

RESULTADOS 2T13

Trimestre débil, pero sin sorprender

Especial

31 de julio 2013

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

Equipo de Análisis Bursátil
 analisisyestrategia@ixe.com.mx

- El 2T13 marca un tercer trimestre consecutivo con resultados trimestrales de caídas en el frente operativo, aunque con el antecedente de inicio de año, en esta ocasión no ha resultado sorpresivo.
- La dinámica económica y el periodo de transición gubernamental aún son los principales elementos de peso en los resultados corporativos.
- Temas particulares son la debilidad en consumo y la caída en precios de *commodities*, en tanto que en el lado positivo la recuperación de márgenes en el sector alimentos llama la atención.

Sin sorprender, los grandes temas que dominaron la debilidad de inicio de año se han extendido al 2T13 y han producido un balance débil en los resultados de las empresas listadas en BMV, aunque en términos generales podemos decir que se han ajustado a las expectativas. Una muestra de 26 empresas bajo cobertura —recordemos que desde junio 6 no publicamos estimaciones ni recomendación sobre el sector vivienda— han producido una reducción de 0.2% A/A en las ventas, una caída de 3.0% en EBITDA y un desplome de 14.6% en la utilidad neta. No obstante, una gran mayoría, el 92% a nivel ingresos y el 46% a nivel EBITDA, resultaron en línea con lo esperado. En contraste, la mitad de estas empresas quedaron por debajo de lo esperado a nivel de la utilidad neta, siendo que la volatilidad del tipo de cambio jugó un papel más importante que lo estimado en el costo financiero (pérdidas cambiarias, más que intereses de deuda en moneda extranjera) y por ende, en la utilidad neta. El peso tuvo una depreciación de 4.9% durante el trimestre.

Menor dinamismo económico y transición gubernamental. Los indicadores macroeconómicos de Estados Unidos y México han continuado mostrándonos una incipiente recuperación que dista mucho de ser un proceso heterogéneo, pero más importante, de ofrecer consistencia. Adicionalmente, en México el proceso de transición gubernamental ha visto extendido su periodo de baja en gasto hacia buena parte del segundo trimestre, lo cual se traduce en un menor dinamismo del consumo, evidente en el sector comercial y el de bebidas.

Pocas, pero interesantes novedades. Un tema que llama particularmente la atención ha sido la recuperación generalizada en los márgenes de emisoras del sector alimentos, ya que más que por avances de precios, viene por contención de costos. Por otra parte, aunque no es sorpresivo, el avance en empresas del sector construcción e infraestructura, de forma secuencial (T/T) abre la puerta hacia una mejor expectativa en el segundo semestre, lo cual es un tema que ha sido comentado por la gran mayoría de empresas en sus conferencias telefónicas, corroborando las estimaciones que a nivel macro son consenso de mercado hoy día.

Contexto

Calificamos como **DÉBILES** los resultados trimestrales de una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). A nivel de las ventas, de un grupo de 26 emisoras que se estimó para el 2T13, el 92% reportó “en línea” con lo previsto y 4% “peor” a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) el 46% estuvo en línea con lo estimado y un 38% superó las expectativas. Por último, en la utilidad neta el 50% reportó “peor” a lo previsto y un 31% fue “mejor”. A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos cinco trimestres.

2T13 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 2T13

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	26	100%	26	100%	26	100%
En Línea	24	92%	12	46%	5	19%
Mejor	1	4%	10	38%	8	31%
Peor	1	4%	4	15%	13	50%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T13 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 1T13

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	30	100%	30	100%	30	100%
En Línea	1	3%	2	7%	6	20%
Mejor	20	67%	13	43%	5	17%
Peor	9	30%	15	50%	19	60%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T13 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 4T12

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	29	100%	29	100%	29	100%
En Línea	2	7%	4	14%	10	34%
Mejor	17	59%	16	55%	5	17%
Peor	10	34%	9	31%	14	48%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T13 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 3T12

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	44	100%	44	100%	44	100%
En Línea	25	58%	22	50%	6	14%
Mejor	6	14%	5	11%	16	36%
Peor	13	29%	17	39%	22	50%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T13 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 2T12

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	43	100%	43	100%	43	%
En Línea	31	72%	16	37%	11	26%
Mejor	2	5%	6	14%	9	21%
Peor	10	23%	21	49%	23	53%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Resultados

En la siguiente tabla incluimos los resultados de las empresas que tenemos con cobertura. En resumen las emisoras industriales, comerciales y de servicios registraron caídas anuales de: 0.2% en ingresos, 3.0% en Ebitda y 14.6% en la utilidad neta. Estos resultados han tenido un efecto de encarecimiento en el múltiplo FV/Ebitda, si bien marginal.

Resultados Trimestrales al 2T13

(Cifras en millones de pesos)

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13
Ac	14,786	15,600	15,825	3,189	3,316	3,588	2,434	2,530	2,903	1,491	1,695	1,878
Alfa	51,568	54,820	50,877	6,501	6,467	6,318	4,562	4,520	2,317	1,512	2,318	49
Alpek	25,729	25,039	22,616	2,707	2,248	1,524	2,116	1,727	-999	1,226	1,276	-928
Alsea	3,427	3,793	3,821	431	476	505	230	228	275	133	110	147
Amx	191,739	189,766	194,800	66,426	61,910	65,042	40,078	36,750	40,558	13,157	12,678	14,193
Asur	1,276	1,299	1,283	740	828	805	640	725	701	463	518	655
Axtel	2,688	2,455	2,380	703	646	701	-63	-160	-120	-978	-562	-449
Azteca	2,994	2,837	2,820	966	873	847	732	653	553	40	220	-85
Bimbo	43,318	43,890	43,455	3,355	3,740	4,288	2,075	2,307	2,497	883	880	922
Cemex	52,476	49,730	50,631	9,543	9,177	9,232	4,791	5,440	4,367	-2,541	847	-1,926
Cultiba	8,782	9,382	9,201	780	862	978	213	260	395	5	210	215
Femsa	59,586	62,335	62,047	8,878	9,469	9,488	6,686	7,192	7,294	3,897	4,021	3,565
Gap	1,223	1,298	1,266	726	802	775	527	584	556	351	431	348
Gigante	4,414	4,628	4,501	548	567	564	436	473	480	133	204	297
Gmexico*	34,043	29,715	28,926	17,276	13,474	11,651	14,750	11,276	9,530	8,364	6,310	3,776
Herdez	2,665	2,952	2,944	433	527	479	386	489	428	196	221	195
Ica	9,460	9,584	8,208	1,480	1,536	2,234	821	996	1,919	170	162	-501
Kof	36,295	36,663	36,260	6,309	6,551	6,675	4,714	4,834	5,142	2,713	2,790	2,807
Lab	2,074	2,482	2,532	456	602	535	439	572	518	268	331	317
Maxcom	517	562	636	170	172	187	-25	30	-34	-239	-123	-226
Mega	2,191	2,370	2,444	919	998	1,062	592	632	705	443	484	519
Mexchem	17,634	16,932	16,968	3,953	3,405	3,254	2,914	2,263	2,215	1,543	1,067	800
Pinfra	1,105	1,323	1,332	742	881	890	661	792	805	420	559	503
Soriana	25,472	25,526	25,577	1,791	1,751	1,708	1,276	1,251	1,183	748	869	736
Tlevisa	16,984	17,410	18,065	6,842	6,862	7,456	4,668	4,398	4,955	1,396	1,617	1,826
Walmex	98,506	99,295	100,433	9,060	9,080	9,425	6,975	6,951	7,188	4,936	4,986	5,147
Total	710,953	711,685	709,849	154,924	147,220	150,210	103,628	97,713	96,331	40,729	44,120	34,780
Cemex (US\$)	3,861	3,934	4,006	702	726	730	353	430	346	-187	67	-152
Gmexico (US\$)	2,548	2,298	2,237	1,293	1,042	901	1,104	872	737	626	488	292

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13	2T12	2T13e	2T13
Comparc	2,346	2,997	3,069	2,175	2,790	2,865	654	764	867	408	499	491
Creal	492	606	630	335	434	456	121	211	210	125	209	233

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

Parámetros de Calificación

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

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

	V% Ventas		V% Ebitda		V% U. Neta	
	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.
Ac	7.0%	1.4%	12.5%	8.2%	26.0%	10.8%
Alfa	-1.3%	-7.2%	-2.8%	-2.3%	-96.7%	-97.9%
Alpek	-12.1%	-9.7%	-43.7%	-32.2%	-175.7%	-172.7%
Alsea	11.5%	0.7%	17.2%	6.1%	10.5%	33.6%
Amx	1.6%	2.7%	-2.1%	5.1%	7.9%	11.9%
Asur	0.6%	-1.2%	8.7%	-2.8%	41.3%	26.3%
Axtel	-11.5%	-3.1%	-0.3%	8.6%	-54.1%	-20.1%
Azteca	-5.8%	-0.6%	-12.3%	-3.0%	-312.5%	-138.7%
Bimbo	0.3%	-1.0%	27.8%	14.7%	4.4%	4.8%
Cemex	-3.5%	1.8%	-3.3%	0.6%	-24.2%	-327.2%
Cultiba	4.8%	-1.9%	25.4%	13.5%	4200.0%	2.4%
Femsa	4.1%	-0.5%	6.9%	0.2%	-8.5%	-11.3%
Gap	3.5%	-2.5%	6.7%	-3.3%	-0.7%	-19.2%
Gigante	2.0%	-2.7%	2.9%	-0.5%	123.3%	45.6%
Gmexico*	-15.0%	-2.7%	-32.6%	-13.5%	-54.9%	-40.2%
Herdez	10.5%	-0.3%	10.6%	-9.1%	-0.5%	-11.8%
Ica	-13.2%	-14.3%	50.9%	45.4%	-394.4%	-409.6%
Kof	-0.1%	-1.1%	5.8%	1.9%	3.5%	0.6%
Lab	22.1%	2.0%	17.3%	-11.1%	18.3%	-4.2%
Maxcom	23.0%	13.2%	10.0%	8.5%	-5.4%	84.3%
Mega	11.5%	3.1%	15.6%	6.4%	17.2%	7.2%
Mexchem	-3.8%	0.2%	-17.7%	-4.4%	-48.2%	-25.0%
Pinfra	20.6%	0.7%	19.9%	1.0%	19.8%	-10.0%
Soriana	0.4%	0.2%	-4.6%	-2.5%	-1.6%	-15.3%
Tlevisa	6.4%	3.8%	9.0%	8.7%	30.8%	12.9%
Walmex	2.0%	1.1%	4.0%	3.8%	4.3%	3.2%
Total	-0.2%	-0.3%	-3.0%	2.0%	-14.6%	-21.2%

Cemex (US\$)	3.7%	1.8%	4.0%	0.6%	-18.5%	-327.2%
Gmexico (US\$)	-12.2%	-2.7%	-30.3%	-13.5%	-53.4%	-40.2%

Fuente: Banorte-Ixe, BMV.

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

	V% Ingresos		V% U. Operativa		V% U. Neta	
	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.	2T13 / 12 vs. Estim.
Comparc	30.8%	2.4%	32.6%	13.5%	20.3%	-1.6%
Creal	28.0%	4.0%	73.6%	-0.5%	86.4%	11.5%

Comentarios de Reportes

AEROPUERTOS / *José Itzamna Espitia Hernández*

Asur (ASUR B, Mantener, PO 2013 \$158.50)

El 22 de julio Asur reportó sus resultados al 2T13 con cifras marginalmente por debajo de nuestros estimados, con excepción de la utilidad neta que estuvo por arriba de las expectativas. La compañía tuvo incrementos en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 0.6%, 9.5%, 8.8% y 41.3% vs. 2T12, ubicándose en P\$1,283m, P\$701m, P\$805m y P\$655m, respectivamente.

En el 2T13, Asur fue el grupo aeroportuario con el mayor crecimiento en tráfico total de pasajeros, siendo de 10.0% (vs. 2T12); los pasajeros internacionales aumentaron 12.9% y los nacionales 6.4%. Los ingresos aeronáuticos crecieron 7.4% y los no aeronáuticos 9.1% (incremento de 8.4% en los ingresos comerciales). La suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 8.2%. A nivel consolidado, lo anterior fue compensado por la baja en los ingresos de servicios de construcción de 49.1%. Observamos que el ingreso por pasajero presentó una disminución de 1.6% vs. 2T12.

El margen operativo aumentó 440pb, colocándose en 54.7% y el margen Ebitda subió 469pb, ubicándose en 62.7%. Lo anterior se debe principalmente a una caída en el total de costos y gastos de 8.4% (ante los menores costos de servicios de construcción) en comparación con el aumento en los ingresos totales (+0.6%) en el 2T13. Excluyendo los costos de construcción, el aumento en costos fue de 6.1%. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 2T13 vs. 2T12, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, los resultados indican un aumento marginal en rentabilidad (58.6% el margen operativo y 67.2% el de Ebitda) vs. 2T12 (57.8% y 66.8%, respectivamente).

La utilidad neta del periodo tuvo un fuerte incremento de 41.3%, apoyado por el aumento en los resultados operativos del grupo y principalmente por una disminución en los impuestos a la utilidad que resultan 95.9% inferiores A/A. Adicionalmente, Asur reportó una utilidad de P\$27m en la participación en los resultados de inversiones en asociadas (Aerostar, tenedora del Aeropuerto de Puerto Rico), que más que compensaron el costo integral de financiamiento de P\$65m, en comparación con el beneficio registrado en el 2T12 (P\$33m).

En relación al aeropuerto Luis Muñoz Marín Aeropuerto Internacional de Puerto Rico (“SJU”), desde el inicio de operaciones del 28 de febrero al 30 de junio de 2013 registró un resultado neto de operación de P\$35m. En el 2T13, el tráfico total de pasajeros transportados en el aeropuerto SJU fue de 2,124 miles de pasajeros (en línea con nuestras estimaciones).

ASUR – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	1,276	1,283	0.6%	1,299	-1.2%
Utilidad de Operación	640	701	9.5%	725	-3.2%
Ebitda	740	805	8.7%	828	-2.8%
Utilidad Neta	463	655	41.3%	518	26.3%
Margen Operativo	50.2%	54.7%	4.44pp	55.8%	-1.16pp
Margen Ebitda	58.0%	62.7%	4.69pp	63.7%	-1.04pp
UPA	1.54	2.18	41.3%	1.73	26.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Gap (GAP B, Mantener, PO 2013 \$71.50)

El pasado 25 de julio, Gap reportó sus resultados al 2T13 con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta de 3.5%, 5.6%, 6.7% y -0.7%, ubicándose en P\$1,266m, P\$556m, P\$775m y P\$348m, respectivamente. Los resultados estuvieron ligeramente por debajo de nuestros estimados, con excepción de la utilidad neta que tuvo una caída mayor a lo esperado.

El número de pasajeros totales de Gap en el 2T13 tuvo un aumento de 6.3% (vs. 2T12), resultado de un incremento de 6.3% en los pasajeros nacionales y de 6.5% en los internacionales. Los ingresos derivados de la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un alza de 8.0%, con un aumento en los ingresos aeronáuticos de 5.0%, y un notable incremento en los no aeronáuticos de 18.0%. Los ingresos por adiciones a bienes concesionados tuvieron una caída de 26.2%, lo cual en el agregado dio como resultado una alza en los ingresos totales de 3.5%.

El margen de operación mostró un aumento de 0.9pp, colocándose en 43.9%, al igual que el margen Ebitda con un incremento de 1.9pp, ubicándose en 61.2%. Dichos márgenes se vieron beneficiados principalmente por el menor monto en el rubro de ingresos por adiciones a bienes concesionados. Sin embargo, comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados muestran una ligera disminución en rentabilidad: 48.5% el margen operativo y 67.5% el de Ebitda en el 2T13 vs. 49.6% y 68.3% en el 2T12; ubicándose ambos por debajo de nuestra expectativa de 49.8% y 68.4%, respectivamente. Lo anterior, fue resultado de un crecimiento en los ingresos de operación (sin incluir adiciones a bienes concesionados) de 8.0%, que fue menor al aumento en los gastos de operación (sin incluir adiciones a bienes concesionados) de 10.3%, debido a un mayor costo de servicio (+12.4%) por ciertos gastos de mantenimiento que se programaron del 1T13 al 2T13, representando un aumento en este rubro de 30.2% vs. 2T12.

La utilidad neta del 2T13 (P\$348m) tuvo un decremento de 0.7% vs. 2T12 principalmente por las variaciones presentadas en los ingresos y gastos de la compañía y una pérdida en el costo integral de financiamiento de P\$18m, en comparación con una ganancia de P\$29m en el 2T12; que más que contrarrestaron la baja en los impuestos a la utilidad de 7.2% vs. 2T12.

GAP – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	1,233	1,266	3.5%	1,298	-2.5%
Utilidad de Operación	527	556	5.6%	584	-4.7%
Ebitda	726	775	6.7%	802	-3.3%
Utilidad Neta	351	348	-0.7%	431	-19.2%
Margen Operativo	43.1%	43.9%	0.87pp	45.0%	-1.03pp
Margen Ebitda	59.3%	61.2%	1.87pp	61.8%	-0.55pp
UPA	0.63	0.62	-0.7%	0.77	-19.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

ALIMENTOS / Marisol Huerta Mondragón**Grupo Bimbo (BIMBO A, Mantener, PO 2013 P\$45.00)**

BIMBO reportó cifras del 2T13 positivas superando nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo. Si bien los ingresos fueron bajos (+0.3% a/a) afectado por cuestiones cambiarias, una mayor contracción en costos (relacionado con menores precios de insumos denominadas en dólares, ante la apreciación del peso frente al dólar, así como beneficios de las sinergias y eficiencias obtenidas en EU), sumado a un mayor control de gastos propiciaron un crecimiento de 27.8% a/a en EBITDA con una expansión en margen EBITDA de 220Pb. A nivel neto, esta vez no hubieron sorpresas respecto al efecto cambiario, o por cargos extraordinarios, por lo que el resultado final fue un avance de 4.0%, mejorando la expectativa del mercado. Los resultados motivaran un positivo desempeño de corto plazo en el mercado.

Estamos ajustando nuestro PO 2013 a P\$45.00 y reiteramos MANTENER. Derivado de los resultados observados y de la continuidad en la mejoría de las operaciones de EU, tanto por los beneficios de las sinergias así como por el avance que notamos en cuanto a mercado, así como una mejoría esperada para las operaciones de México, ante una expectativa de recuperación en el consumo para la segunda mitad del año estamos mejorando nuestro PO2013 a P\$45.00. A ese precio nuestro múltiplo estimado FV/EBITDA se ubica en 14.2x, en línea con el múltiplo que ha promediado la empresa en el último año.

Ingresos débiles, por cuestiones cambiarias y debilidad en México. Durante el 2T13, los ingresos consolidados crecieron 0.3%, en línea con nuestras expectativas y ligeramente menor a lo esperado por el mercado. México e Iberia fueron los mercados que registraron un mayor crecimiento de 2.9% y 3.3% respectivamente. En México el avance provino más de la parte de precios, el volumen se mantuvo débil, pero se observó un avance en categorías que se encontraban rezagadas como pan, galletas y pasteles. En el mercado europeo (Iberia) se notó un crecimiento favorable en ventas impulsado por mayores volúmenes, ante lanzamientos y estrategias positivas en el punto de venta. Por su parte en Estados Unidos, el resultado fue de una baja de 0.9% a/a, afectado por la conversión de la moneda, en términos de dólares se observó un desempeño favorable con un crecimiento en ingresos de 4.8% a/a, relacionado con el desempeño al alza que han tenido nuevas categorías, así como por el avance en participación de mercado que ha logrado la compañía en dicho país. En Latinoamérica los ingresos retrocedieron 0.3%. Algunos mercados como Chile y Peru y Venezuela, tuvieron un desempeño sobresaliente, pero el débil desempeño de Brasil o mercados clave afecto los volúmenes consolidados.

BIMBO – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	43,318	43,455	0.3%	43,890	-1.0%
Utilidad de Operación	2,075	2,497	20.3%	2,307	8.2%
Ebitda	3,355	4,288	27.8%	3,740	14.7%
Utilidad Neta	883	922	4.4%	880	4.8%
Margen Operativo	4.8%	5.7%	+1.0pp	5.3%	+0.5pp
Margen Ebitda	7.7%	9.9%	+2.1pp	8.5%	1.3pp
UPA	0.19	0.20	5.0%	0.15	31.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Herdez (HERDEZ *, Mantener, PO 2013 P\$46.00)

Recordemos que Herdez adoptó nuevas normas de clasificación con base a la norma NIIF 10, por lo que deberá consolidar las cifras de Herdez del Fuerte y sus subsidiarias en México al 100%. Bajo esta consideración y en nuestro caso analizando las cifras con base en cifras proforma a 2012 los resultados de Herdez presentan un crecimiento de 10.5% en ingresos, derivado del desempeño positivo en México de 15.5%, impulsado por avance en volúmenes y por la incorporación de Nutrisa. El desempeño en México compenso el retroceso de 7.5% que registraron las operaciones Internacionales afectadas por cuestiones cambiarias. A nivel de EBITDA se registró un crecimiento interanual de 10.5%, con estabilidad en márgenes. La utilidad neta se mantuvo sin variaciones.

Reiteramos nuestro PO 2013 de P\$46.00 y recomendación de MANTENER.

Consideramos que la compañía se encuentra en un escenario positivo respecto a la estabilidad en precios de los insumos denominados en dólares, lo que con la apreciación de la moneda le permitirá finalizar el año con avance en margen bruto que permitirá compensar los mayores gastos por reestructuración de procesos y de mercadotecnia. Adicionalmente, creemos que un mejor desempeño consolidado al incorporar Nutrisa ya se encuentran descontados en el mercado. Nuestro PO a P\$46.00 representa un múltiplo de 13x, en línea con el múltiplo conocido actual. Reiteramos MANTENER

Nutrisa impulsa resultados en México. Durante el 2T3 los ingresos crecieron 10.5% a/a, (11.1% bajo IFRS11) derivado de un crecimiento de 15.5% en las ventas nacionales que compenso la caída de las ventas de exportación. El buen avance en México en ingresos fue impulsado por la integración de Nutrisa que contribuyo con la mitad del crecimiento, así como por el desempeño en categorías como atún gelatinas, mayonesa, mermeladas y pure de tomate.

Crecen 3.3% ventas en Megamex. Las ventas de las operaciones de Megamex aumentaron debido al desempeño sobresaliente de las marcas Chichis, Herdez y Wholly. El desempeño muestra un sólido crecimiento en volúmenes más que en precio mismo que se vieron impactado por la apreciación del peso frente al dólar. Las operaciones internacionales registraron una baja de 75% a/a.

HERDEZ – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,665	2,944	10.5%	2,952	-0.3%
Utilidad de Operación	386	428	10.9%	489	-12.5%
Ebitda	433	479	10.6%	527	-9.1%
Utilidad Neta	196	195	-0.5%	221	-11.8%
Margen Operativo	14.5%	14.5%	+0.00pp	16.6%	-2.0 pp
Margen Ebitda	16.2%	16.3%	+0.10 pp	17.9%	1.6%
UPA	0.45	0.45	0.7%	0.51	-11.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

BEBIDAS / Marisol Huerta Mondragón
Femsa (FEMSA UBD, Compra, PO 2013 P\$155.40)

FEMSA reportó resultados débiles al 2T13, en línea con nuestras expectativas y las del consenso del mercado tanto a nivel de ingresos como en números operativos. Los ingresos del trimestre aumentaron 4.1% a/a. En ingresos el bajo crecimiento reportado por KOF en este rubro (de-0.1%) fue compensados con el desempeño en ingresos de la división comercio (OXXO) que avanzó 11.7%. El EBITDA del trimestre aumentó 7.0% se ubicó en P\$9,498m. El margen EBITDA registró un avance de 40pb, impulsado por el crecimiento en márgenes que registró KOF y que compenso los menores resultados de Oxxo en este rubro. La utilidad neta mayoritaria fue por Ps3,365m, un retroceso de 8.5%, por debajo de las expectativas del mercado.

Reiteramos nuestro PO 2013 de Ps155.40 y subimos a COMPRA. En línea con nuestra expectativa de un mejor escenario económico para la segunda mitad de 2003, que conllevará a un mejor desempeño en VMT para Oxxo, así como el optimismo que prevalece en KOF respecto al sostenimiento de crecimiento en márgenes operativos y un mayor dinamismo en ventas, reiteramos nuestro PO2013 en P\$155.4 al mismo tiempo que subimos nuestra recomendación a COMPRA dado el ajuste que presenta el precio de la acción, con un rendimiento estimado de 22.2% a precios actuales y que se ubica por arriba del rendimiento esperado para el IPC de 14.1%. Consideramos que la acción presenta un castigo relacionado con la debilidad del entorno económico, no obstante confiamos en un mejor escenario para la segunda parte del año.

Por mercados, creemos que la debilidad que presenta la división de refrescos afectada principalmente por cuestiones cambiarias, así como un ambiente de mayor competencia en países como Brasil y Argentina, podrá ser enfrentada de manera positiva por la compañía con iniciativas de precios, y estrategias en el portafolio de productos, dichos mercados. Para México, creemos que la empresa deberá seguir reportando mejora en participación de mercado, tras las fusiones recientes, así como por iniciativas de precio. Por su parte, en Oxxo, mantiene un sólido dinamismo de crecimiento orgánico, con un estimado de aperturas para 2013 de 1,450, incluyendo farmacias y nuevos servicios que consideramos seguirán manteniendo el tráfico y el ticket para esta división. Adicionalmente no descartamos que el proceso de consolidación de la industria de bebidas en México continúe, lo que apoyara el desempeño de la división de bebidas, aunado a que la compañía podría para la división de comercio dar alguna sorpresa en el tema de adquisiciones.

FEMSA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	59,576	62,047	4.1%	62,335	-0.5%
Utilidad de Operación	6,686	7,294	9.1%	7,192	1.4%
Ebitda	8,878	9,488	6.9%	9,469	0.2%
Utilidad Neta	3897	3565	-8.5%	4,021	-11.3%
Margen Operativo	11.22%	11.76%	0.5pp	11.54%	0.2pp
Margen Ebitda	14.90%	15.29%	+0.4pp	15.19%	0.1pp
UPA	\$1.09	\$1.00	-8.2%	\$1.12	-10.71%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Coca Cola Femsa (KOF L, Compra, PO 2013 P\$213.00)

Durante el 2T13, los ingresos de KOF se mantuvieron sin variación (-0.1%) respecto al mismo trimestre del año anterior, mientras que el flujo operativo EBITDA registró un crecimiento de 5.8% a/a, mostrando una expansión de 100pb en margen EBITDA, derivado de menores costos de materias primas y un menor tipo de cambio en promedio. El margen bruto consolidado se expandió 140pb. Los positivos resultados de la división en México y Centroamérica que mostraron un crecimiento interanual en ingresos de 6.4% y de 18.9% en EBITDA durante el 2T13 fueron afectados por el desempeño de la división de Sudamérica que registraron una baja de 6.2% a/a en ingresos y de 10.6% a/a en EBITDA, afectados principalmente por la conversión. Por su parte en la línea de participación en utilidades asociadas y joint ventures registró una utilidad de P\$130m, provenientes de la tenencia accionaria en Coca Cola Bottlers Philippines, Jugos del Valle y Leao Alimentos en Brasil. La utilidad neta reportada fue de P\$2,807m, un avance de 3.5% en línea con lo esperado.

Reiteramos PO2013 P\$213.00 y subimos a COMPRA. Nos mantenemos positivos respecto al desempeño de KOF para la segunda parte del año donde sus números estarán impulsados por un mejor entorno respecto al consumo en México, mientras que en Sudamérica esperaríamos que mercados como Argentina, Venezuela mantengan un sólido desempeño tanto en volúmenes como en precios. Para Brasil esperaríamos un mejor desempeño. Adicionalmente, la empresa sigue en el proceso de consolidación del mercado de bebidas, no sólo en México sino en otros mercados como Brasil, recordemos que recientemente firmó un acuerdo con la empresa Brasileña Fluminasse, la aportación será de 2% en promedio tanto en ingresos como en EBITDA, pero creemos que en dicho mercado hay potencial de crecimiento. Derivado de la solidez de los fundamentales y al fuerte ajuste que ha presentado el precio de la acción movemos nuestra recomendación de MANTENER a COMPRA.

KOF – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	36,295	36,260	-0.1%	36,663	-1.1%
Utilidad de Operación	4,714	5,142	9.1%	4,834	6.4%
Ebitda	6,309	6,675	5.8%	6,551	1.9%
Utilidad Neta	2,713	2,807	3.5%	2,790	0.6%
Margen Operativo	13.0%	14.2%	+1.20pp	13.2%	+1.0pp
Margen Ebitda	17.4%	18.4%	+1.0pp	17.9%	+0.5pp
UPA	1.34	1.37	2.6%	1.35	1.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Cultiba (CULTIBA B, Compra, PO 2013 P\$42.00)

CULTIBA presentó resultados positivos por arriba de nuestros estimados durante el 2T13, con crecimientos de 4.8% en ingresos, 25.4% en EBITDA y un sorprendente crecimiento en utilidad neta. A nivel de ingresos estos estuvieron impulsados por el desempeño de la división de bebidas que reportó un crecimiento de 5.6% en ingresos ante un avance de 2.4% en el precio por caja unidad y el crecimiento en volúmenes de 3.2% a/a. Derivado de menores precios de insumos así como de las sinergias obtenidas por la compañía el margen bruto consolidado registró una expansión de 260pb durante el trimestre, lo que compensó el avance en gastos relacionados con el área de mercadotecnia. El EBITDA consolidado avanzó 25.4%, arriba de nuestras expectativas, por su parte el margen se ubicó en 10.6% un avance de 170pb.

Tras el reporte reiteramos nuestro PO2013 a P\$42.00 y reiteramos COMPRA. Las cifras reportadas por la compañía con avance en volúmenes por arriba de la industria, pese al entorno de desaceleración del consumo en el país, nos mantiene positivos respecto al desempeño estimado de la empresa para el cierre de 2013..

Crece volúmenes. Durante el trimestre, el volumen de Gepp presentó un crecimiento de 3.2% a/a, por arriba del reportado por el promedio de 1.2% presentado por sus principales competidores en México (Arca -1.3% y KOF +3.7%). Los volúmenes pasaron a 448.4 millones en el 2T13 desde 434.7 millones de cajas de ocho-onzas en el mismo trimestre de 2012. La empresa ha finalizado la reestructuración de su portafolio, hacia adelante buscará enfocarse en las marcas fuertes de cobertura nacional, y segmentos con potencial de crecimiento. Adicionalmente, la empresa ha logrado detectar cuáles son los canales más rentables y en base a estos dos objetivos se mantendrá en lo que resta del año, para lograr los objetivos planteados de crecimiento.

En garrafón sigue imparable. En mercado de agua de garrafón se mantiene como líder en crecimiento al reportar un avance en volumen de 6.5%, frente a la crecimiento de 2.7% en AC y de 0.8% de KOF. Durante el trimestre los garrafones alcanzaron un nivel de 227.5 millones de cajas de ocho-onzas. El incremento de la distribución directa a hogares, ha contribuido parcialmente a este buen desempeño.

CULTIBA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	8,782	9,201	4.8%	9,382	-1.9%
Utilidad de Operación	213	395	85.2%	260	51.9%
Ebitda	780	978	25.4%	862	13.5%
Utilidad Neta	5	215	4200.0%	210	2.4%
Margen Operativo	2.43%	4.29%	+1.9pp	2.77%	1.5pp
Margen Ebitda	8.88%	10.63%	+1.7pp	9.19%	1.4pp
UPA	\$0.02	\$0.30	1806.2%	\$0.29	3.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Arca-Continental (AC*, Mantener, PO 2013 P\$108.50)

Arca Continental reportó resultados positivos, arriba de nuestros estimados y del consenso a nivel de EBITDA. La incorporación de la unidad de Botanas Wise (EU) y Inalecsa (Ecuador) impulso los resultados. Durante el 2T13, los ingresos crecieron 7.0% al ubicarse en P\$15.825m. El trimestre de manera consolidada se registró un débil crecimiento en volumen de apenas 1.1%, el beneficio se dio por la parte de precios, principalmente en Sudamérica. El margen bruto avanzó 240pb, derivado de una menor presión en costos principalmente de enducolorantes y la apreciación del peso. Los gastos de administración aumentaron 10.6% por el aumento en las inversiones en mercadotecnia y la inversión en mayor equipo de venta. El mejor desempeño en margen bruto, compenso la presión en gastos, lo que derivó que durante el trimestre, el EBITDA creció 12.5%, mientras que el margen EBITDA se expandió 110pb a 22.7%, uno de los mayores crecimientos de la empresa. A nivel neto se registró una utilidad de P\$1,878m, 26% arriba

Subimos PO 2013 a P\$108.50. Incorporamos los crecimientos resultados que fueron arriba de nuestras estimaciones. Además de que consideramos un mejor escenario en el consumo para el 2S2013, así como un mejor desempeño en las unidades de botanas, al anticipado. Subimos PO2013 de P\$106.00 a P\$108.50. Reiteramos MANTENER

Resultados en Norteamérica, esta división que comprende Bebidas de México y las unidades de botanas Wise Foods (Wise) en Estados Unidos (adquisición que concretó en diciembre de 2012) registró durante el 2T13 un avance en ingresos de 7.7% a/a. La unidad de bebidas creció 1.9% donde el volumen avanzó apenas 0.5% mientras que el precio por caja unidad creció 1.7%.

Botanas Wise crece aceleradamente. La empresa reporta un crecimiento en ingresos y EBITDA arriba de doble dígito. AC continúa con su plan de crecimiento para este negocio aperturando nuevas rutas de distribución. Adicionalmente lazo Wise en Monterrey y Guadalajara. Adicionalmente, la estrategia de tener un portafolio combinad entre Bokados y Wise en México la empresa ha iniciado la distribución en los canales modernos de la marca Wise. En Estados Unidos, la expansión de la marca sigue siendo fuerte, se encuentra en las más de 7,000 tiendas de conveniencia “Family Dólar”, ubicadas en 45 estados de la unión americana, asimismo ha logrado expandirse a la costa Este de Chicago, apalancados de la marca Coca Cola con atractivas promociones.

El desempeño que ha tenido esta adquisición va por arriba de lo estimado, lo que nos pone optimistas respecto a la contribución en los resultados de esta unidad para el resto del año.

AC* – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	14,786	15,825	7.0%	15,600	1.4%
Utilidad de Operación	2,434	2,903	19.3%	2,530	14.7%
Ebitda	3,189	3,588	12.5%	3,316	8.2%
Utilidad Neta	1,491	1,878	26.0%	1,695	10.8%
Margen Operativo	16.5%	18.3%	1.9pp	16.2%	2.1pp
Margen Ebitda	21.6%	22.7%	1.1pp	21.3%	+1.4pp
Margen Neto	0.92	1.16	25.9%	1.05	10.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

CEMENTO / Carlos Hermosillo Bernal

Cemex (CEMEX CPO, Compra, PO 2013 \$15.40)

Otro trimestre más de avances y señales positivas. Cemex ha reportado resultados que se encuentran en línea con lo esperado, tanto en relación a nuestras estimaciones como las de mercado. Cemex registra ingresos por US\$4,006m y EBITDA por US\$730m —estimábamos US\$726m, y el consenso era US\$744m—, implicando aumentos de 3% y 4%, respectivamente. A nivel neto se reporta una pérdida de US\$152m que a pesar de no alcanzar el punto de equilibrio que veíamos como una probabilidad, si avanza favorablemente desde la pérdida de US\$187m reportada un año atrás.

Aún por avanzar la posición financiera. La empresa reporta una deuda neta, incluyendo instrumentos perpetuos, de US\$16,201m al cierre de junio, sin cambio respecto a marzo (+0.1%), con lo que la relación de deuda fondeada a EBITDA se coloca en 5.54x para una mejoría marginal, en tanto que la cobertura de intereses permanece sin cambio en 2.06x. Si bien ambos cubren los *covenants* requeridos en la más reciente renegociación de deuda, lo cierto es que falta mejorar estos indicadores, sobre todo el apalancamiento, a fin de poder calificar la posición financiera como sólida, pero además para retomar una estrategia que se base en crecimiento, y no en ajustes defensivos.

A nivel consolidado Cemex logró un volumen total de 17.293m tons en el 2T13, nivel que se encuentra prácticamente sin cambios respecto al año anterior, mientras que nuestra estimación era de una pequeña caída de -1.4%. En cuanto a concreto, el volumen de 14.47m m³ es 1.7% superior A/A gracias al buen desempeño de EU, en tanto que en agregados el volumen de 42.743m ton es 3.6% superior A/A con aumentos notables en México y EU. Para el año completo Cemex ha mantenido al guía de volumen estimado prácticamente sin cambios: +1% en cemento y +2% en concreto, pero un nivel también 2% superior en agregados, cuando antes estimaba +1%.

Uno de los puntos sobresalientes en este reporte ha sido el desempeño en Estados Unidos, región clave para la recuperación que esperamos se acelere para los siguientes trimestres. En EU Cemex logra un crecimiento de 9% en sus ingresos, pero notablemente reporta un margen EBITDA de 9.2%, cuando nuestra expectativa no iba más allá de 3.5%. Destaca la recuperación en volumen que alcanza +3% en cemento, pero +14% y +8% en concreto y agregados.

CEMEX – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	3,861	4,006	3.7%	3,934	1.8%
Utilidad de Operación	353	346	-2.0%	430	-19.7%
Ebitda	702	730	4.0%	726	0.6%
Utilidad Neta	-187	-152	-18.5%	67	-327.2%
Margen Operativo	9.1%	8.6%	-0.5 p.p.	10.9%	-2.31 p.p.
Margen Ebitda	18.2%	18.2%	0.05 p.p.	18.5%	-0.22 p.p.
UPA	-0.172	-0.134	-22.0%	0.061	-318.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

COMERCIALES / Marisol Huerta Mondragón

Grupo Gigante (GIGANTE, Mantener, PO 2013 P\$26.50)

Las cifras correspondientes al 2T13 de Grupo Gigante fueron débiles, en línea con el desempeño que han mostrado las empresas del sector. Las ventas de la empresa crecieron 2.0% de forma interanual, donde el crecimiento orgánico logró compensar la caída en Ventas Mismas Tiendas (VMT) de 2.0% durante el trimestre. La utilidad de operación creció 10.1%, derivado de un positivo desempeño en el margen bruto, no obstante mientras que el EBITDA creció 2.9%. Las cifras se ubicaron en línea con nuestras expectativas a nivel operativo y EBITDA. Por su parte la utilidad neta creció 123% esto fue mayor a nuestras expectativas. El avance se da por el reconocimiento de la pérdida por discontinuación de las tiendas Superprecio.

Reiteramos nuestro PO2013 de P\$26.50 y recomendación de MANTENER.

Recientemente revisamos nuestro PO 2013 a P\$26.50, con una recomendación de MANTENER. A pesar de que estamos positivos respecto al desempeño de Gigante para 2013, derivado de : a) La expansión estimada de 6.0% en ingresos en Office Depot impulsado por un crecimiento en VMT de 4.0%, así como la apertura de 10 unidades y las estrategias de mercadotecnia lanzadas para este formato; b) aunado a nuestra expectativa sobre un sólido avance en la cadena de restaurantes (Toks) donde esperamos un crecimiento de 3.9% en VMT, incluyendo ganancias de participación de mercado; c) mayor dinamismo en los ingresos del área inmobiliaria. Consideramos que estas expectativas ya se encuentran incorporadas en el precio de la acción, por lo que reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.

Eventos relevantes por venir.

Potencial oferta secundaria: De acuerdo con la Asamblea de Accionistas que realizó la empresa a finales de junio, Grupo Gigante podría realizar una oferta secundaria ofreciendo hasta el 35 % de las acciones representativas del capital social de Office Depot de México, en los mercados nacionales e internacionales. El producto de dicha oferta se destinaría a la amortización anticipada del crédito puente y a cubrir los honorarios y gastos relacionados con la oferta.

Emisión de Bono. Adicionalmente, Gigante pretende apalancar a Office Depot con la colocación de un bono 144A con vencimiento a 10 años (el monto no ha sido señalado), del cual aplicaría los recursos para amortizar anticipadamente el crédito puente. La transmisión de dichos recursos hacia Gigante, como holding de Office Depot sería a través de un dividendo, seguramente antes de que Office Depot sea pública.

GIGANTE – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	4,414	4,501	2.0%	4,628	-2.7%
Utilidad de Operación	436	480	10.2%	473	1.5%
Ebitda	548	564	2.9%	567	-0.5%
Utilidad Neta	133	297	123.3%	204	45.6%
Margen Operativo	9.9%	10.7%	+0.80pp	10.2%	0.4 pp
Margen Ebitda	12.4%	12.5%	+0.80 pp	12.3%	0.3%
UPA	0.13	0.30	130.8%	0.20	50.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Soriana (SORIANA B, Mantener, PO 2013 P\$51.00)

Soriana reporto resultados negativos durante el 2T13 muy por debajo de las expectativas del mercado y ligeramente menor que nuestros estimados. Tal como ha sido el reporte de las empresas del sector Soriana mostró un debilitamiento en sus números derivado de la desaceleración del gasto del consumidor debido a al menor crecimiento económico registrado en México. De esta manera, las ventas de la compañía apenas crecieron 0.4%, las Ventas Mismas Tiendas retrocedieron -2.4%, una baja aún mayor que la reportada por el sector Antad (-1.7% a/a), siendo impulsado por el crecimiento orgánico de 14 unidades en el trimestre. El margen bruto registró una expansión de 56pb, misma que fue opacada por el crecimiento en gastos operativos, resultado del crecimiento en unidades y a mayores gastos de publicidad. Tras lo cuál el EBITDA registró una caída de 4.2%, una contracción de 30pb.

Reiteramos PO 2013 en P\$51.00 y MANTENER. Pese al entorno de debilidad que ha prevalecido en el consumo a lo largo de este año, consideramos que un repunte hacia la parte final del mismo es muy probable. En este escenario de recuperación gradual consideramos que Soriana será una de las empresas que se verá mayormente beneficiada, una vez que la recuperación económica comenzaría a notarse en la zona norte del país, por su estrecha relación con EUA, zona en la que Soriana tiene una mayor presencia (46% de su piso de ventas).

Apertura de Nuevas Unidades. Durante este segundo trimestre del año Soriana realizó la apertura de 14 nuevas tiendas (1 Soriana Híper, 3 Soriana Súper y 10 Soriana Express) con lo que finaliza el trimestre con un total de 624 unidades de autoservicio en operación más 166 tiendas de conveniencia Súper City.

SORIANA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	25,472	25,577	0.4%	25,526	0.20%
Utilidad de Operación	1,276	1,183	-7.3%	1,251	-5.4%
Ebitda	1,791	1,708	-4.6%	1,751	-2.5%
Utilidad Neta	748	736	-1.6%	869	-15.3%
Margen Operativo	5.01%	4.63%	-0.40pp	4.90%	-0.3 pp
Margen Ebitda	7.03%	6.68%	-0.40 pp	6.86%	0.002
UPA	\$0.42	\$0.41	-2.4%	\$0.41	0.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Walmart de México (WALMEX V, Mantener, PO 2013 P\$40.00)

Walmex reportó crecimientos débiles en línea con nuestros estimados y los del mercado, pero mostrando una mejora en márgenes respecto a nuestras expectativas. Por mercados, Centroamérica (CA) reporta un desempeño positivo a nivel operativo con un avance a ritmo de doble dígito a nivel operativo (+152%) y EBITDA (+55.8%), con una expansión en margen EBITDA de 230pb, resultado de una mejora a nivel de costos impulsada por los sistemas (EDL Y EDLP) implementados, así como el mejor desempeño en el manejo de inventarios. Los avances en Centroamérica motivaron un mejor desempeño nivel operativo de forma consolidada con un crecimiento en EBITDA de 4.0% y un avance de 20pb en margen EBITDA. A nivel neto se observó un avance de 4.3%. Observamos señales positivas de recuperación, lo que creemos influirá de manera positiva en el precio de la acción.

Reiteramos recomendación de MANTENER y PO Objetivo 2013 en P\$40.00. Los resultados muestran un sólido desempeño en CA, así como una mejora progresiva respecto a las iniciativas de precios y estrategia en áreas de perecederos. Nos mantendremos atentos a estas estrategias que deberán reflejarse en los reportes de ventas, así como al entorno de recuperación en el entorno económico que pudiera mejorar nuestra percepción respecto a la compañía. Así como al anuncio que pueda realizar la empresa respecto a la venta de la cadena de restaurantes Vips, proceso que se encuentra en evaluación. Por lo pronto reiteramos nuestra recomendación de MANTENER y PO 2013 en PS40.00

Detalle de resultados en México En México los ingresos de la compañía durante el 2T13 crecieron 3.0%. Las ventas comparables avanzaron 1.8%, la baja es similar a la que reportaron las tiendas de Antad. Durante el trimestre se observaron retrocesos en ventas en los meses de abril y mayo resultado de la baja que registro el gasto de consumo.

Por formato Bodega y Walmart fueron los que mejor desempeño registraron. De lado negativo se ubicó Sam's. Destaca que el retroceso en VMT durante el trimestre fue de -1.8%, sin Sam's, la baja fue menor al ubicarse en -0.5%. A este formato se la han identificado oportunidades de mejora, con lo que se esperaría una recuperación para el resto del año.

El margen bruto de México de 22.9% un avance de 10pb respecto al mismo trimestre del año anterior. Por su parte los gastos presentaron un incremento de 5.5% por debajo del crecimiento de la capacidad instalada, reportando un mayor control de los mismos. No obstante, el deterioro en ingresos con un mayor nivel de gastos, resulto en un avance de apenas 0.9% en el EBITDA con una baja de 20pb en margen.

Centroamérica... con crecimientos de doble dígito en EBITDA. Los resultados de Centroamérica fueron positivos principalmente a nivel de utilidad de operación y EBITDA mismas que crecieron 152.2% y 55.8% respectivamente. La expansión provino desde la parte de costos donde el margen bruto logró una expansión de 240pb como resultado de mejoras en mercadeo y la ejecución de Precios Bajos, este último logrando mayor consolidación con el consumidor, el margen bruto compenso el mayor nivel de gastos para que el margen EBITDA de la región creciera 230pb

WALMEX– Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	98,506	100,433	2.0%	99,295	1.1%
Utilidad de Operación	6,975	7,188	3.0%	6,951	3.4%
Ebitda	9,060	9,425	4.0%	9,080	3.8%
Utilidad Neta	4,936	5,147	4.3%	4,986	3.2%
Margen Operativo	7.1%	7.2%	+0.1pp	7.0%	+0.2pp
Margen Ebitda	9.2%	9.4%	+0.2 pp	9.1%	+0.3pp
UPA	0.28	0.29	4.3%	0.28	3.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

COMERCIO ESPECIALIZADO / Marisol Huerta Mondragón

Aalsea (ALSEA*, Mantener, PO 2013 \$40.00)

Aalsea reportó resultados positivos en línea con el mercado y por arriba de nuestros estimados a nivel operativo y utilidad neta. Los resultados operativos estuvieron favorecidos por menores costos de insumos denominados en dólares, como resultado de la apreciación del peso y a mayores eficiencias en los gastos de operación. A nivel de márgenes se observó una expansión en el margen EBITDA de 60pb. Durante el trimestre registro crecimiento en la parte de ingresos (+11.5% AsA), derivado del incremento en Ventas Mismas Tiendas de 6.9% a/a siendo por arriba del promedio de la industria, así como por el crecimiento en unidades que sumó 405 durante el trimestre, donde recordemos la empresa adhirió las operaciones de Burger King al obtener la franquicia maestra. Asimismo la empresa reporta un crecimiento en el ticket promedio. El reporte de la compañía consideramos ya está descontado por el mercado.

Reiteramos PO2013 en P\$40.00 y recomendación de MANTENER. En nuestra opinión Alsea es una emisora que luce atractiva con base a: a) nuestra expectativa de mayores crecimientos en un entorno de recuperación en el consumo para México en el segundo semestre del año; b) el mayor potencial que ofrece con Burger King tanto en eficiencias de costos como en expansión al ser el operador líder de la marca; c) La mayor expansión con Starbucks tras las recientes adquisiciones al 100% de la marca tanto en México como en Chile y Argentina, mercados donde estará acelerando su penetración y que ofrecen potencial de crecimiento; d) De mediano plazo tenemos como catalizador la apertura de The Cheesecake Factory, negocio que tiene ventas estimados de US\$10.2m de dólares esta cifra representa 3.5 veces más que las ventas que le genera por unidad un PF Chang's a la compañía. La primera unidad se pondrá en marcha en enero de 2014, sin duda alguna creemos que será un reto importante para la compañía; y d) finalmente los beneficios que pueda tener la participación que recién adquirió en Grupo Axo, al incursionar en nuevos nichos de retail, para en un futuro poder tener una mayor participación en un segmento que promete márgenes atractivos. Si bien es cierto la empresa registra catalizadores de corto y mediano plazo, consideramos que muchos de ellos ya se encuentran incorporados en el precio de la acción, por lo que reiteramos nuestra recomendación de MANTENER, así como nuestro PO 2013 de P\$40.00.

ALSEA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	3,427	3,821	11.5%	3,793	0.7%
Utilidad de Operación	230	275	19.4%	228	20.6%
Ebitda	431	505	17.2%	476	6.1%
Utilidad Neta	133	147	10.5%	110	33.6%
Margen Operativo	6.7%	7.2%	0.5pp	6.0%	1.2%
Margen Ebitda	12.6%	13.2%	0.6pp	12.5%	0.7%
UPA	0.21	0.21	2.2%	0.16	33.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Genomma Lab (LAB B, Compra, PO 2013 \$35.00)

Resultados en ingresos en línea con nuestros estimados en ingresos, pero por debajo a nivel operativo. Los ingresos crecieron 22.1% derivado de una recuperación de las operaciones en México que crecieron 5.9% y del dinamismo que sostuvieron los mercados internacionales que avanzaron 57.1% en el trimestre. Derivado del avance en ingresos EBITDA avanzó 17.4%, un margen de 21.1% que registró un retroceso de 90pb por mayores gastos de publicidad. Por su parte los resultados a nivel neto mostraron un avance de 18.0% a/a, resultado del crecimiento a nivel operativo.

Reiteramos PO2013 P\$35.00 y COMPRA. Los resultados nos arrojan un mejor desempeño en el mercado mexicano a lo anticipado, contrarrestando el entorno de debilidad en el consumo que ha registrado el país. Por su parte los mercados internacionales siguen registrando crecimientos a ritmo de doble dígito. Consideramos que LAB seguirá capitalizando el mejor desempeño estimado para la economía de México, al tiempo que seguirá reportando sólidos crecimientos en los mercados internacionales con base en las iniciativas de mercadotecnia y penetración de mercado que ha detonado para esas regiones. Lo anterior tendrá que reflejarse en los niveles de valuación mismos que vemos muy castigados. Reiteramos COMPRA y PO de P\$35.00.

Desempeño en los ingresos. Crecen ingresos motivados por lanzamientos. El avance de 22.1% en ingresos deriva del incremento de 106.7% de los lanzamientos realizados el año anterior en México, así como por la aportación de 35.8m de las marcas nuevas en México, que compensaron la baja de 1.6% que registro en la línea base (marcas con al menos dos años de haber sido lanzadas). Asimismo el avance deriva del desempeño de las operaciones internacionales donde los mercados de Brasil y Estados Unidos registraron los mejores resultados, este último impulsado por la iniciativa con Walmart y Walgreens.

Ventas internacionales crecen 57.1%. Como resultado de las iniciativas en las operaciones internacionales, como lo es la iniciativa con Walgreens y Walmart en Estados Unidos, así como el positivo desempeño en mercados como Brasil impulsaron este dinamismo en el mercado exterior. El mercado internacional se favoreció a su vez de nuevos lanzamientos y una sólida ejecución en la estrategia de mercadotecnia. Creemos este dinamismo continuará así el resto del año.

LAB – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos).

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,074	2,532	22.1%	2,482	2.0%
Utilidad de Operación	439	518	18.1%	572	-9.4%
Ebitda	456	535	17.3%	602	-11.1%
Utilidad Neta	268	317	18.3%	331	-4.2%
Margen Operativo	21.2%	20.5%	+0.69pp	23.0%	-2.6pp
Margen Ebitda	22.0%	21.1%	+0.90pp	24.3%	+3.1pp
UPA	0.27	0.31	18.6%	0.31	1.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

CONGLOMERADOS / Carlos Hermosillo Bernal

Alfa (ALFA A, Venta, PO 2013 \$31.00)

Un reporte inferior a lo estimado, que calificamos como débil. El resultado que Alfa ha presentado en este 2T13 ha quedado ligeramente por debajo de nuestras expectativas; los ingresos por P\$50,877m resultan 1% por debajo del año pasado, en tanto que el EBITDA es 3% inferior al colocarse en P\$6,318m; nuestras estimaciones eran de +6% y -1%, respectivamente. Por unidad de negocio, Nemak y Sigma han sorprendido favorablemente al continuar avanzando en su rentabilidad—aún más allá del aumento en ingresos—, en tanto que Alpek es el punto débil del reporte ya por tercer trimestre consecutivo, al grado que hace que el balance general de los resultados consolidados sea negativo. En Alestra y Newpek no vemos sorpresas, y su peso relativo hace que sean de menor importancia, aún cuando de forma aislada sus cifras con positivas.

Cargos y Amortizaciones extraordinarias borran la utilidad neta. Por su parte, la utilidad neta es de apenas P\$49m, o sólo 0.1% de los ingresos consolidados (-97% A/A). Esto es reflejo de la dramática caída en el renglón operativo (-49% a P\$2,316m), cambio que se origina específicamente en Alpek, que dado el cierre de sus operaciones en Cape Fear (movimiento estratégico planeado) ha hecho un registro de amortización extraordinaria que de acuerdo a nuestros cálculos se acerca a P\$2,004m, o 3.9% de los ingresos. Independientemente de esta amortización, que en realidad es sólo un cargo contable, la empresa sí ha registrado un cargo de US\$27m como una estimación de los costos de cierre de la citada planta; no obstante, este efecto prácticamente se compensa con el registro de US\$21m de ganancias extraordinarias en Alestra, que se generan por el fallo de las tarifas de interconexión de 2009.

Revisión de estimados, a la baja, junto con la recomendación. La incorporación de estos resultados en nuestro modelo de valuación implica una reducción moderada en nuestros estimados. En realidad, los renglones que más cambian son la utilidad operativa y la utilidad neta, debido a los cargos contables mencionados anteriormente. Los ingresos, EBITDA y apalancamiento esperado tienen una variación marginal desde nuestra estimación previa. A final de cuentas la variación en términos de valuación es menor, y de hecho no afecta **nuestro precio objetivo que se mantiene en P\$31.0, aun cuando ajustamos la recomendación a venta, desde la anterior de mantener.** Nuestras estimaciones actuales sugieren movimientos marginales en las cifras del año completo: 0% de aumento en ventas, +2% en EBITDA, y -25% en la utilidad neta (incide el reporte del 2T13 en este número). Así, la principal razón detrás de nuestro cambio de recomendación es el avance que ha tenido el precio.

ALFA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	51,568	50,877	-1.3%	54,820	-7.2%
Utilidad de Operación	4,562	2,317	-49.2%	4,520	-48.7%
Ebitda	6,501	6,318	-2.8%	6,467	-2.3%
Utilidad Neta	1,512	49	-96.7%	2,318	-97.9%
Margen Operativo	8.8%	4.6%	-4.29 p.p.	8.2%	-3.69 p.p.
Margen Ebitda	12.6%	12.4%	-0.19 p.p.	11.8%	0.62 p.p.
UPA	2.924	0.010	-99.7%	0.450	-97.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

FINANCIERO / *Marissa Garza Ostos*

Compartamos (COMPARC*, Mantener, PO 2013 \$24.50)

La compañía reportó sólidos crecimientos este trimestre, en línea con nuestros estimados. Es positivo comenzar a observar crecimientos en la utilidad más acorde con los crecimientos en cartera. Compartamos mantuvo un sólido ritmo de crecimiento en clientes y cartera, particularmente en México, situándose en línea con nuestros estimados. El número de clientes atendidos al cierre del 2T13 ascendió a un total de 2.76 millones mostrando un crecimiento anual del 8.5%. Por su parte, la cartera total aumentó 32.3% vs. 2T12 al ubicarse en P\$20,435 millones resultado del mayor número de clientes y del incremento en el saldo promedio por cliente, ante la mayor participación de créditos individuales. De manera consolidada, impulsado por los crecimientos en clientes y cartera, el Margen Financiero aumentó 31.7% A/A a P\$2,865 millones (vs. nuestro estimado de P\$2,790 millones). Los ingresos por intereses aumentaron 30.8%, siendo México el mayor contribuyente con más del 90% de participación, mientras que los gastos por intereses crecieron en menor proporción, tan solo 19.3%, resultado de los menores niveles en las tasas. Por lo que respecta a las provisiones, éstas aumentaron 76.2% A/A, ante la mayor participación de créditos individuales y urbanos en el portafolio.

El aumento en el índice de morosidad fue mayor a lo esperado. El índice de cartera vencida a cartera total (CV/CT) mostró un deterioro al pasar de 3.64% en el 1T13 a 4.16% en el 2T13, por arriba de nuestro estimado de 3.9%. Si bien ya se anticipaba un incremento en este indicador resultado de la nueva dinámica del mercado y la mayor participación de los créditos individuales con un mayor perfil de riesgo, nos preocupa que en general se observa un deterioro en casi todos los productos respecto de los niveles observados en el trimestre anterior. En particular, en el caso de Crédito Mujer, este indicador pasó de 2.93% en el 1T13 a 3.11% en el 2T13. La compañía ha mencionado que su meta es mantener la calidad de los activos a través de estrictos controles en la originación de créditos, y el mejor uso de la tecnología para un mejor control y monitoreo de los créditos y del desempeño de los clientes, por lo que esperamos que estos indicadores mejoren gradualmente y que a nivel consolidado el índice de CV/CT se estabilice en niveles cercanos al 4.0%.

Crecimiento en la utilidad neta menos alejado del crecimiento en cartera. A nivel neto la compañía registró utilidades por P\$491 millones (vs nuestro estimado de P\$499 millones) mostrando un crecimiento del 20.3% A/A. Este trimestre es muy positivo observar que el incremento en la utilidad de operación del 32.6% es muy similar al incremento observado en la cartera, reflejo de la inversión de los proyectos estratégicos que en trimestres anteriores mermaron el crecimiento las utilidades. El menor crecimiento en la utilidad neta respecto del crecimiento operativo se explica por una mayor nivel de impuestos (+77% A/A) resultado de mayores provisiones no deducibles durante el trimestre.

Aumentamos nuestro precio objetivo 2013 a P\$24.50, y reiteramos nuestra recomendación de MANTENER. Aun cuando los resultados reportados por la compañía se encuentran en línea con nuestras estimaciones para este 2013, estamos aumentando nuestra perspectiva de crecimiento en utilidades para el mediano plazo a partir del 2014 y hacia adelante. Consideramos que los resultados mostrados apoyan nuestra visión de observar crecimientos en utilidades más acorde con los crecimientos esperados en la cartera. Recordemos que la compañía espera mantener un ritmo de crecimiento en la cartera de créditos entre el 15% y 20% en los próximos 5 años, lo que nos ha llevado a incrementar nuestros estimados en concordancia con dichas perspectivas. Lo anterior sustentado en un entorno favorable para la compañía, con un atractivo potencial de crecimiento basado en la estrategia orientada hacia los créditos individuales en México, y las mayores eficiencias resultado menores gastos operativos, una vez que los proyectos de la red de corresponsalías y el bróker de microseguros comiencen a contribuir positivamente al resultado. A lo anterior habría que añadir las perspectivas de un sector mejor regulado, ante la implementación de un buró de crédito universal, donde Compartamos deberá tomar ventaja de su posición de liderazgo en esta industria.

COMPARC – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,346	3,069	30.8%	2,997	2.4%
Margen Financiero	2,175	2,855	31.7%	2,790	2.7%
Utilidad de Operación	654	867	32.6%	764	13.5%
Utilidad Neta	408	491	20.3%	499	-1.6%
Indicadores					
ROE	26.5%	25.0%	-1.5pp	24.8%	0.2pp
MIN (Margen de Interés Neto)	47.9%	48.9%	1.0pp	47.5%	1.4pp
CV/CT	3.0%	4.2%	1.2pp	3.9%	0.3pp
Provisiones/CT	5.1%	6.5%	1.4pp	5.3%	1.2pp

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Credito Real (CREAL *, Compra, PO 2013 \$27.00)

Crédito Real reportó muy buenos resultados al 2T13. En términos operativos estos estuvieron ligeramente arriba de nuestros estimados, aunque a nivel neto la diferencia fue un poco más importante, ante una mayor contribución a la esperada de las utilidades de asociadas.

Créditos Vía Nómina creciendo fuerte. Crédito Real reportó un sólido 2T13 impulsado principalmente por el favorable desempeño en la cartera de créditos vía nómina. La utilidad neta alcanzada por la compañía fue de P\$233 millones (vs. nuestro estimado de P\$209 millones), mostrando un extraordinario crecimiento interanual del 86.8%. Parte del crecimiento en la utilidad neta se explica por el buen desempeño en la cartera de créditos, la cual aumentó 45.1% vs. 2T12 al ubicarse en P\$8,298.4 millones. Esto se vio principalmente impulsado por el incremento del 51.6% en los créditos vía nómina, que representan el 85% de la cartera total, gracias al sólido desempeño en la originación de créditos apoyado en las participaciones de la compañía en Kondinero, Credifiel y Crédito Maestro.

Por lo que respecta a los créditos de bienes duraderos, que contribuyen con el 12.5% de cartera total, estos mostraron un incremento del 20.2% A/A, lo cual se explica por las nuevas campañas de crédito con los minoristas, y a que aquí se incluyen las carteras de autos semi-nuevos y créditos a profesionistas, que en conjunto ascienden a P\$87.5 millones, una contribución del 8.4% a este segmento vs. el 6.9% que representaban al 1T13. Los resultados anteriores lograron compensar la disminución de más del 40% en la cartera de créditos grupales, que continuó afectada por la fuerte competencia, aunque tan solo representan el 1.5% de la cartera total.

Crecimiento en cartera impulsa Margen Financiero. El crecimiento en la cartera se vio reflejado en un aumento del 36.3% en el Margen Financiero, lo cual se explica por el aumento del 28.1% en los ingresos por intereses y el crecimiento proporcionalmente menor en los gastos de apenas 10.7% atribuible a los menores costos de fondeo. En cuanto a la estimación preventiva para riesgos crediticios, esta mostró un crecimiento del 43.3% al ubicarse en P\$107 millones en línea con el crecimiento en la cartera.

Participaciones minoritarias contribuyen positivamente a la utilidad. El otro rubro que explica el crecimiento en la utilidad neta es el relacionado con la participación de CREAL en las utilidades de asociadas. Estas mostraron un importante crecimiento del 174.6% A/A al ubicarse en P\$61 millones, y contribuyendo con el 26.2% a la utilidad neta reportada en el 2T13. Esto se deriva de las contribuciones de las participaciones minoritarias de la compañía en Kondinero, Credifiel y Crédito Maestro.

Morosidad se mantiene en niveles bajos y mejora respecto del trimestre anterior. El índice de cartera vencida a cartera total se ubicó en 1.6% en el 2T13, mostrando una mejoría respecto del 1.8% registrado en el 1T13 y del 1.9% en el 2T12, lo cual es resultado de los bajos niveles mostrados en los créditos de nómina. Este segmento en particular mejoró al pasar su índice de CV/CT de 1.9% en el 2T12 a 1.5% en el 2T13, lo cual se explica por una cobranza mejor a lo esperada. Desde nuestro punto de vista, el índice de morosidad total de la compañía deberá mantenerse en niveles cercanos al 2.0% en el 2013.

Los resultados confirman a CREAL como una historia de crecimiento. Los resultados mostrados durante el trimestre confirman nuestras favorables perspectivas para la compañía en este 2013, que creemos siguen sin estar reflejadas en las valuaciones actuales de la emisora. Las acciones de CREAL cotizan a un P/U 2013E de 8.3x y un P/VL 2013E de 1.9x, con un ROE del 24.3%, que consideramos atractivos. Seguimos pensando que las acciones de CREAL son una atractiva alternativa de inversión tomando en consideración el interesante potencial de apreciación de 24.7% sobre precios actuales que brindan sobre nuestro PO2013 de P\$27.00, aunque nos sigue preocupando el riesgo que implica la baja bursatilidad de la emisora.

CREAL – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos).

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	492	630	28.0%	606	4.0%
Margen Financiero	335	456	36.3%	434	5.1%
Utilidad de Operación	121	210	73.6%	211	-0.5%
Utilidad Neta	125	233	86.4%	209	11.5%
Indicadores					
ROE	36.3%	24.3%	-12.0pp	23.9%	0.4pp
MIN (Margen de Interés Neto)	16.7%	17.9%	1.2pp	18.8%	-0.9pp
CV/CT	1.9%	1.6%	-0.3pp	2.1%	-0.5pp
Provisiones/CT	2.4%	2.1%	-0.3pp	2.1%	0.0pp

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

INFRAESTRUCTURA / José Itzamna Espitia Hernandez
Ica (ICA *, Compra, PO 2013 \$35.00)

El 26 de julio, Ica reportó sus resultados al 2T13 con variaciones mixtas: en Ingresos de -13.2%, en Utilidad Operativa de +133.8%, en Ebitda Ajustado de +50.9% y en Utilidad Neta Mayoritaria de -394.4%, ubicándose en P\$8,208m, P\$1,919m, P\$2,234m y -P\$501m, respectivamente. Destacamos los incrementos significativos, tanto en utilidad operativa como en Ebitda, y aún cuando Construcción cayó A/A, mostró un buen avance en comparación con el 1T13. Adicionalmente el segmento de Concesiones sigue con crecimientos notables en sus números y con una fuerte contribución al Ebitda (65% del total consolidado).

El segmento de Construcción presentó una disminución de 29.8% en ingresos, debido principalmente a la transición entre la finalización de grandes proyectos el año pasado y la puesta en marcha de nuevos proyectos del estado de contratación. No obstante, hay que mencionar que dichos ingresos presentaron un avance de 17.2% vs. 1T13. Cabe señalar que, a nivel consolidado, dicha caída fue parcialmente compensada por el alza significativa presentada en Concesiones de 109.5% y por el avance en Aeropuertos 15.0%, respectivamente.

La utilidad de operación tuvo un notable aumento de 133.8% respecto al 2T12, colocándose en P\$1,919m y el margen de operación tuvo un aumento notable de (+11.6%), con lo cual se ubicó en 27.2%. Lo anterior debido principalmente a la entrada en operación de varios proyectos concesionados, por el reconocimiento de la utilidad de la venta de la participación en RCO (P\$498m), así como por la mayor contribución de los ingresos de los segmentos de Concesiones y Aeropuertos (segmentos con mejores márgenes).

El Ebitda Ajustado presentó un incremento de 51.0% vs. el 2T12, ubicándose en P\$2,234m. Por su parte, el margen Ebitda Ajustado tuvo un aumento de 14.7%, con lo cual se colocó en 23.4%. Se presentó un alza en la depreciación y amortización en el periodo (+19.9% vs. 2T12) y una caída en el monto de capitalización de intereses –que se suma al Ebitda para obtener el Ebitda Ajustado– de 83.9%, representando el 0.9% de las ventas vs. 4.9% en el 2T12. Aun sin tomar en cuenta la utilidad de la venta de RCO, los crecimientos en la utilidad operativa y el Ebitda hubieran sido también sólidos de 73.1% y 17.3%; con márgenes operativo y Ebitda de 17.3% y 21.2%, respectivamente.

La Utilidad Neta Mayoritaria tuvo una pérdida de P\$501m vs. ganancia de P\$170m en 2T12 debido principalmente a un incremento en el costo integral de financiamiento por una pérdida en fluctuación cambiaria de P\$1,254m.

El Backlog de la compañía alcanzó P\$37,087m al cierre del trimestre, y equivale a 24 meses de ventas al ritmo de ejecución del 1S13. Por su parte, el estado de contratación de compañías asociadas fue de P\$9,630m. Finalmente, Ica reporta contratos de largo plazo de minería y otros servicios (no incluidos en el estado de contratación) por P\$6,221m.

La Deuda Total ascendió a \$55,347m, aumentando 2.2% vs. 1T13, resultado de la fluctuación del tipo de cambio y su efecto en la valuación de la deuda contratada en dólares. El efectivo total al 2T13 fue de P\$7,674m y la deuda neta ascendió a P\$47,673m.

ICA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	9,460	8,208	-13.2%	9,584	-14.3%
Utilidad de Operación	821	1,919	133.8%	996	92.6%
Ebitda	1,480	2,234	50.9%	1,536	45.4%
Utilidad Neta	170	-501	-394.4%	162	-409.6%
Margen Operativo	8.7%	23.4%	14.70pp	10.4%	12.98pp
Margen Ebitda	15.6%	27.2%	11.57pp	16.0%	11.19pp
UPA	0.28	-0.82	-392.9%	0.27	-407.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe.

Pinfra (PINFRA*, En Revisión)

El 26 de julio, Pinfra reportó crecimientos de doble dígito en sus resultados del 2T13: en Ingresos de 20.6%, en Utilidad Operativa de 21.8%, en Ebitda de 19.9% y en Utilidad Neta de 19.8%, ubicándose en P\$1,332m, P\$805m, P\$890m y P\$503m, respectivamente. Los Ingresos, Utilidad Operativa y Ebitda estuvieron en línea con nuestros estimados, mientras que la Utilidad Neta estuvo por debajo.

Pinfra presentó aumentos en sus 3 segmentos de negocio que la conforman: alza de 11.0% en el principal negocio de Pinfra, Concesiones (peso de 79.9% en el total de ingresos U12m); aumento de 3.1% en el segmento de Plantas (pesa 6.9%); y un crecimiento importante en los ingresos de Construcción (peso de 13.2%) de 261.6%. El tráfico promedio diario de las autopistas operadas o con participación de Pinfra (66.3% del total de ingresos del 2T13) tuvo un alza de 5.4%, ubicándose en 194,893 vehículos. Un papel relevante ha sido la incorporación del Paquete Puebla (23,348 vehículos diarios).

La utilidad de operación se incrementó en 21.8% vs. el 2T12, colocándose en P\$805m, con un aumento en el margen de operación de 58pb, ubicándose en 60.4%. Por otro lado, **el Ebitda generado por la compañía tuvo una alza de 19.9% vs. el 2T12,** ubicándose en P\$890m, pero con una baja en el margen de 37pb, con lo cual se ubicó en 66.8%. Lo anterior se debió al crecimiento en los ingresos de 20.6%, que se vio parcialmente compensado por un mayor incremento en el costo de ventas de la compañía de 23.4% y un aumento en sus gastos de administración que se ubicaron en P\$10.5m (vs. P\$7.9m en 2T12). La baja en el margen Ebitda fue dado el mayor peso del sector construcción, que tiene menores márgenes (30.3% el operativo y 31.2% el de Ebitda), en los resultados de la compañía. Por segmento, las variaciones en Ebitda fueron las siguientes: Concesiones +15.2%, Plantas +13.8% y Construcción +272.8%.

La Utilidad Neta Mayoritaria del trimestre fue de P\$503m (+19.8% vs. 2T12), ante los incrementos en los resultados operativos y un aumento en el costo integral de financiamiento (mayor a lo esperado) de 42.4%, por el desliz que sufrió la UDI en el 2T13 al ser la inflación del 0.21% en comparación con una deflación de 0.39% en el 2T12..

La empresa señaló que se aportaron P\$140m en la autopista México – Toluca con lo que NAFIN emitió un certificado de reconocimiento de obras adicionales para el proyecto por P\$1,342m con lo cual las nuevas inversiones podrán ser por P\$1,900m mismas que serán reconocidas al 12% real en los términos de la contraprestación. Por otro lado, se continuó con la construcción de la autopista Tlaxcala – Puebla con un avance económico de la obra del 37.5%. Se siguió avanzando en la gestión de liberación de derecho de vía Peñón – Pirámides con lo cual se tiene liberado al 2T13 el 25.5% del trazo. Finalmente, en lo que respecta a la ampliación de la autopista Altar – Piquito – Caborca en la concesión de Santa Ana – Altar, esta cuenta con un avance económico de 60.0% y se espera que el programa de obra se concluya en el 4T13.

PINFRA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	1,105	1,332	20.6%	1,323	0.7%
Utilidad de Operación	661	805	21.8%	792	1.6%
Ebitda	742	890	19.9%	881	1.0%
Utilidad Neta	420	503	19.8%	559	-10.0%
Margen Operativo	59.9%	60.4%	0.58pp	59.9%	0.55pp
Margen Ebitda	67.2%	66.8%	-0.37pp	66.6%	0.20pp
UPA	1.17	1.32	13.2%	1.47	-10.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

MEDIOS DE COMUNICACIÓN / Manuel Jiménez Zaldivar

Grupo Televisa (TLEVISA CPO, Mantener, PO 2013 \$76.00)

Resultados de Grupo Televisa al 2T13 fueron mejores a nuestros estimados y a los del consenso. La empresa reportó ingresos consolidados de P\$18,065m +6.4% vs el 2T12. Contrario a lo que esperábamos la venta de publicidad en el segmento de Contenidos aumentó 6.2% a pesar de la desaceleración de la economía y menor gasto del gobierno. Las empresas de televisión de paga y de telecomunicaciones registraron buenos crecimientos (12.8% y 7.2%) por la expansión de sus bases de suscriptores compensando la erosión de las tarifas. A nivel del Ebitda, Televisa reportó un monto de P\$7,456m +9.0% A/A siendo equivalente a un margen de Ebitda de 41.3% (+100pb vs 2T12). En la utilidad neta, se reportó un aumento de 30.7% A/A para alcanzar un monto de P\$1,825m debido al buen desempeño operativo y menores cargos financieros.

Televisión de paga y telecomunicaciones siguen ganando peso dentro de las ventas totales. Televisa muestra una menor dependencia de los ingresos por Contenidos por el rápido crecimiento en los negocios de TV de paga y Telecomunicaciones. En el 2T13, el segmento de Contenidos creció 5.1% representando el 44.8% de las ventas totales mientras que los negocios de TV Satelital, TV por Cable y Telecomunicaciones crecieron, en conjunto, 10.4% con lo que en el trimestre representaron el 44.5% de los ingresos totales. En Sky se registró un crecimiento anual de 24.1% en la base de suscriptores mientras que las subsidiarias de TV por cable reportaron un aumento de 13.8% en las adiciones netas, ambas siendo mejor a lo estimado.

Mejor rentabilidad en el segmento de Contenidos. La expansión de 100pb en el margen consolidado proviene principalmente de una mejora en la rentabilidad del segmento de Contenidos asociado con el crecimiento de las ventas a pesar de registrarse presiones sobre los costos por la conversión de monedas extranjeras. Este segmento aumentó su rentabilidad a 49.3% desde 48.2% en el mismo periodo del año anterior. Los negocios de TV de paga y Telecomunicaciones experimentaron ligeras contracciones en sus márgenes debido a las adiciones netas en los paquetes de menor tarifa.

Nueva contribución de capital para Iusacell. En el trimestre Televisa realizó una contribución de capital por P\$927.5m en relación a su participación del 50% en GSF. Nos sorprende la velocidad con la que fue necesaria una nueva inyección de capital para Iusacell cuando a penas en octubre de 2012 Televisa había realizado el último pago relacionado con su inversión de US\$1,600m.

TLEVISA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	16,984	18,065	6.4%	17,410	3.8%
Utilidad de Operación	4,668	4,955	6.1%	4,398	12.7%
Ebitda	6,842	7,456	9.0%	6,862	8.7%
Utilidad Neta	1,396	1,826	30.8%	1,617	12.9%
Margen Operativo	27.5%	27.4%	-0.1pp	25.3%	2.2pp
Margen Ebitda	40.3%	41.3%	1.0pp	39.4%	1.9pp
UPA	\$0.49	\$0.64	30.2%	\$0.57	12.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Megacable Holdings (MEGA CPO, Mantener, PO 2013 \$40.00)

Megacable reportó resultados positivos por arriba de nuestros estimados.

La empresa reportó incrementos de 11.6% en ventas, 15.5% en Ebitda y 17.0% en la utilidad neta vs 2T12. Estos resultados son 3.1%, 6.4% y 7.1% superiores a nuestras proyecciones para ingresos, Ebitda y utilidad neta, respectivamente. Las Unidades Generadoras de Ingreso (video, datos y telefonía) aumentaron 9.8% A/A representando 30.6 mil adiciones netas. En este trimestre la empresa logró romper la tendencia de baja en el ARPU reportando un aumento de 1.2% A/A debido a la migración de suscriptores a servicios de mayor valor agregado.

Reportó un crecimiento de 9.8% en la Base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI).

Megacable finalizó el trimestre con 3.58 millones de UGI obteniéndose 30.6 mil adiciones netas; esta cifra fue menor a las 52.9 mil adiciones netas que estimábamos. En el servicio de video, la empresa reportó un aumento de 5.8% A/A (vs +6.2%e) y 26.6 mil adiciones netas con lo que la penetración de este servicio en relación con las casas pasadas ascendió a 33.0%. En los accesos a internet de banda ancha, la empresa obtuvo 17.2 mil adiciones netas lo que equivale a un crecimiento de 19.6% (vs +19.2%e) y una penetración de 13.7%. Por último, en el servicio de telefonía se reportó un aumento de 11.5% A/A (vs +14.8%e) con lo que la penetración de este servicio se ubicó en 8.9%.

El ARPU rompe la tendencia de baja que mostraba desde el 1T12. La empresa continúa avanzando con su programa de digitalización lo cual le permite combatir la piratería y ofrecer servicios de mayor valor agregado. Creemos que este ha sido el principal factor detrás del alza en el ARPU (+1.2% A/A) compensando el efecto negativo del empaquetamiento de servicios. En base a estos resultados hemos modificado ligeramente al alza nuestros estimados de ARPU para el 2013 y 2014.

Con un adecuado control de costos logra eficiencias operativas. El crecimiento de la base de UGI, la digitalización de la red así como un control de costos han permitido a Megacable obtener sinergias operativas y economías de escala. En este trimestre, los costos y gastos unitarios descendieron 1.3% A/A. La empresa logró un aumento de 1.5pp en el margen de Ebitda finalizando en 43.4% vs 42.0% del trimestre previo y nuestro estimado de 42.1%. Con estos resultados hemos incrementado nuestra proyección para el margen de Ebitda 2013e a 42.7% desde el 41.8% previo.

Cuenta con una sólida estructura financiera sin impacto por el pago de dividendos. En el trimestre la empresa pagó P\$284m por concepto de la 1ra exhibición del dividendo aprobado por el Consejo de Administración para el 2013. Al cierre del trimestre, Megacable finalizó con P\$3,021m en caja superando en 41% a sus pasivos con costo. La empresa tiene una sana estructura financiera que podría ser aprovechada para continuar con la consolidación en el sector.

MEGA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,191	2,444	11.5%	2,370	3.1%
Utilidad de Operación	592	705	19.0%	632	11.5%
Ebitda	919	1,062	15.6%	998	6.4%
Utilidad Neta	443	519	17.2%	484	7.2%
Margen Operativo	27.0%	28.8%	1.8pp	26.7%	2.2pp
Margen Ebitda	42.0%	43.4%	1.5pp	42.1%	1.3pp
UPA	\$0.52	\$0.60	17.1%	\$0.56	7.1%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

Televisión Azteca (AZTECA CPO, Mantener, PO 2013 \$8.00)

Los resultados de TV Azteca fueron débiles y en línea con los estimados. La empresa reportó un monto de P\$2,820m en los ingresos, esto es, una caída de 5.8% vs 2T13. La empresa menciona que el cambio de gobierno y la redefinición de los proyectos de comunicación afectaron sus ingresos. Además creemos que la desaceleración de la economía global ha puesto presión en algunas compañías por lo que han recortado sus presupuestos publicitarios. Azteca reportó en el Ebitda una caída de 12.3% y un monto de P\$847m con una contracción de 2.22pp en el margen de Ebitda. La empresa no pudo amortiguar la erosión de los ingresos con estrategias de reducción de costos.

Debilidad generalizada en los ingresos. Azteca reportó que los ingresos de publicidad en México (92.2% de las ventas totales) retrocedieron 3.9% vs el 2T12; estimábamos una caída de 5.5%. Nos sorprende la caída de 24.5% A/A en los ingresos de Azteca America, creemos que la empresa está enfrentando una mayor competencia por parte de Univision, actual líder en el segmento hispano de EEUU. Azteca America representó en el 2T13 un 6.1% de los ingresos totales bajando su contribución desde 7.6% en el 2T12. Los ingresos por exportación de programación también sufrieron una caída de 22.0% A/A lo cual atribuimos a menores compras de programación en el continente europeo.

Reducción en costos y gastos. Azteca reportó una reducción anual de 3.0% en los costos de programación, producción y transmisión como parte de las estrategias de control. En los gastos de administración, la empresa reportó una disminución de 1.3% A/A derivado de menores gastos de operación y reducción en los gastos de viaje ante un entorno más complicado.

Pérdida neta de P\$84m por debilidad operativa. La utilidad de operación registró una caída de 24.4% por los efectos antes mencionados y un aumento de 3.1% en el cargo por depreciación. La debilidad operativa y pocos cambios en los cargos financieros dieron como resultado una pérdida neta de P\$84m lo cual compara desfavorablemente con la utilidad reportada en el 2T12 y con nuestro estimado.

Incorporando los resultados del 2T13 nuestra perspectiva para 2013 incluye una caída de 5.2% en los ingresos consolidados (P\$11,910m) y una reducción de 2.8% en el Ebitda, es decir, un monto de P\$4,036m. Los estimados del consenso de mercado todavía están por arriba de nuestros números por lo que esperamos revisiones a la baja y un periodo de volatilidad en el precio de la acción.

AZTECA – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,994	2,820	-5.8%	2,837	-0.6%
Utilidad de Operación	732	553	-24.4%	653	-15.4%
Ebitda	966	847	-12.3%	873	-3.0%
Utilidad Neta	40	-85	-312.5%	220	-138.7%
Margen Operativo	24.4%	19.6%	-4.8pp	23.0%	-3.4pp
Margen Ebitda	32.3%	30.0%	-2.2pp	30.8%	-0.8pp
UPA	\$0.01	-\$0.03	N.A.	\$0.07	-138.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

METALES Y MINERÍA / Marissa Garza Ostos

Grupo México (GMEXICO B, Compra, PO 2013 \$48.00)

Los menores precios y volúmenes de los metales afectaron el resultado. Los resultados reportados por GMexico al 2T13 fueron débiles. Aunque estos estuvieron prácticamente en línea con nuestros estimados a nivel de ventas, las utilidades fueron mucho menores a lo esperado. Las ventas disminuyeron 12.2% respecto del 2T12 al ubicarse en US\$2,237 millones mientras que el EBITDA mostró una contracción interanual de 30.3% al ubicarse en US\$901 millones. La debilidad experimentada en los precios de los metales en conjunción con menores volúmenes de ventas debido a la recesión en Europa, la debilidad en China y la pausada recuperación en Estados Unidos afectaron el resultado de la división minera. En particular, la disminución del 9.9% en el volumen de ventas de cobre en conjunción con la contracción del 8.3% en el precio promedio del metal rojo afectaron el resultado. A nivel neto, la compañía registró utilidades por US\$292 millones, siendo 53.4% inferiores a las obtenidas en el 2T12, afectadas por una mayor debilidad a nivel operativo, y una minusvalía por tenencia de acciones por US\$122.6 millones y que contrasta con las ganancias por US\$52.5 millones del 2T12.

Dividendo trimestral: P\$0.13 por acción. La compañía dio a conocer el monto del dividendo que será distribuido este trimestre, a razón de P\$0.13 por acción, pagadero en efectivo en una sola exhibición a partir del 6 de agosto próximo. Este dividendo representa un rendimiento trimestral del 0.3% sobre precios actuales y un rendimiento anual del 1.2%. Es importante mencionar que el monto del dividendo es 50% inferior al distribuido en el trimestre anterior lo cual consideramos es resultado de los importantes proyectos de inversión que mantiene la compañía.

Bajamos nuestro precio objetivo 2013 a P\$48.00, pero reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. Al incorporar los resultados del trimestre, bajamos nuestro PO2013 a P\$48.00 (desde \$51.60), pero reiteramos nuestra recomendación de COMPRA ante el atractivo potencial de apreciación para las acciones de la compañía cercano al 18%. Para el cálculo de nuestro precio objetivo utilizamos un modelo de valuación por suma de partes con el objetivo de reflejar el valor potencial en cada uno de los negocios. Con base a nuestro precio objetivo y estimados, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA 2013E de 6.9x y 2014E de 6.0x, este último en línea con el promedio de cotización del último año y del múltiplo 2013E al que cotiza actualmente la emisora. Es importante mencionar que a pesar de la debilidad observada durante la primera mitad del 2013 en los precios del cobre, se espera una recuperación hacia la segunda mitad del año. Lo anterior se encuentra sustentado en que por primera vez en el año, el mercado cerró el 2T13 con un déficit por 130Kt de acuerdo a estudios realizados por CRU, empresa privada, y autoridad a nivel mundial en el análisis de la industria de la Minería, Metales y Fertilizantes, debido a presiones en la oferta por huelgas, menores leyes de mineral, derrumbes en dos minas importantes y el cierre de la mayor fundición en India. Esto, en conjunción con la construcción de infraestructura y viviendas en China, Japón y Estados Unidos cuya recuperación deberá darse hacia la segunda mitad del año, deberá verse reflejado en un mayor consumo y demanda, lo que a su vez deberá impactar positivamente los precios del cobre respecto de los niveles actuales.

GMEXICO – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,548	2,237	-12.2%	2,298	-2.7%
Utilidad de Operación	1,104	737	-33.2%	872	-15.5%
Ebitda	1,293	901	-30.3%	1,042	-13.5%
Utilidad Neta	626	292	-53.4%	488	-40.2%
Margen Operativo	43.3%	33.0%	-10.3pp	37.9%	-4.9pp
Margen Ebitda	50.7%	40.3%	-10.4pp	45.3%	-5.0pp
UPA	\$0.08	\$0.04		\$0.06	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

PETROQUIMICAS / Marissa Garza Ostos

Alpek (ALPEK A, Compra, PO 2013 \$32.00)

Los resultados del 2T13 de Alpek fueron débiles, situándose por debajo de expectativas. El cierre del sitio de Cape Fear con el objetivo de consolidar las operaciones de poliéster y hacerlas más eficientes, afectó el resultado. Los ingresos consolidados disminuyeron 12.1% A/A al ubicarse en P\$22,616 millones y el EBITDA se contrajo en 43.7% al ubicarse en P\$1,524 millones. En dólares las bajas fueron del 5% en ingresos y del 39% en el EBITDA. Excluyendo el cargo relacionado con el cierre de Cape Fear por US\$27 millones la compañía hubiese registrado una disminución anual del 31% en el EBITDA (-26% en dólares A/A), aún por debajo de nuestros estimados. Las presiones en los precios de las materias primas, y el cierre mencionado en conjunción con cortes de energía en Altamira y Cosoleacaque afectaron los volúmenes de poliéster más allá de lo esperado.

En términos generales, los volúmenes totales muestran una disminución anual del 4% A/A, con precios promedio 1% inferiores. Con respecto al 1T13, los volúmenes muestran un incremento del 4%, pero los precios continuaron afectados, disminuyendo secuencialmente cerca del 5%. A nivel neto, la compañía reportó una pérdida por P\$928 millones (US\$71 millones), afectada por los cargos relacionados con el cierre de Cape Fear que sumaron US\$114 millones. Estos incluyen, además de los gastos mencionados, US\$157 millones por cancelación de activos, y US\$70 millones de impuestos diferidos.

Cadena de Poliéster muy afectada. El negocio de Poliéster, que contribuye con el 76% de los ingresos y este trimestre con el 59% del EBITDA consolidado, registro una disminución del 14.3% A/A en sus ventas y del 53.8% en el EBITDA, en términos de pesos. Lo anterior es resultado de la disminución interanual del 7% en los volúmenes de ventas, en conjunción con precios promedio 7% inferiores a los del año anterior. A partir de marzo los precios del poliéster comenzaron a disminuir y dicha disminución se prolongó hasta el mes de mayo afectando los resultados. La baja en precios tiene a su vez un impacto negativo en la demanda debido al aplazamiento que algunos clientes realizan en sus compras. A lo anterior se unió el cierre de Cape Fear, con un efecto temporal en los volúmenes y costos de conversión conforme disminuye la producción de la planta mencionada y es absorbida por otras plantas de Alpek. Se espera que el proceso de consolidación concluya en septiembre próximo. La compañía espera obtener ahorros por alrededor de US\$30 millones por año con el cierre de Cape Fear.

Del lado positivo, mejora secuencial en la Cadena de Plásticos y Químicos. Este segmento mostró una disminución del 4.2% en sus ingresos, y del 20.8% en el EBITDA A/A. No obstante, se observa una mejora secuencial respecto de los resultados obtenidos en el 1T13 al mostrar crecimientos del 4.7% en ventas, pero sobretodo del 22.8% en el EBITDA. Los volúmenes mostraron crecimientos tanto en forma anual (+11%) como secuencial (+13%) como resultado de la fuerte demanda y condiciones más estables en los precios de las materias primas, después de la volatilidad observada en el 1T13. La recuperación observada en los márgenes de este segmento respecto de los registrados en el 1T13 al pasar de 9.7% a 11.4% es resultado de la recuperación en polipropileno (PP) y en poliestireno expandible (EPS) en conjunción con márgenes de caprolactama más estables. La contribución del negocio de Plásticos y Químicos este trimestre fue del 24% a los ingresos y el 40% del EBITDA.

Alpek mantiene su solidez financiera. Durante el trimestre, la compañía invirtió US\$60 millones en la construcción de planta de cogeneración en Cosoleacaque La deuda neta al cierre del trimestre ascendió a US\$644 millones, mostrando una disminución del 14% respecto de la registrada al cierre del 1T13, como resultado del prepagado de deuda existente. La razón de deuda neta a EBITDA se ubica en 1.0x, similar a la obtenida en el 1T13, con una cobertura de intereses de 6.2x.

Bajamos nuestro precio objetivo 2013 a P\$32.00, no obstante reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. Al incorporar los resultados publicados por Alpek ajustamos nuestros estimados 2013 a la baja. Ahora, nuestras proyecciones asumen ingresos por P\$88,519 millones (antes P\$90,870 millones) y EBITDA por P\$7,657 millones (antes P\$8,263 millones) representando disminuciones de 7.9% y 20.3%, respectivamente. Esperamos una recuperación en volúmenes en los próximos trimestres, ante un entorno más favorable de precios y el aumento estacional en la demanda en los próximos meses. La compañía ajustó ligeramente a la baja su guía de crecimiento para el EBITDA desde US\$650 millones a US\$623 millones este año, al aplicar el cargo por el cierre de Cape Fear. Como resultado de lo anterior, bajamos nuestro PO 2013 a P\$32.00 (antes P\$35.00). Con este precio el rendimiento potencial es del 15.4% sobre precios actuales, por lo que reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. Seguimos pensando que uno de los catalizadores más importantes para Alpek será el anuncio de sus proyectos de inversión con Pemex con lo que se concretará la integración de la compañía hacia el MEG (monoetilenglicol), uno de los principales insumos para la producción del PTA/PET. Esperamos que esto se anuncie antes que acabe el 2013.

ALPEK – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	25,729	22,616	-12.1%	25,039	-9.7%
Utilidad de Operación	2,116	-999	NC	1,727	NC
Ebitda	2,707	1,524	-43.7%	2,248	-32.2%
Utilidad Neta	1,226	-928	-175.7%	1,276	-172.7%
Margen Operativo	8.2%	-4.4%	-5.2pp	6.9%	-1.0pp
Margen Ebitda	10.5%	6.7%	-4.3pp	9.0%	-2.5pp
UPA	\$0.58	-\$0.44		\$0.60	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Mexichem (MEXCHEM *, Compra, PO 2013 \$68.50)

Resultados del 2T13 en línea con lo esperado. Mexchem reportó débiles resultados, en línea con las cifras anunciadas previamente por la compañía a nivel operativo. Los ingresos muestran una disminución interanual del 3.8% al ubicarse en P\$16,968 millones, mientras que el EBITDA por P\$3,254 millones bajó 17.7% A/A. A nivel neto, la compañía registró una utilidad por P\$800 millones representando una disminución del 48.2% respecto de la obtenida en el 2T12, afectada por el desempeño operativo y un mayor costo financiero, resultado de las fluctuaciones cambiarias observadas. Por lo que respecta a la estructura financiera de la compañía, esta se mantiene sana con un nivel de deuda neta a EBITDA de tan solo 0.99x y una cobertura de intereses de 9.0x, como resultado del aumento de capital realizado en el 4T12.

Cadena de Soluciones Integrales, apoyada por las reestructuras en Wavin.

La cadena de Soluciones Integrales, que representa el 59% de los ingresos y el 42% del EBITDA mostró un crecimiento anual del 9.3% en sus ventas, pero una caída del 1.8% en el EBITDA. Los volúmenes aumentaron 16% pero los precios cayeron 6% en términos anuales. Lo anterior es resultado del retraso en obras de infraestructura en países como México, Colombia, Brasil, Argentina y Perú y el entorno macroeconómico adverso en Europa.

Esto se vio parcialmente compensado con la consolidación de tres meses completos de Wavin en comparación con 2 meses en el 2T12. Es positivo observar que respecto de los resultados obtenidos en el 1T13 se observa una mejora secuencial, sobre todo en los márgenes, los cuales aumentaron 300pb al ubicarse en niveles de 13.7%, como resultado del plan de reestructura implementado por la compañía en Wavin y cuyos resultados deberán ser más representativos a partir del próximo trimestre.

En Cloro-Vinilo se mantienen las presiones en precios y volúmenes. Por lo que respecta a la Cadena de Cloro-Vinilo, los ingresos disminuyeron 14.3% mientras que el EBITDA bajó 20.8% A/A como resultado de las reducciones interanuales del 6% en los volúmenes y del 8% en los precios. La integración del negocio de resinas especiales Polyone este trimestre contribuyó con el 2.7% de los ingresos a esta división. El débil resultado en general se explica por menores volúmenes de ventas de fosfatos y plastificantes, además de la reducción en el volumen de resina de PVC debido al paro programado de la planta de México para la integración de su expansión y que le permitirá añadir cerca de 180 mil toneladas por año. Respecto del trimestre anterior, los resultados continúan presionados y observamos una reducción de 130pb en los márgenes a niveles de 17.0%. Creemos que la alianza estratégica que mantiene con Pemex sobre la planta de Pajaritos y cuyo arranque está programado para el próximo trimestre le permitirá a Mexchem una mejor integración vertical hacia el VCM, asegurando el abastecimiento de esta importante materia prima para la producción de PVC, lo que deberá traducirse en mejores resultados los próximos trimestres. Esta cadena contribuye con el 34% de los ingresos y el 30% del EBITDA consolidado.

Cadena de Flúor, se mantienen las presiones en los refrigerantes, pero se observa una mejora secuencial. Esta cadena mostró disminuciones del 25.9% en sus ingresos y del 27.9% en el EBITDA de forma anual, como resultado de la fuerte contracción en los precios (-21%), principalmente de los refrigerantes, donde el exceso en la capacidad de China ha afectado los resultados. No obstante, es positivo observar cierta recuperación en los márgenes respecto del trimestre anterior al pasar de 33.3% en el 1T13 a 40.3% en el 2T13. En los próximos trimestres se espera estabilidad en los precios de los refrigerantes respecto de los niveles actuales, mientras que la compañía sigue renegociando los contratos de renovación de venta de fluorita y ácido fluorhídrico, lo que podría ayudar a los precios a regresar a niveles anteriores hacia el 2T14. La contribución de la cadena de Flúor es del 14.3% a los ingresos y del 30.1% al EBITDA.

A la espera de mayores noticias sobre los proyectos de inversión. Respecto de los planes de inversión de la compañía, se espera que el proyecto de co-inversión con Pemex inicie en el 3T13. Recordemos que este proyecto es muy importante para la integración vertical total de la cadena de Cloro-Vinilo. Una vez que se inicien las operaciones conjuntas se espera incrementar la capacidad actual de 200 mil toneladas de VCM (uno de los principales insumos para la producción de resina de PVC) a 400 mil toneladas.

Por lo que respecta al proyecto relacionado con Oxychem para la construcción de un cracker de etileno en Estados Unidos también se espera la decisión final el próximo trimestre. Respecto a los proyectos de integración vertical hacia productos de mayor valor agregado en la Cadena de Flúor, la compañía mantiene las negociaciones al respecto, pero espera anunciar algo hacia finales del 3T13.

Bajamos nuestro precio objetivo 2013 a P\$68.50, pero reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. Al incorporar los resultados del trimestre y las perspectivas de la compañía para la segunda mitad del año estamos ajustando a la baja nuestros estimados. Ahora, nuestras proyecciones asumen ingresos por P\$71,695 millones que representa un incremento del 13% A/A y un EBITDA por P\$ 12,858 millones, es decir una disminución del 3.1% en forma anual. La compañía mantiene su guía de crecimiento nulo para este año a nivel de EBITDA sin considerar adquisiciones, pero el panorama luce retador hacia la segunda mitad del año. No obstante, se esperan importantes mejorías derivadas del plan de reestructura implementado en Wavin en Europa para la cadena de Soluciones Integrales, mientras que en Cloro Vinilo, con el proyecto de co-inversión con Pemex, se espera un mejor abastecimiento del VCM en esta cadena, lo cual en conjunción con la integración de Polyone, deberá ayudar a mejorar los resultados. Derivado de lo anterior, ajustamos nuestro PO2013 a P\$68.50 (antes P\$71.00), lo que representaría un rendimiento potencial sobre precios actuales del 18.0%, por lo cual mantenemos nuestra recomendación de COMPRA.

MEXCHEM – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	17,634	16,968	-3.8%	16,932	0.2%
Utilidad de Operación	2,914	2,215	-24.0%	2,263	-2.1%
Ebitda	3,953	3,254	-17.7%	3,405	-4.4%
Utilidad Neta	1,543	800	-48.2%	1,067	-25.0%
Margen Operativo	16.5%	13.1%	-3.4pp	13.4%	-0.3pp
Margen Ebitda	22.4%	19.2%	-3.2pp	20.1%	-0.9pp
UPA	\$0.73	\$0.38		\$0.51	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

TELEFONÍA / Manuel Jiménez Zaldivar

América Móvil (AMX L, Mantener, PO 2013 \$14.15)

Los resultados de Amx al 2T13 son en línea con lo estimado a nivel operativo pero por debajo del consenso en la utilidad neta. La compañía reportó ingresos consolidados de P\$194,800m representando un aumento de 1.6% A/A y una variación 2.7% frente a nuestros estimados. En el Ebitda la empresa generó un monto de P\$65,042m, es decir, una caída de 2.1% vs 2T12 lo que equivale a un margen de Ebitda de 33.4% (-1.26pp A/A) como resultado de mayores costos por subsidios de “smartphones” y una erosión de las tarifas de voz. El Ebitda reportado fue 5.1% mayor a nuestro estimado y 3.3% frente al consenso del mercado. En la utilidad neta la empresa reportó un monto de \$14,193m un aumento anual de 7.9% y 11.9% por arriba de nuestro estimado pero 26.3% por debajo del consenso del mercado.

Un elemento que podría generar preocupación es el alza en la razón de Deuda Neta a Ebitda a 1.7x siendo un efecto de una agresiva recompra de acciones en el 2T13.

Ingresos por servicios de voz a la baja. La empresa reportó un monto de P\$194,800m en los ingresos consolidados. Desglosando esta cifra los ingresos por servicios cayeron 0.6% A/A y representaron el 89.5% de las ventas netas. Los ingresos por venta de equipo crecieron 25.6% debido a los mayores precios de los “smartphones” compensando un menor volumen. Por tipo de servicio Amx reportó caídas en las ventas relacionadas con servicios de voz tanto fija (-11.0%) como móvil (-6.0%). Por el contrario los ingresos de Datos Celular, así como TV de paga lograron crecimientos de 17.2% y 5.4%, respectivamente.

La rentabilidad presionada pero no tanto como estimábamos. Amx reportó un margen de Ebitda de 33.4% siendo una caída de 1.26pp A/A. Nosotros esperábamos un margen de Ebitda de 32.6%. Hemos incorporado estas cifras en nuestro modelo de proyecciones y suavizado ligeramente la tendencia de contracción en los márgenes durante el 2013. Nuestro nuevo estimado en el margen de Ebitda para todo el año es de 32.6%, anteriormente nuestro cálculo era de 32.2%. Esto implicaría que el Ebitda durante 2013 caería 1.7% A/A. En el trimestre que nos ocupa, las operaciones en México, Estados Unidos y Colombia reportaron mejores márgenes a lo estimado.

Pérdidas cambiarias son compensadas con una menor provisión para impuestos. La variación de las monedas latinoamericanas frente al dólar en los últimos días de junio fue un factor que influyó en los resultados de la empresa provocando pérdidas cambiarias del orden de P\$23,843m que compara desfavorablemente con la pérdida de P\$16,086m en el periodo anterior. Adicionalmente el mayor nivel de deuda provocó un alza de 16.5% en los intereses pagados. Amx reportó una tasa efectiva de impuestos de 31.3% vs 38.8% en el 2T12 compensando el efecto negativo de los costos financieros. Así la utilidad neta creció 7.9% A/A a P\$14,193m siendo mejor que nuestros estimados pero muy por debajo del consenso del mercado.

AMX – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	191,739	194,800	1.6%	189,766	2.7%
Utilidad de Operación	40,078	40,558	1.2%	36,750	10.4%
Ebitda	66,426	65,042	-2.1%	61,910	5.1%
Utilidad Neta	13,157	14,193	7.9%	12,678	11.9%
Margen Operativo	20.9%	20.8%	-0.08pp	19.4%	1.45pp
Margen Ebitda	34.6%	33.4%	-1.26pp	32.6%	0.76pp
UPA	\$0.17	\$0.20	13.8%	\$0.18	11.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

Axtel (AXTEL CPO, Mantener, PO 2013 \$4.85)

Las cifras trimestrales de Axtel las consideramos como positivas superando nuestros estimados y también los de consenso. La empresa reportó una caída en sus ingresos consolidados de 11.5% A/A debido a la desconexión de líneas de voz, menores tarifas y el efecto de empaquetamiento de servicios. Además el comparativo es complicado por ingresos extraordinarios relacionados con venta de equipo al gobierno federal en el 2T12. La empresa ha logrado ajustar su estructura de costos y gastos para amortiguar la erosión de los ingresos y los gastos adicionales relacionados con el arrendamiento de las torres registrando una caída marginal en el Ebitda (-0.3% A/A) y un incremento de 3.30pp en el margen. Con la reestructura de deuda los costos financieros bajaron significativamente.

Sigue perdiendo líneas de voz y se mantiene la presión en las tarifas. Axtel reportó una pérdida de 17.7 mil líneas siendo equivalente a una disminución anual de 9.4% en las líneas en servicio para finalizar en 938.9 mil. Además la compañía registró una reducción de 12% en el volumen de llamadas facturadas siendo un efecto de la incorporación de llamadas gratis a celular en los servicios empaquetados, estrategia utilizada para frenar la salida de clientes.

Servicios de TV de Paga y FTTH (Axtel X-Tremo) mitigan la pérdida de clientes en Wimax. La empresa registró un crecimiento de 59.2% A/A en la base de suscriptores de acceso a internet mediante fibra óptica (FTTH) además de incorporar 15 mil nuevos suscriptores en el servicio de TV de paga con lo que logró compensar la disminución de 10.6% en los accesos de internet con tecnología Wimax (muy baja velocidad). Al cierre del 2T13 los clientes bajo tecnología Wimax representaban el 72% de la base total de accesos a internet.

Caídas en los ingresos de los servicios de voz. Axtel reportó ingresos consolidados de P\$2,380m siendo una caída de 11.5% A/A. Desglosando por tipo de servicio la empresa reportó variaciones anuales de -10.2% en el servicio local, -7.4% en Larga Distancia, +6.7% en Datos y Redes, +2.4% en la terminación de tráfico internacional y -40.1% en otros ingresos. La razón principal en los retrocesos de los servicios de voz es una caída en las tarifas, en algunos casos la empresa logró atenuar este efecto con incrementos en el volumen tal fue el caso de tráfico de larga distancia nacional.

Efectivo control de costos y gastos provocan una expansión en el margen de Ebitda. La empresa ha realizado una reestructura importante en sus costos y gastos para absorber la reducción de los ingresos y el pago del arrendamiento de las torres de comunicación. Otro elemento que ayudó a la recuperación de la rentabilidad fue la ausencia de venta de equipos que tradicionalmente significan márgenes bajos. Así la empresa reportó un Ebitda de P\$701m, es decir un margen de Ebitda de 29.4% (+3.30pp vs 2T12).

Con la reestructura de deuda disminuyen los costos financieros. Axtel reportó una disminución de 39.1% en los intereses pagados además de una caída de 36.5% en las pérdidas cambiarias principalmente por la reducción en los pasivos denominados en moneda extranjera. Al cierre del trimestre la razón de deuda neta a Ebitda se ubicó en 2.6x comparando favorablemente con el 3.4x reportado en el 2T12.

AXTEL – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	2,688	2,380	-11.5%	2,455	-3.1%
Utilidad de Operación	-63	-120	N.A.	-160	N.A.
Ebitda	703	701	-0.3%	646	8.6%
Utilidad Neta	-978	-449	-54.1%	-562	-20.1%
Margen Operativo	-2.3%	-5.1%	-2.73pp	-6.5%	1.44pp
Margen Ebitda	26.1%	29.4%	3.30pp	26.3%	3.15pp
UPA	-0.78	-0.36	N.A.	-0.45	-20.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Maxcom Telecomunicaciones (MAXCOM CPO, Mantener, PO 2013 \$5.25)

Calificamos los resultados de Maxcom al 2T13 como positivos. Maxcom reportó incrementos anuales de 22.9% en ingresos y de 9.9% en el Ebitda lo cual compara favorablemente con nuestros estimados de 8.6% en ingresos y 1.4% en Ebitda. La empresa reportó un monto de P\$636m siendo impulsados por el crecimiento de 159.4% en los ingresos por mayoreo que en este trimestre representaron el 28.2% de las ventas consolidadas vs el 13.3% en el 2T13. Maxcom reportó un Ebitda de P\$187m lo que equivale a un margen de Ebitda de 29.4%, esto es un deterioro de 3.5pp vs 2T13 por la menor rentabilidad de los ingresos por mayoreo.

Un buen avance en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI).

Maxcom finalizó el trimestre con 644.2 mil UGI obteniendo en este periodo 19.6 mil adiciones netas, esto es, un crecimiento de 11.6% A/A. El 82% de las adiciones netas se obtuvieron en el segmento residencial con lo que este tipo de clientes representaron el 79.8% de la base total. En el segmento comercial, Maxcom obtuvo 3.8 mil adiciones netas y un crecimiento de 9.2% vs 2T12. En el segmento residencial la relación de servicios contratados por cliente subió de 1.71 en el 2T12 a 1.84 en este trimestre derivado del empaquetamiento de servicios de voz (fija y móvil), datos y video.

Maxcom reportó un inusual incremento de 10.4% en el ARPU consolidado.

Al cierre del trimestre la empresa registró un ingreso promedio mensual por suscriptor (ARPU) de P\$334 comparando favorablemente con P\$303 del 2T12 y P\$314 del 1T13. Este inusual incremento se debe a mayores ingresos provenientes de los servicios de mayoreo. Este tipo de servicios tiende a ser muy volátil no obstante la empresa ha registrado mejores ARPUs en los últimos trimestres.

Gran parte del crecimiento en ingresos proviene de los servicios de mayoreo. Maxcom reportó ingresos consolidados de P\$636m (+22.9% A/A) desglosando esta cifra por tipo de servicio la empresa generó crecimientos de +1.2% en Residencial, +7.2% en Comercial, -11.4% en Telefonía Pública y +159.4% en Mayoreo. Es importante mencionar que el comparativo con el año anterior en el segmento de mayoreo era “relativamente” fácil al ser el periodo con menores ingresos reportados en este rubro. En el segmento residencial los ingresos aumentaron debido a un mayor consumo en servicios de acceso a internet y de televisión de paga.

Menor rentabilidad en los servicios de mayoreo presiona al margen consolidado. La caída de 3.5pp en el margen de Ebitda proviene principalmente de un incremento de 51.9% en los costos de operación de la red asociados a un mayor tráfico de “el que llama paga” y de “larga distancia” como parte del negocio generado por el servicio de mayoreo que usualmente tiene menores márgenes. La empresa ha reorganizado su estructura operacional mediante un programa de recortes para compensar la erosión de los márgenes, en este trimestre se reconoció un cargo por P\$30m relacionado a esta reorganización.

Cierra con una elevada razón de Deuda Neta a Ebitda. Maxcom reportó una razón de Deuda Neta a Ebitda de 5.0x siendo sustancialmente mayor al 2.2x del 2T12. En caso de lograrse el plan de reestructura y recapitalización estimamos que ésta razón bajaría a 3.3x y con una menor tasa de interés se liberarían recursos para que la empresa invierta en su crecimiento.

MAXCOM – Resultados 2T13 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T13	Var %	2T13e	Var % vs Estim.
Ventas	517	636	22.9%	562	13.2%
Utilidad de Operación	-25	-34	36.2%	30	-213.5%
Ebitda	170	187	10.0%	172	8.5%
Utilidad Neta	-239	-226	-5.4%	-123	84.3%
Margen Operativo	-4.8%	-5.4%	-0.52pp	5.3%	-10.69pp
Margen Ebitda	32.9%	29.4%	-3.48pp	30.7%	-1.28pp
UPA	-\$0.91	-\$0.86	-5.5%	-\$0.47	84.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermsillo Bernal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Juan Ignacio Neri, 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 certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

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 sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, 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, Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen 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 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

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 alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC. Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. 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 al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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; Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan 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 Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte.

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Jorge Alejandro Quintana	Subdirector de Gestión	jorge.quintana@banorte.com	(55) 4433 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Julieta Alvarez	Asistente Dirección Ejecutiva	julieta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza	Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih	Subdirector Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Gerente Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Juan Ignacio Neri	Trainee Deuda Corporativa	juanignacio.neri@banorte.com.mx	(55) 5268 - 9925

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683