%	1,137	8.2%
Utilidad de Operación	348	609	74.9%	453	34.5%
Ebitda Ajustada	466	651	39.6%	581	11.9%
Utilidad Neta	284	396	39.5%	270	46.5%
Márgenes					
Margen Operativo	35.1%	49.5%	14.4pp	39.8%	9.7pp
Margen Ebitda Ajustado	51.9%	57.2%	13.0pp	56.5%	0.7pp
UPA	\$0.709	\$0.989	39.5%	\$0.675	46.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	991.9	1,143.1	1,229.4	24.0%	7.5%
Costo de Ventas	487.5	477.4	459.0	-5.9%	-3.8%
Utilidad Bruta	504.3	665.8	770.4	52.8%	15.7%
Gastos Generales	156.3	124.5	161.8	3.5%	29.9%
Utilidad de Operación	348.0	541.2	608.7	74.9%	12.5%
Margen Operativo	35.1%	47.3%	49.5%	14.4pp	2.2pp
Depreciación Operativa	64.4	59.6	61.8	-4.1%	3.6%
EBITDA	412.4	600.9	670.4	62.6%	11.6%
Margen EBITDA	41.6%	52.6%	54.5%	13.0pp	2.0pp
EBITDA Ajustada	466.1	673.1	650.7	39.6%	-3.3%
Margen EBITDA Ajustado	51.9%	62.4%	57.2%	5.3pp	(5.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(87.8)	(231.1)	(287.8)	227.9%	24.5%
Intereses Pagados	70.4	80.5	83.7	19.0%	4.0%
Intereses Ganados	19.7	16.9	25.1	27.6%	48.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(19.4)	5.5	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(17.6)	(24.2)	1.9	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	260.2	458.9	551.9	112.1%	20.3%
Provisión para Impuestos	(24.2)	153.3	155.8	N.A.	1.6%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
Utilidad Neta Consolidada	284.4	305.6	396.1	39.3%	29.6%
Participación Minoritaria	0.7	0.8	0.4	-40.7%	-44.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	283.7	304.8	395.7	39.5%	29.8%
Margen Neto	28.6%	26.7%	32.2%	3.6pp	5.5pp
UPA	0.709	0.762	0.989	39.5%	29.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	3,404.3	2,981.8	3,203.3	-5.9%	7.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,808.1	2,389.4	2,665.6	-5.1%	11.6%
Activos No Circulantes	9,013.5	9,194.7	9,293.6	3.1%	1.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,284.3	2,377.4	2,371.0	3.8%	-0.3%
Activos Intangibles (Neto)	6,180.3	6,301.8	6,348.6	2.7%	0.7%
Activo Total	12,417.9	12,176.4	12,496.8	0.6%	2.6%
Pasivo Circulante	813.1	897.7	881.6	8.4%	-1.8%
Deuda de Corto Plazo	47.1	48.7	54.7	16.3%	12.4%
Proveedores	329.7	281.8	242.2	-26.5%	-14.1%
Pasivo a Largo Plazo	5,488.2	5,685.0	5,664.7	3.2%	-0.4%
Deuda de Largo Plazo	4,695.0	4,690.8	4,658.3	-0.8%	-0.7%
Pasivo Total	6,301.3	6,582.7	6,546.3	3.9%	-0.6%
Capital Contable	6,116.6	5,593.7	5,950.5	-2.7%	6.4%
Participación Minoritaria	51.2	72.3	80.5	57.2%	11.3%
Capital Contable Mayoritario	6,065.4	5,521.4	5,870.1	-3.2%	6.3%
Pasivo y Capital	12,417.9	12,176.4	12,496.8	0.6%	2.6%
Deuda Neta	1,933.9	2,350.1	2,047.4	5.9%	-12.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,881.4	1,786.0	2,451.3		
Flujos generado en la Operación	(270.6)	(273.5)	(386.9)		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(371.8)	(302.5)	(429.0)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	35.2	(1,628.7)	(1,778.0)		
Incremento (disminución) efectivo	1,274.1	(418.8)	(142.5)		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**PINFRA * (Mantener, PO 2016 \$232.00)
Cierra 2015 con fuertes crecimientos**

José Itzamna Espitia Hernández
22 de febrero de 2016

Pinfra reportó fuertes crecimientos en sus resultados del 4T15: Ingresos +37.0% a P\$2,822m, Utilidad Operativa +30.2% a P\$1,383m, Ebitda +28.8% a P\$1,468m y Utilidad Neta Mayoritaria +85.9% a P\$1,557m. Los resultados operativos del 4T15 de la compañía tuvieron fuertes crecimientos y estuvieron por arriba de lo esperado, pero hay que señalar que con una más baja rentabilidad.

Pinfra presentó un avance en sus ingresos consolidados de 37.0% derivado del alza de 13.1% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (contribución de 49.8% en el total de ingresos U12m), un aumento de 0.8% en los ingresos de Plantas (peso de 5.1%) y un fuerte crecimiento de 93.1% en el segmento de Construcción (pesa 45.1%).

La Utilidad de Operación se incrementó en 30.2% vs. el 4T14, colocándose en P\$1,383m, con una disminución en el margen de operación de 2.5pp, ubicándose en 49.0%. Por otro lado, el EBITDA generado por la compañía tuvo un crecimiento de 28.8% A/A, ubicándose en P\$1,468m, con un baja en el margen de 3.3pp, con lo cual finalizó en 52.0%. Lo anterior se debió al crecimiento en los ingresos (+37.0%), que fue menor al incremento en el costo de ventas de la compañía de 44.3%. La mayor participación de los segmentos de Construcción y Plantas (con menores márgenes) a comparación del alza en el segmento de Concesiones, ocasionó que en el consolidado se presentara una menor rentabilidad.

La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$1,557m, siendo 85.9% mayor en comparación con el 4T14. Lo anterior se debió a los fuertes crecimientos en los resultados operativos, un menor costo integral de financiamiento (-18.4% vs. 4T14) por la reestructura de la deuda de la México-Toluca y un beneficio en los impuestos (P\$45m), en comparación con el cargo en el 4T14 de P\$147m.

PINFRA – Resultados 4T15
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,060	2,822	37.0%	2,645	6.7%
Utilidad de Operación	1,062	1,383	30.2%	1,287	7.5%
Ebitda	1,140	1,468	28.8%	1,369	7.3%
Utilidad Neta	838	1,557	85.9%	1,111	40.2%
Márgenes					
Margen Operativo	51.6%	49.0%	-2.5pp	48.6%	0.4pp
Margen Ebitda	55.3%	52.0%	-3.3pp	51.8%	0.3pp
UPA	\$1.961	\$3.626	84.8%	\$2.593	39.8%

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,059.8	2,972.7	2,822.0	37.0%	-5.1%
Costo de Ventas	1,027.7	1,664.2	1,483.1	44.3%	-10.9%
Utilidad Bruta	1,032.1	1,308.5	1,338.9	29.7%	2.3%
Gastos Generales (29.9)	(8.9)	(44.2)	47.9%	394.5%	
Utilidad de Operación	1,062.0	1,317.4	1,383.1	30.2%	5.0%
Margen Operativo	51.6%	44.3%	49.0%	(2.5pp)	4.7pp
Depreciación Operativa	77.9	79.8	85.1	9.2%	6.7%
EBITDA	1,139.9	1,397.2	1,468.2	28.8%	5.1%
Margen EBITDA	55.3%	47.0%	52.0%	(3.3pp)	5.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	94.6	24.8	77.3	-18.4%	211.6%
Intereses Pagados	125.4	101.6	103.6	-17.4%	1.9%
Intereses Ganados	67.0	74.6	73.5	9.7%	-1.4%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(34.3)	(57.0)	(49.7)	44.9%	-12.8%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(2.0)	59.2	2.5	N.A.	-95.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	17.5	74.2	224.0	>500%	201.7%
Utilidad antes de Impuestos	984.8	1,366.9	1,529.8	55.3%	11.9%
Provisión para Impuestos	146.5	160.3	(45.3)	N.A.	N.A.
Operaciones Discontinuadas	(0.4)	(0.4)	(17.8)		
Utilidad Neta Consolidada	838.0	1,206.2	1,557.4	85.8%	29.1%
Participación Minoritaria	0.1	0.1	(0.0)	N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	837.9	1,206.1	1,557.4	85.9%	29.1%
Margen Neto	40.7%	40.6%	55.2%	14.5pp	14.6pp
UPA	1.961	2.815	3.626	84.8%	28.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	10,088.4	11,562.4	11,154.6	10.6%	-3.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	9,385.0	9,845.4	9,388.2	0.0%	-4.6%
Activos No Circulantes	16,921.2	19,609.0	20,361.7	20.3%	3.8%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	675.3	767.9	832.6	23.3%	8.4%
Activos Intangibles (Neto)	12,705.7	14,378.6	14,984.3	17.9%	4.2%
Activo Total	27,009.6	31,171.4	31,516.2	16.7%	1.1%
Pasivo Circulante	1,411.4	3,459.6	2,992.4	112.0%	-13.5%
Deuda de Corto Plazo	245.9	855.8	901.3	266.6%	5.3%
Proveedores	95.7	152.3	137.7	43.9%	-9.6%
Pasivo a Largo Plazo	6,794.7	5,877.0	5,618.1	-17.3%	-4.4%
Deuda de Largo Plazo	3,223.7	5,679.5	5,413.2	67.9%	-4.7%
Pasivo Total	8,206.2	9,336.6	8,610.4	4.9%	-7.8%
Capital Contable	18,803.4	21,834.8	22,905.8	21.8%	4.9%
Participación Minoritaria	4.2	4.5	4.5	8.8%	-0.3%
Capital Contable Mayoritario	18,799.3	21,830.3	22,901.3	21.8%	4.9%
Pasivo y Capital	27,009.6	31,171.4	31,516.2	16.7%	1.1%
Deuda Neta	(2,243.4)	(3,310.1)	(3,073.7)	37.0%	-7.1%

Estado de Flujo de Efectivo			
Flujo del resultado antes de Impuestos	4,416.3	3,108.6	5,152.7
Flujos generado en la Operación	345.6	827.1	510.2
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(8,944.3)	(2,244.1)	(3,117.5)
Flujo neto de actividades de financiamiento	4,390.2	(1,368.6)	(2,368.2)
Incremento (disminución) efectivo	207.8	323.0	177.2

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

RASSINI A (Mantener, PO 2016 \$37.00)
Reporte mixto: crece el EBITDA, cae la utilidad neta

Valentín Mendoza Balderas
 23 de febrero de 2016

Reporte positivo y en línea a nivel operativo pero con fuerte caída en la utilidad neta.

Calificamos el reporte del 4T15 de Rassini como mixto. Por una parte, la emisora reportó un crecimiento interanual en las ventas de 11.7% (P\$3,173m vs P\$3,198e) y en el EBITDA de 31% (P\$465m vs P\$477e), en línea con nuestros estimados y los del consenso. No obstante, la utilidad neta cayó 30% A/A a P\$109m vs nuestro estimado de P\$191m y de P\$205m del consenso.

Las suspensiones impulsan el crecimiento en los volúmenes. El volumen total de venta de Rassini durante el 4T15 creció 3.5% A/A (vs 0.5%e), impulsado principalmente por la división de suspensiones, que en el agregado aumentó interanualmente 4.1%. El volumen de las suspensiones en NAFTA creció por arriba de la industria, con un impresionante 14.7% lo cual compensó la caída de 38% observada en Brasil. La división de frenos creció tan sólo 2.2%, por debajo de nuestros estimados.

La depreciación del peso compensó la caída de los ingresos en dólares. Las ventas crecieron 11.7% A/A a P\$3,173m, como resultado del efecto favorable de la depreciación del peso. No obstante, los ingresos en dólares cayeron 7.3% a US\$189m debido a menores precios de venta en resortes helicoidales y discos de freno, atribuibles al ajuste que sufrió el precio del hierro y del acero. A lo anterior se suma la caída en el volumen de Brasil, y la depreciación del real.

Mejora la rentabilidad en el trimestre. El EBITDA creció 31% a P\$465m, debido a mayores volúmenes de venta; una mejor mezcla de ventas; eficiencias operativas y menores costos de energía. El margen EBITDA se expandió 2.2pp a 14.7% durante el periodo.

Sorprende caída en la utilidad neta. La utilidad neta cayó 30% A/A a P\$109m vs P\$191me, atribuible a un incremento en los impuestos diferidos de la firma y un incremento en la depreciación que afectó la utilidad operativa de Rassini.

RASSINI – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	2,841	3,173	11.7%	3,198	-0.8%
Utilidad de Operación	174	307	76.6%	314	-2.3%
Ebitda	355	465	31.0%	477	-2.6%
Utilidad Neta	155	109	-29.7%	191	-42.9%
Márgenes					
Margen Operativo	6.1%	9.7%	3.6pp	9.8%	-0.2pp
Margen Ebitda	12.5%	14.7%	2.2pp	14.9%	-0.3pp
UPA	\$0.484	\$0.340	-29.7%	\$0.596	-42.9%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)					
Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,841.5	3,324.5	3,173.1	11.7%	-4.6%
Costo de Ventas	2,279.8	2,535.5	2,255.5	-1.1%	-11.0%
Utilidad Bruta	561.7	789.0	917.6	63.3%	16.3%
Gastos Generales	202.8	216.1	312.2	54.0%	44.5%
Utilidad de Operación	173.8	413.1	306.9	76.6%	-25.7%
Margen Operativo	6.1%	12.4%	9.7%	3.6pp	(2.8pp)
Depreciación Operativa	168.1	143.6	287.6	71.1%	100.2%
EBITDA	355.0	564.8	465.0	31.0%	-17.7%
Margen EBITDA	12.5%	17.0%	14.7%	2.2pp	(2.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(49.8)	(78.0)	(88.1)	77.0%	12.9%
Intereses Pagados	59.8	73.8	83.8	40.3%	13.6%
Intereses Ganados	3.5	1.4	1.4	-58.8%	0.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	6.5	(5.6)	(5.7)	N.A.	0.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios				N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	4.8	5.4	11.1	133.3%	106.3%
Utilidad antes de Impuestos	128.8	340.5	229.9	78.6%	-32.5%
Provisión para Impuestos	(19.8)	55.8	138.9	N.A.	148.8%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	148.6	284.7	91.0	-38.7%	-68.0%
Participación Minoritaria	(6.4)	(17.4)	(17.9)	179.6%	2.8%
Utilidad Neta Mayoritaria	155.0	302.0	108.9	-29.7%	-63.9%
Margen Neto	5.5%	9.1%	3.4%	(2.0pp)	(5.7pp)
UPA	0.484	0.943	0.340	-29.7%	-63.9%

Estado de Posición Financiera (Millones)					
Activo Circulante	3,344.1	3,783.3	3,704.4	10.8%	-2.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	845.2	848.9	1,223.0	44.7%	44.1%
Activos No Circulantes	7,373.2	8,112.1	8,168.5	10.8%	0.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,233.8	6,694.7	6,926.9	11.1%	3.5%
Activos Intangibles (Neto)	467.2	560.8	566.0	21.2%	0.9%
Activo Total	10,717.4	11,895.4	11,872.9	10.8%	-0.2%
Pasivo Circulante	3,842.0	4,381.9	4,424.4	15.2%	1.0%
Deuda de Corto Plazo	1,031.9	1,320.0	1,143.9	10.9%	-13.3%
Proveedores	1,935.7	2,155.3	2,238.3	15.6%	3.9%
Pasivo a Largo Plazo	3,641.2	3,561.1	3,484.9	-4.3%	-2.1%
Deuda de Largo Plazo	2,011.1	1,782.5	1,644.1	-18.2%	-7.8%
Pasivo Total	7,483.2	7,942.9	7,909.3	5.7%	-0.4%
Capital Contable	3,234.2	3,952.5	3,963.6	22.6%	0.3%
Participación Minoritaria	(6.4)	(17.4)	(17.9)	179.6%	2.8%
Capital Contable Mayoritario	2,967.3	3,772.1	3,798.2	28.0%	0.7%
Pasivo y Capital	10,717.4	11,895.4	11,872.9	10.8%	-0.2%
Deuda Neta	2,197.9	2,253.6	1,565.0	-28.8%	-30.6%

Estado de Flujo de Efectivo					
Flujo del resultado antes de Impuestos	346.4	562.7	455.8		
Flujos generado en la Operación	(154.9)	35.0	257.7		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(132.2)	(128.4)	(112.9)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	27.3	(663.9)	(361.8)		
Incremento (disminución) efectivo	86.6	(194.6)	238.8		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SORIANA B (Compra, PO 2016 P\$50.00)
Supera expectativas...¡viene Comerci!

Marisol Huerta Mondragón
 23 de febrero de 2016

Reporte con dinamismo. Soriana reportó resultados positivos y mejor a nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo. Durante el 4T15 los ingresos crecieron 7.3% al sumar P\$30,834m, impulsados por el avance de 6.2% en VMT (7.2%e y 8.7% de Walmex). Durante el 4T15 el margen bruto presentó una contracción de 10pb a 21.9% desde 22%, lo anterior como reflejo de la fuerte actividad comercial que se realiza en el último trimestre del año y la estrategia de precios bajos. Por su parte, los gastos presentaron una baja de 80pbs como porcentaje de las ventas, mostrando un mayor control en este rubro. Destaca principalmente el ahorro en gasto energético. Así el EBITDA creció 17.2% al sumar P\$2,513m, una expansión en el margen de 70pbs a 8.1%. Por su parte, mayores impuestos, resultaron en un avance de 0.6% a nivel neto.

Reiteramos nuestro PO2016 en P\$50.00 con una recomendación de COMPRA. A ese precio el múltiplo FV/EBITDA 2016E es de 10.3x, por arriba del múltiplo actual de 8.8x y en línea con el promedio U3años y que se justifica con la integración de las tiendas de Comerci, que impulsará un crecimiento en ingresos de 32.1% y de 51.0% en el EBITDA.

Integración de Comerci, ha iniciado de forma satisfactoria. En conferencia con analistas, los directivos señalaron que el inicio de integración de las tiendas ha tenido un buen desempeño en el primer mes en ventas. Agregaron que se mantienen positivos respecto al dinamismo de la economía para 2016. La recepción de remesas y ubicación en el Norte del país, les ha generado resultados positivos en ventas. Los directivos ya se encuentran reforzando su relación con proveedores y preparando la estrategia de ventas de “Julio Regalado”, evento que ahora tendrá una mayor presencia a lo largo del país, por la cobertura que tiene Soriana.

SORIANA – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	28,731	30,834	7.3%	31,379	-1.7%
Utilidad de Operación	1,619	1,970	21.6%	1,581	24.6%
Ebitda	2,144	2,513	17.2%	2,208	13.8%
Utilidad Neta	1,297	1,305	0.6%	1,217	7.2%
Márgenes					
Margen Operativo	5.6%	6.4%	0.8pp	5.0%	1.4pp
Margen Ebitda	7.5%	8.1%	0.7pp	7.0%	1.1pp
UPA	\$0.720	\$0.725	0.6%	\$0.676	-6.7pp

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	28,730.6	26,672.6	30,834.5	7.3%	15.6%
Costo de Ventas	22,410.3	21,170.5	24,068.5	7.4%	13.7%
Utilidad Bruta	6,320.3	5,502.2	6,766.0	7.1%	23.0%
Gastos Generales	4,728.1	4,527.7	4,809.4	1.7%	6.2%
Utilidad de Operación	1,619.5	965.5	1,969.7	21.6%	104.0%
Margen Operativo	5.6%	3.6%	6.4%	0.8pp	2.8pp
Depreciación Operativa	524.9	541.2	543.1	3.5%	0.3%
EBITDA	2,144.4	1,506.6	2,512.8	17.2%	66.8%
Margen EBITDA	7.5%	5.6%	8.1%	0.7pp	2.5pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(291.8)	(185.6)	(83.8)	-71.3%	-54.8%
Intereses Pagados	19.8	53.0	89.7	354.0%	69.3%
Intereses Ganados	35.0	35.4	67.4	92.8%	90.3%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(54.2)			N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(252.9)	(168.1)	(61.5)	-75.7%	-63.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	24.4	474.0	11.3	-53.8%	-97.6%
Utilidad antes de Impuestos	1,352.1	1,253.8	1,897.1	40.3%	51.3%
Provisión para Impuestos	55.2	384.1	592.6	>500%	54.3%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,296.8	869.7	1,304.5	0.6%	50.0%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	1,296.8	869.7	1,304.5	0.6%	50.0%
Margen Neto	4.5%	3.3%	4.2%	(0.3pp)	1.0pp
UPA	0.720	0.483	0.725	0.6%	50.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	24,578.6	23,242.3	46,085.1	87.5%	98.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,672.8	785.8	22,675.1	>500%	>500%
Activos No Circulantes	56,141.3	55,621.7	55,759.6	-0.7%	0.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	44,648.4	44,115.9	44,199.1	-1.0%	0.2%
Activos Intangibles (Neto)	10,543.7	10,516.4	10,557.6	0.1%	0.4%
Activo Total	80,719.8	78,864.0	101,844.7	26.2%	29.1%
Pasivo Circulante	22,292.4	17,802.3	22,556.1	1.2%	26.7%
Deuda de Corto Plazo		0.0	387.7	N.A.	>500%
Proveedores	19,807.3	15,945.1	19,806.8	0.0%	24.2%
Pasivo a Largo Plazo	12,026.9	12,237.7	29,160.0	142.5%	138.3%
Deuda de Largo Plazo		0.0	17,111.3	N.A.	>500%
Pasivo Total	34,319.4	30,040.0	51,716.1	50.7%	72.2%
Capital Contable	46,400.5	48,824.0	50,128.6	8.0%	2.7%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	46,400.5	48,824.0	50,128.6	8.0%	2.7%
Pasivo y Capital	80,719.8	78,864.0	101,844.7	26.2%	29.1%
Deuda Neta	(724.5)	(785.8)	(20,726.7)	>500%	>500%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	2,076.3	1,375.3	2,512.5
Flujos generado en la Operación	4,326.6	(1,373.9)	3,306.1
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(1,334.6)	(145.2)	(578.9)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(3,574.4)	(53.4)	16,649.5
Incremento (disminución) efectivo	1,493.8	(197.2)	21,889.3

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

SPORT S (Mantener, PO 2016 \$22.40) Pagando el costo de la expansión

Valentín Mendoza Balderas
25 de febrero de 2016

Mayores gastos operativos relacionados con la expansión afectan la rentabilidad. El reporte de SW fue por debajo de nuestras expectativas a nivel operativo. La rentabilidad de la compañía se deterioró como resultado de un crecimiento en los gastos para la operación de los clubes con menos de doce meses de operación. Las ventas crecieron interanualmente 13.1% a P\$323m, en tanto que el EBITDA creció tan sólo 3.4% A/A alcanzando P\$65m. Lo anterior implica una contracción en el margen de 1.9pp. Por su parte, la utilidad neta cayó 35.5% a P\$9m vs P\$15m debido al deterioro en la rentabilidad.

Las estrategias para la retención de usuarios siguen funcionando. Durante el trimestre se logró disminuir la tasa de deserción en 1pp a 3.8%, en comparación con el mismo periodo del año anterior debido a las estrategias para la satisfacción de los usuarios.

Los clientes activos alcanzan nuevo máximo. La compañía cerró el 2015 alcanzando un nuevo récord de usuarios activos, al incorporarse 1,202 clientes a la base de usuarios activos para acumular así 67,259 miembros.

Dinamismo en el consumo sigue beneficiando a SW. La mejora en el consumo privado, así como las estrategias de venta de membresías impulsó los ingresos de SPORT 13.1% a P\$323m. Los ingresos por cuotas de mantenimiento y membresías crecieron 13.1% A/A y otros ingresos crecieron 8.7%.

Mayores gastos para la operación de clubes afectan la rentabilidad. Los gastos de operación de clubes crecieron 20.9% A/A debido al plan de expansión ejecutado por la compañía. Asimismo, los gastos corporativos crecieron 14.7% A/A. Así, el EBITDA creció marginalmente 3.4% A/A a P\$65m, causando una contracción en el margen de 1.9pp.

Bajamos nuestra recomendación a MANTENER y reiteramos nuestro PO2016 de P\$22.40 debido al potencial de apreciación.

SPORT – Resultados 4T15

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	286	323	13.1%	330	-2.1%
Utilidad de Operación	31	22	-29.4%	30	-28.7%
Ebitda	63	65	3.4%	70	-7.2%
Utilidad Neta	14	9	-35.5%	15	-38.5%
Márgenes					
Margen Operativo	10.7%	6.7%	-4.0pp	9.2%	-2.5pp
Margen Ebitda	21.9%	20.0%	-1.9pp	21.1%	-1.1pp
UPA	\$0.176	\$0.114	-35.5%	\$0.185	-38.5%

Fuente: Banorte Ixe

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	285.6	312.1	323.0	13.1%	3.5%
Costo de Ventas				N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	285.6	312.1	323.0	13.1%	3.5%
Gastos Generales	255.0	294.1	301.4	18.2%	2.5%
Utilidad de Operación	30.6	18.0	21.6	-29.4%	19.8%
Margen Operativo	10.7%	5.8%	6.7%	(4.0pp)	0.9pp
Depreciación Operativa	31.9	42.2	43.1	34.8%	1.9%
EBITDA	62.5	60.3	64.6	3.4%	7.3%
Margen EBITDA	21.9%	19.3%	20.0%	(1.9pp)	0.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(10.0)	(9.6)	(8.2)	-17.7%	-14.0%
Intereses Pagados	7.8	8.9	8.3	5.6%	-7.0%
Intereses Ganados	0.4	0.4	0.3	-23.9%	-21.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(1.7)		0.4	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(0.9)	(1.1)	(0.7)	-18.5%	-33.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	20.6	8.4	13.4	-35.1%	58.2%
Provisión para Impuestos	6.1	2.1	4.0	-34.0%	88.1%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	14.5	6.3	9.3	-35.5%	48.1%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	14.5	6.3	9.3	-35.5%	48.1%
Margen Neto	5.1%	2.0%	2.9%	(2.2pp)	0.9pp
UPA	0.176	0.077	0.114	-35.5%	48.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	167.8	171.3	246.7	47.0%	44.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	120.3	61.2	158.2	31.5%	158.3%
Activos No Circulantes	1,234.9	1,334.3	1,378.0	11.6%	3.3%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,032.0	1,140.2	1,164.3	12.8%	2.1%
Activos Intangibles (Neto)	66.0	62.7	62.1	-6.0%	-1.1%
Activo Total	1,402.7	1,505.6	1,624.7	15.8%	7.9%
Pasivo Circulante	296.0	289.0	399.0	34.8%	38.1%
Deuda de Corto Plazo	61.7	88.5	101.8	65.1%	15.0%
Proveedores	57.0	99.7	104.0	82.4%	4.3%
Pasivo a Largo Plazo	244.9	367.0	367.2	50.0%	0.1%
Deuda de Largo Plazo	232.0	353.1	353.3	52.3%	0.1%
Pasivo Total	540.9	656.0	766.2	41.7%	16.8%
Capital Contable	861.8	849.6	858.5	-0.4%	1.0%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	861.8	849.6	858.5	-0.4%	1.0%
Pasivo y Capital	1,402.7	1,505.6	1,624.7	15.8%	7.9%
Deuda Neta	173.4	380.4	297.0	71.3%	-21.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	52.5	50.7	56.4		
Flujos generado en la Operación	48.5	(48.8)	94.8		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(66.1)	(65.0)	(66.8)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	11.7	79.7	12.5		
Incremento (disminución) efectivo	46.7	16.6	96.9		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

**TLEVISA CPO (Mantener, PO 2016 \$106.00)
Publicidad sigue presionando los resultados**

Manuel Jiménez Zaldivar
25 de febrero de 2016

Márgenes presionados por menores ventas de publicidad. La compañía reportó un crecimiento anual de 3.9% en los ingresos consolidados, sin embargo, el EBITDA retrocedió 0.7% con lo que el margen de EBITDA se redujo 1.7pp para ubicarse en 37.6%. Estas cifras fueron ligeramente inferiores a nuestros estimados. La causa principal de la erosión en la rentabilidad fue una caída de 11% en los ingresos por publicidad con lo que el EBITDA del segmento de Contenidos también cayó 11.3% A/A. Además del desempeño operativo, mayores gastos financieros e impuestos provocaron una caída anual de 37.3% en la utilidad neta.

Sigue la debilidad en el segmento de Contenidos por una caída en la venta de publicidad. Desde el 2T15, Televisa busca generar un mayor valor por lo que elevó el precio de su inventario de publicidad en TV Abierta. Los anunciantes en franca resistencia han destinado un menor gasto publicitario hacia este medio. En el trimestre, la empresa reportó una caída de 3.3% A/A en los ingresos del segmento de Contenidos.

Los ingresos de Sky y de Telecomunicaciones siguen con crecimientos de doble dígito. Estos dos segmentos mostraron un buen dinamismo en sus ventas y continúan aumentando su proporción sobre los ingresos del grupo. En este periodo, los ingresos combinados de estos dos negocios contribuyeron con el 49.1% de las ventas totales vs el 44% en el 4T14.

Presión en los márgenes podría ser la fuente de preocupación de los inversionistas. Televisa reportó un EBITDA de P\$9,387m (-0.7% A/A y -4.3% inferior a nuestro estimado). La empresa registró una presión en los márgenes de todos los negocios. El margen de EBITDA consolidado se ubicó en 37.6% vs nuestro estimado de 38.7% y 39.3% del 4T14.

Revisamos a la baja la rentabilidad esperada para 2016, por lo que recortamos PO2016 a P\$106.00 y la recomendación a Mantener.

TLEVISA – Resultados 4T15
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	24,020	24,951	3.9%	25,336	-1.5%
Utilidad de Operación	5,547	5,102	-8.0%	5,642	-9.6%
Ebitda	9,450	9,387	-0.7%	9,805	-4.3%
Utilidad Neta	2,504	1,571	-37.3%	2,548	-38.3%
Márgenes					
Margen Operativo	23.1%	20.4%	-2.6pp	22.3%	-1.8pp
Margen Ebitda	39.3%	37.6%	-1.7pp	38.7%	-1.1pp
UPA	\$0.867	\$0.543	-37.3%	\$0.881	-38.3%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	24,020.2	22,255.6	24,951.1	3.9%	12.1%
Costo de Ventas	12,663.1	11,583.8	13,329.8	5.3%	15.1%
Utilidad Bruta	11,357.1	10,671.8	11,621.3	2.3%	8.9%
Gastos Generales	5,288.6	5,366.3	6,155.6	16.4%	14.7%
Utilidad de Operación	5,546.7	4,611.7	5,102.3	-8.0%	10.6%
Margen Operativo	23.1%	20.7%	20.4%	(2.6pp)	(0.3pp)
Depreciación Operativa	3,381.8	3,783.9	3,921.1	15.9%	3.6%
EBITDA	9,450.4	9,089.4	9,386.8	-0.7%	3.3%
Margen EBITDA	39.3%	40.8%	37.6%	(1.7pp)	(3.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,536.7)	5,445.9	(1,947.0)	26.7%	-135.8%
Intereses Pagados	1,494.6	1,557.4	1,673.9	12.0%	7.5%
Intereses Ganados	435.7	130.4	261.6	-40.0%	100.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	547.3	7,289.6	(76.3)	-113.9%	-101.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(1,025.2)	(416.8)	(458.4)	-55.3%	10.0%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(34.4)	(19.1)	303.6	-983.5%	-1691.6%
Utilidad antes de Impuestos	3,975.6	10,038.5	3,458.9	-13.0%	-65.5%
Provisión para Impuestos	1,314.0	3,252.9	1,471.8	12.0%	-54.8%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	2,661.6	6,785.6	1,987.2	-25.3%	-70.7%
Participación Minoritaria	157.4	239.8	416.0	164.3%	73.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,504.3	6,545.8	1,571.2	-37.3%	-76.0%
Margen Neto	10.4%	29.4%	6.3%	(4.1pp)	(23.1pp)
UPA	0.867	2.263	0.543	-37.3%	-76.0%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	79,802.2	64,217.8	89,938.1	12.7%	40.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	34,517.9	34,920.9	54,727.6	58.5%	56.7%
Activos No Circulantes	155,749.8	182,480.0	191,535.7	23.0%	5.0%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	62,009.5	70,505.8	76,089.3	22.7%	7.9%
Activos Intangibles (Neto)	28,778.4	38,311.2	38,106.3	32.4%	-0.5%
Activo Total	235,551.9	246,697.7	281,473.8	19.5%	14.1%
Pasivo Circulante	44,370.1	40,671.2	48,978.1	10.4%	20.4%
Deuda de Corto Plazo	839.3	3,482.3	3,491.4	316.0%	0.3%
Proveedores	17,142.0	17,464.1	17,361.5	1.3%	-0.6%
Pasivo a Largo Plazo	103,266.7	111,074.4	132,973.9	28.8%	19.7%
Deuda de Largo Plazo	85,467.9	91,167.0	112,724.3	31.9%	23.6%
Pasivo Total	147,636.9	151,745.6	181,952.0	23.2%	19.9%
Capital Contable	87,915.1	94,952.1	99,521.8	13.2%	4.8%
Participación Minoritaria	157.4	239.8	416.0	164.3%	73.4%
Capital Contable Mayoritario	76,805.0	83,215.3	87,382.9	13.8%	5.0%
Pasivo y Capital	235,551.9	246,697.7	281,473.8	19.5%	14.1%
Deuda Neta	51,789.3	59,728.4	61,488.2	18.7%	2.9%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	10,749.7	10,615.5	10,830.0
Flujos generado en la Operación	1,533.2	(4,797.2)	(9,775.7)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(7,044.6)	(7,118.0)	3,073.9
Flujo neto de actividades de financiamiento	(2,269.4)	957.7	15,346.5
Incremento (disminución) efectivo	2,968.9	(341.9)	19,474.7

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

WALMEX V (Mantener, PO 2016 \$48.00)
Reporte por debajo de lo esperado a nivel operativo

Marisol Huerta Mondragón
 16 de febrero de 2016

Resultados, por debajo de lo esperado.

Durante el 4T15 Wal-Mart reportó resultados menores a nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo y neto. Los ingresos sumaron P\$145,914m un incremento de 12.7%, no obstante el EBITDA sumó P\$13,978m, una contracción de 6.1%, por la afectación de diversos cargos no recurrentes, sumado a la estrategia agresiva en precios bajos, aumentos en publicidad y bonos a empleados. Derivado de lo anterior el margen bruto retrocedió 90pb y el margen EBITDA 190pbs. La utilidad neta cayó 18.4%.

Anuncia Dividendos. Walmex informó que en asamblea de accionistas se propondrá el pago de un dividendo ordinario de P\$0.56 y un dividendo extraordinario de P\$1.12, para un total de P\$1.68, un rendimiento de 3.7% a pagarse en cuatro exhibiciones

Bajamos PO2016 a P\$48.00 desde P\$50.00 y recomendación a MANTENER. Al incorporar en nuestro modelo los resultados del 4T15 y revisar nuestras expectativas. A ese precio el múltiplo FV/EBITDA 2016E se ubica en 15.2x, en línea con el promedio de los últimos doce meses.

Se mantiene atractiva. Consideramos que Walmex es una de las empresas más atractivas del sector con base en el desempeño en ventas que ha mostrado. Aún con los datos recientes se mantiene con una mejor rentabilidad respecto de sus similares en el sector comercial en México (9.2% vs 8.0%e), así como su sana estructura financiera (sin deuda) y pago de dividendos.

Walmex Day. La empresa llevará a cabo un encuentro con analistas el próximo 10 de marzo, en el que dará a conocer las inversiones para 2016. Nuestro estimado es un ligero incremento respecto a 2015, cuyo cierre fue de P\$12,500m. Estaremos pendientes de lo que anuncie la compañía en materia de estrategia y crecimiento en el piso de ventas para validar nuestro nuevo PO2016.

WALMEX – Resultados 4T15
 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T14	4T15	Var %	4T15e	Var % vs Estim.
Ventas	129,440	145,914	12.7%	144,981	0.6%
Utilidad de Operación	13,691	11,423	-16.6%	13,268	-13.9%
Ebitda	14,889	13,978	-6.1%	16,425	-14.9%
Utilidad Neta	10,388	8,472	-18.4%	10,087	-16.0%
Márgenes					
Margen Operativo	10.6%	7.8%	-2.7pp	9.2%	-1.3pp
Margen Ebitda	11.5%	9.6%	-1.9pp	11.3%	-1.7pp
UPA	\$0.593	\$0.485	-18.2%	\$0.578	-16.1%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2014	2015	2015	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	129,439.8	117,332.7	145,914.0	12.7%	24.4%
Costo de Ventas	99,619.5	91,285.6	113,619.0	14.1%	24.5%
Utilidad Bruta	29,820.4	26,047.1	32,295.1	8.3%	24.0%
Gastos Generales	17,127.8	17,729.1	20,428.0	19.3%	15.2%
Utilidad de Operación	13,691.3	8,384.7	11,422.6	-16.6%	36.2%
Margen Operativo	10.6%	7.1%	7.8%	(2.7pp)	0.7pp
Depreciación Operativa	2,338.9	2,521.1	2,555.8	9.3%	1.4%
EBITDA	14,889.0	10,905.9	13,978.4	-6.1%	28.2%
Margen EBITDA	11.5%	9.3%	9.6%	(1.9pp)	0.3pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(8.6)	30.6	(24.5)	184.6%	N.A.
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	110.2	109.4	84.8	-23.0%	-22.5%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(137.0)	(148.0)	(106.6)	-22.2%	-28.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	18.2	69.2	(2.7)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	13,682.7	8,415.3	11,398.1	-16.7%	35.4%
Provisión para Impuestos	3,382.1	2,485.1	2,934.3	-13.2%	18.1%
Operaciones Discontinuas	95.3	(9.4)	9.4		
Utilidad Neta Consolidada	10,395.8	5,920.8	8,473.2	-18.5%	43.1%
Participación Minoritaria	8.3	0.9	1.1	-86.2%	33.4%
Utilidad Neta Mayoritaria	10,387.6	5,920.0	8,472.0	-18.4%	43.1%
Margen Neto	8.0%	5.0%	5.8%	(2.2pp)	0.8pp
UPA	0.593	0.339	0.485	-18.2%	43.1%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	90,452.2	73,799.3	84,848.7	-6.2%	15.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	28,047.8	15,455.9	24,790.8	-11.6%	60.4%
Activos No Circulantes	158,261.9	163,048.6	168,801.4	6.7%	3.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	125,996.1	128,834.4	130,222.4	3.4%	1.1%
Activos Intangibles (Neto)	29,115.0	33,718.2	34,456.2	18.3%	2.2%
Activo Total	248,714.1	236,848.0	253,650.1	2.0%	7.1%
Pasivo Circulante	75,528.1	74,473.2	77,309.4	2.4%	3.8%
Deuda de Corto Plazo	692.0	604.3	556.5	-19.6%	-7.9%
Proveedores	52,710.2	49,271.4	56,395.5	7.0%	14.5%
Pasivo a Largo Plazo	22,940.2	20,296.3	24,520.1	6.9%	20.8%
Deuda de Largo Plazo	13,261.7	13,214.0	12,950.1	-2.4%	-2.0%
Pasivo Total	98,468.3	94,769.5	101,829.5	3.4%	7.4%
Capital Contable	150,245.8	142,078.5	151,820.7	1.0%	6.9%
Participación Minoritaria	8.3	0.9	1.1	-86.2%	33.4%
Capital Contable Mayoritario	150,222.6	142,053.8	151,794.8	1.0%	6.9%
Pasivo y Capital	248,714.1	236,848.0	253,650.1	2.0%	7.1%
Deuda Neta	(14,786.1)	(2,241.9)	(11,840.8)	-19.9%	428.2%

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	15,385.0	11,332.7	14,760.8		
Flujos generado en la Operación	4,682.9	(2,418.7)	6,073.6		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(6,155.8)	(3,136.7)	(3,869.3)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	(6,681.4)	(9,249.1)	(8,504.7)		
Incremento (disminución) efectivo	7,230.7	(3,471.9)	8,460.4		

Fuente: Banorte-Ixe, BMV

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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.

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
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

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

Análisis Deuda Corporativa

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

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454