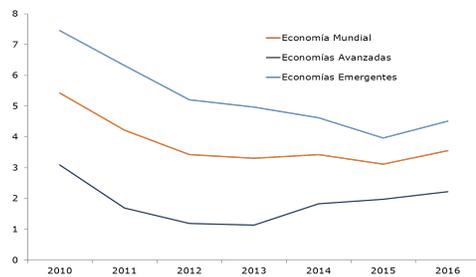


Expectativas Financieras Anuales

Expectativas económicas 2016

Crecimiento mundial

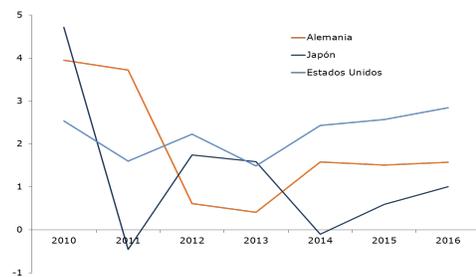
(variación % anual)



▲ Fuente: FMI

Crecimiento de economías avanzadas

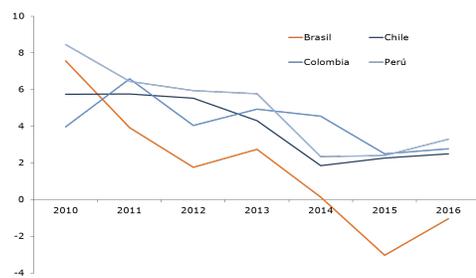
(variación % anual)



▲ Fuente: FMI

Crecimiento de economías de Sudamérica

(variación % anual)



▲ Fuente: FMI

Perspectiva económica internacional

A pesar de los que señala el Fondo Monetario Internacional (FMI), no esperamos que el crecimiento económico global vaya a mejorar en 2016. Si bien las economías avanzadas podrían crecer ligeramente por encima del 2.0% (2.2%), las economías emergentes proseguirán desacelerándose. Una nueva recaída en los precios mundiales de las materias primas y en particular de los precios del petróleo ha puesto, una vez más, a prueba las finanzas de los pause productos.

Esperamos que Estados Unidos crezca alrededor de 2.8% en 2016, ligeramente por encima del 2.6% del año anterior, impulsado principalmente por el dinamismo del consumo privado que se verá favorecido por el crecimiento del empleo y en menor medida de los salarios. La caída en los precios del petróleo seguirá mejorando el poder adquisitivo de la población, aunque sus efectos macroeconómicos se verán contrarrestados en parte por la caída de la inversión petrolera.

La fortaleza del dólar y la debilidad de la demanda externa seguirán afectando el desempeño de las manufacturas, así como el fortalecimiento del sector servicios.

Después de que en diciembre de 2015 el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del FED diera inicio al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, es de esperar que en el transcurso de 2016 se registren tres o más incrementos de las tasas de interés, aunque la posibilidad de que ello suceda dependerá crucialmente de la información económica que se vaya publicando, siendo relevante todo lo relativo a la fortaleza del mercado laboral y la evolución del proceso inflacionario.

El riesgo más importante de la economía estadounidense tiene que ver con la posibilidad de un sobrecalentamiento, el cual obligaría al FED a redoblar los esfuerzos para la normalización monetaria, pudiendo afectar los rendimientos de los activos de baja calificación locales y extranjeros.

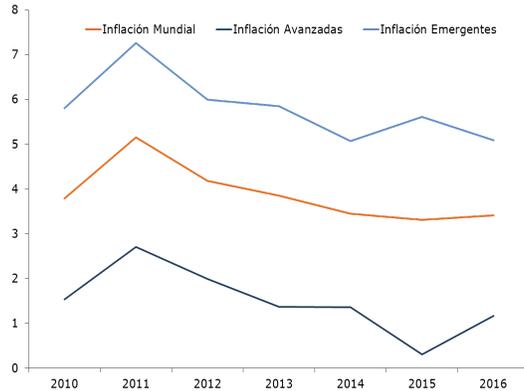
Si bien, no existen elementos para predecirlos, no se puede descartar la posibilidad de ocurrencia de eventos terroristas.

Esperamos que la Eurozona crezca 1.6% en 2016, mejorando ligeramente con respecto al 1.5% que se registró en 2015. Todo parece indicar que persistirán algunos eventos o conflictos geopolíticos que podrían incidir en el comportamiento de las diferentes economías de la zona. Los tres principales países de ña región (Alemania, Francia e Italia) mejorarán sus ritmos de crecimiento.

Contrariamente a la actuación del FED estadounidense, el Banco Central Europeo podrá prepararse para reforzar el programa de apoyo monetario a la recuperación de la economía y de la inflación de la zona, mismas que se han visto limitados por nuevas caídas de los precios de los combustibles u ante la caída de la de manda proveniente de Asia y América Latina.

Inflación mundial

(variación % anual)



▲ Fuente: FMI

Japón podría también mejorar su ritmo de crecimiento en 2016, al pasar de una tasa de crecimiento de 0.6% a 1.0%.

Las economías de los países emergentes seguirán desacelerándose a consecuencia de los ajustes a que se han visto sometidos por el deterioro de los términos del intercambio, ante la persistencia de la caída en los precios de las materias primas y el petróleo, a lo que se irá añadiendo los efectos de la salida de capitales ante la normalización de la política monetaria americana. Estimamos que el crecimiento económico de China en 2016 se aproxime más hacia el 6.0%, mientras Rusia y Brasil verán caer sus economías por segundo año consecutivo. Las economías de América Latina podrían ver una ligera recuperación con respecto a la caída del 2015, impulsadas principalmente por Colombia, Chile y Perú, y, en menor medida por México.

Los precios del petróleo amenazan con seguir bajando ante los signos de caída en la demanda mundial y el exceso de oferta que han generado, Estados Unidos, Rusia y los países miembros de la OPEP. Esta caída junto con la del resto de las materias primas amenaza con afectar las finanzas externas de los países emergentes, por lo que no podría descartarse la posibilidad de que algún país pueda hacer problemas y, de este modo, contagiar a las economías emergentes.

Perspectiva económica nacional

La economía mexicana enfrentará en 2016 un conjunto de eventos adversos que podrían afectar su desempeño. Al bajo crecimiento global estimado, se le ha sumado la caída sostenida del precio y la producción de petróleo y el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Estos eventos afectan directamente las finanzas públicas y han elevado los riesgos macro financieros del país por lo que el gobierno federal se verá obligado a recortar el gasto público y con ello las posibilidades de observar un elevado crecimiento económico.

El inicio del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos provocará una inmediata respuesta por parte del Banco de México, elevando las tasas internas de interés a la par que las estadounidenses. Poco a poco dicha política irá restando dinamismo al crédito y al crecimiento del consumo y la inversión privada.

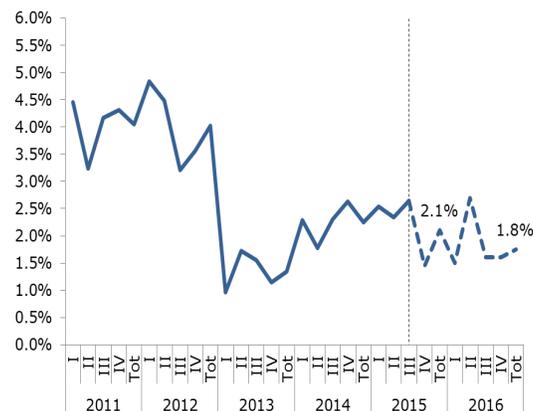
Es probable que el riesgo de inestabilidad financiera interna se vea incrementada por la concurrencia de los eventos anteriormente señalados y por la posibilidad de observar algún contagio proveniente de otras economías emergentes, por lo que es de esperar aumente la volatilidad de las principales variables financieras internas.

A consecuencia de lo anterior, estimamos que el crecimiento económico de México en 2016 sea de 1.8 por ciento. Esperamos una relativa pérdida de dinamismo en el consumo privado, el recorte al gasto público, e inversión modesta, atenuando el arrastre que tendrá nuestro país derivado del crecimiento en la economía norteamericana.

El ritmo de expansión del consumo privado sorprendió de manera importante durante 2015, muy probablemente debido al crecimiento de las remesas en pesos y a la caída en los precios de algunos servicios de uso general como las telecomunicaciones. No obstante, estimamos que en 2016 estos dos efectos tiendan a normalizarse, y que elementos como una mayor tasa de interés, recorte al gasto público y mayores precios de bienes durables tiendan a desacelerar el crecimiento del consumo privado.

PIB de México

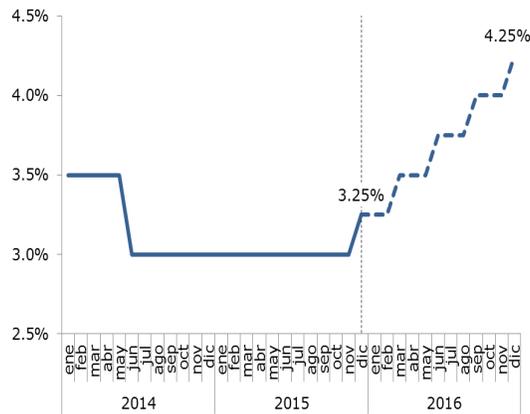
(Variación % anual)



▲ Fuente: INEGI y estimaciones Vector Análisis

Tasa de fondeo en México

(en %, final de periodo)



▲ Fuente: INEGI y estimaciones de VectorAnálisis, Banco de México y estimaciones Vector Análisis

El recorte al gasto del sector público, que se espera cercano al 1.0 por ciento del PIB en 2016, será uno de los limitantes para el crecimiento económico agregado de México al afectar, entre otras cosas, la inversión pública (-16.0 por ciento programado).

En este contexto, la inversión fija bruta total en 2016 presentará un ritmo de crecimiento moderado, reflejando cierto alentamiento del sector de la construcción, dadas las mayores tasas de interés y una base de comparación relativamente desfavorable, si bien el año entrante comenzaremos a observar inversiones debido a las primeras etapas de implementación de la reforma energética (inversiones a largo plazo).

La demanda externa podría dinamizar las exportaciones de nuestro país. Por el lado petrolero observaremos caídas gradualmente menores con paso de los meses, en tanto que las exportaciones no petroleras deberán ser apoyadas por la depreciación del tipo de cambio y la gradual recuperación del sector industrial estadounidense que enfrenta los problemas de la apreciación del dólar y la cada vez mayor importancia que tiene el sector servicios. Si bien otros socios comerciales de los Estados Unidos también han experimentado depreciaciones cambiarias, el peso mexicano aún se ubica dentro de las monedas que más competitividad han ganado.

Después de presentar niveles inusualmente bajos durante 2015, estimamos que la inflación en México retome una tendencia al alza a lo largo de 2016. Si bien su componente subyacente se vio beneficiado por menores precios en telecomunicaciones, creemos que la ganancia inflacionaria más importante en 2015 provino del componente no subyacente, el cual se caracteriza por su alta volatilidad. En este sentido estimamos que genéricos agropecuarios y una posible alza en el precio de las gasolinas durante la primera mitad del próximo año podrían generar una nueva tendencia al alza en la inflación no subyacente, presionando así la inflación general. Otro factor que tampoco debe descartarse es el riesgo latente del traspaso de la depreciación del tipo de cambio al nivel de precios o "pass through", el cual hasta ahora se ha observado modestamente, pero que en adelante podría manifestarse con mayor fuerza. Con base en todo lo anterior estimamos que la inflación de 2016 pueda ser se alrededor de 3.4 por ciento anual.

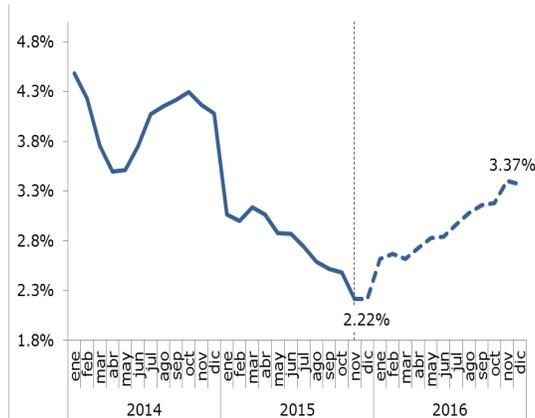
En el contexto de normalización monetaria en los Estados Unidos, creemos que el Banco de México optará por seguir la actuación del FED, dejando de lado el que haya un crecimiento interno débil e inflación en mínimos históricos. En este sentido, esperamos que en 2016 la tasa de referencia pueda incrementarse en 1 por ciento de manera acumulada, alcanzando de esta manera un nivel de 4.25 por ciento al cierre de dicho año. Las implicaciones de esta política restrictiva se podrán observar en un menor crédito, menor inversión, una apreciación relativa del peso y en última instancia sobre el crecimiento económico agregado.

La cuenta corriente de la balanza de pagos ha entrado en terreno poco firme al aumentar de manera importante durante 2015, pero sobre todo al no perfilarse claramente una fuente sana de financiamiento, lo que ha llevado al Banco de México a des acumular reservas internacionales. Este fenómeno podría profundizarse en 2016, convirtiéndose así en una variable más de preocupación macroeconómica.

Otro de los elementos que sin duda alguna será importante seguir en los próximos meses es la calificación crediticia de México. La reciente degradación de la deuda de Pemex por parte de la agencia calificadoradora Moody's podría anticipar una disminución de la calificación crediticia de México, probablemente al nivel en el que se encontraba antes de ser modificada. Hasta ahora, Moody's mantiene el grado de inversión más alto para México en A3 estable, argumentando la aprobación de las reformas estructurales.

Inflación en México

(Variación % anual)



▲ Fuente: INEGI y estimaciones Vector Análisis

Sin embargo, la implementación de éstas ha sufrido algunas dificultades y ha quedado claro que sus beneficios se verán en el mediano o largo plazo, opinión que ha sido compartida por el resto de las calificadoras, que han optado por mantener la calificación mexicana en BBB+ estable.

Proyecciones macroeconómicas 2016

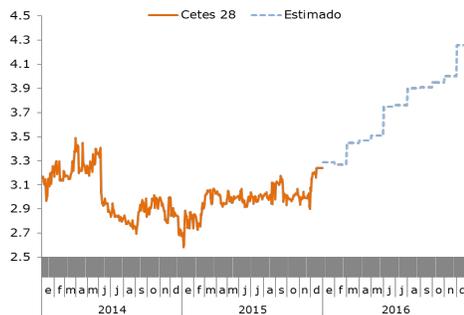
	I	II	III	IV e	2015 e	I e	II e	III e	IV e	2016 e
Producto interno bruto										
Crecimiento anual	2.5	2.3	2.6	1.5	2.1	1.5	2.7	1.6	1.6	1.8
Inflación										
Anual	3.14	2.87	2.52	2.21	2.21	2.62	2.84	3.16	3.37	3.37
Tasa de interés (Cetes 28 días)										
Fin de periodo %	3.04	2.96	3.10	3.24	3.24	3.45	3.75	3.91	4.26	4.26
Bono de 2024										
Fin de periodo %	6.04	6.05	6.07	6.14	6.14	6.23	6.56	6.75	6.97	6.97
Udibono 10 años										
Fin de periodo %	2.82	2.90	3.01	3.90	3.90	3.55	3.68	3.59	3.63	3.63
Tipo de cambio nominal										
Fin de periodo (pesos/US\$)	15.26	15.69	16.91	16.65	16.65	16.75	16.75	16.85	17.10	17.10

▲ Fuente: VectorAnálisis

Expectativas Financieras Anuales

Expectativas de renta fija y cambios 2016

Tasa de rendimiento Cetes 28D



▲ Fuente: Banxico y estimados de VectorAnálisis

Consideramos que en la dinámica de los mercados de renta fija durante el 2016 incidirán principalmente los siguientes factores:

El primero y -el principal de ellos- será la postura monetaria de Estados Unidos. Si bien en 2015, el desempeño económico y particularmente el progreso sostenido en el ámbito laboral constituyeron argumentos suficientes para que la Reserva Federal diera inicio a la normalización de la política monetaria en la reunión de diciembre, 2016 presenta un mayor desafío para los mercados financieros conforme la gradualidad de los incrementos subsecuentes a la tasa de los fondos federales se mantiene incierta. La gestión de la política monetaria en Estados Unidos estará determinada principalmente por los resultados observados en el desempeño económico y particularmente en la evolución de la inflación.

El segundo factor que incidirá en el mercado de deuda es la postura monetaria por parte de Banco de México. Dada la alta tenencia de valores gubernamentales en manos de inversionistas extranjeros, y el riesgo latente de que una salida masiva de capital foráneo a activos denominados en dólares atente contra la estabilidad financiera y en consecuencia contra la credibilidad del gobierno como emisor de deuda, prevemos que la gestión de política monetaria por parte de Banco de México mantendrá un estricto seguimiento a las acciones de la Reserva Federal. Consecuentemente, los cambios en la tasa doméstica ocurrirán con la misma gradualidad y magnitud que presenten la evolución de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos. En adición, consideramos que el escenario de bajas presiones inflacionarias y mayor holgura en la economía que prevalece hasta el momento, eximen a Banco de México de actuar en favor de una restricción monetaria prematura. El inminente desplazamiento de capital a Estados Unidos propiciado por una mayor aversión al riesgo y mejores expectativas de crecimiento económico para este país podrían detonar una corrección a la baja en la parte larga de la curva de rendimiento estadounidense, generando un aplanamiento de la misma y contrarrestando parcialmente el movimiento al alza de las tasas de interés.

Tasa de Rendimiento Mbono 10A

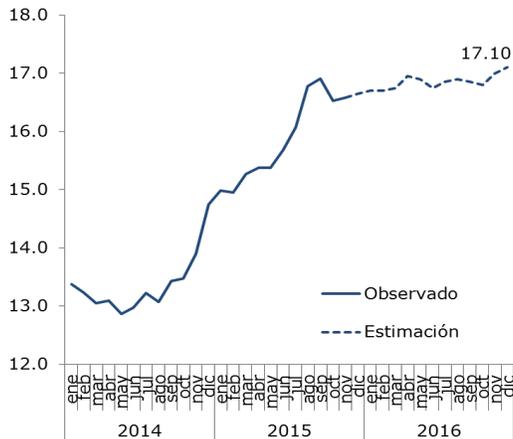


▲ Fuente: Banxico y estimados de VectorAnálisis

Dada la caída de los ingresos petroleros y el nivel de endeudamiento substancial del gobierno, otro factor de mayor relevancia a considerar en 2016 será la capacidad de las autoridades para mantener una buena perspectiva crediticia mediante la gestión del gasto público y la política fiscal, y estar en posibilidad de solventar sus necesidades de financiamiento en el largo plazo.

Finalmente, otro factor que determinará el comportamiento de las tasas será la inflación. Si bien nos encontramos en un escenario de bajas presiones inflacionarias, consideramos que las condiciones que han favorecido este comportamiento son de carácter coyuntural por lo que el desvanecimiento de este efecto en conjunto con la depreciación de la moneda nacional por un periodo prolongado de tiempo genere efectos de segundo orden en la formación de precios y distorsiones en las expectativas de inflación. Lo anterior podría favorecer el desempeño de los Udibonos en los primeros meses del año.

Paridad peso con respecto al dólar



▲ Fuente: Banxico con estimados de VectorAnálisis

Ante el inicio de la normalización de la política monetaria estadounidense es recomendable disminuir la duración de sus portafolios. Seguiremos apuntando a estrategias de valor relativo para tratar de tomar ventaja del abaratamiento de algunos instrumentos frente a otros en los mercados de Mbonos.

Por otro lado, bajo un escenario de subida de tasas, consideramos atractivos los LDs como instrumentos defensivos con vencimiento menor a tres años.

Finalmente, dado lo anterior, prevemos que la tasa de rendimiento de los Cetes de un mes se podría ubicar al cierre del 2016 en 4.26 % y el M26 en 6.97%.

Respecto al tipo de cambio, consideramos que el comportamiento del peso mexicano (MXN) en 2016 será regido predominantemente por factores externos. Las principales fuentes de riesgo al alza para la moneda nacional provendrán de la incertidumbre que prevalece en torno a la gradualidad del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

En adición a lo anterior, el crecimiento anímico en las principales economías ha propiciado que diversos bancos centrales hayan implementado o reforzado el uso de medidas orientadas a flexibilizar su política monetaria y favorecer la recuperación económica, acentuando la divergencia entre la postura monetaria entre Estados Unidos y la mayor parte de las economías. Dado lo anterior, prevemos que se mantengan los episodios de alta volatilidad en el mercado cambiario así como el sustento a la expectativa de que el dólar mantendrá su fortaleza en un horizonte de corto a mediano plazo. En este contexto, dada la alta exposición de inversionistas extranjeros en el mercado de bonos gubernamentales, la moneda nacional se mantendrá endeble a abruptas salidas de capital que se puedan suscitar durante el proceso de normalización de los tipos de interés. El segundo factor es una caída adicional en el precio del petróleo, producto del alto bombardeo de crudo por parte de la OPEP y la posibilidad de que Irán aumente su producción una vez que se levanten las sanciones en su contra. Asimismo prevemos que la volatilidad en el mercado de crudo se traspase al peso. Finalmente no descartamos que un sentimiento de mayor cautela ante la percepción de un mayor riesgo en el entorno económico global limite las inversiones esperadas hacia nuestro país. Dado lo anterior, estimamos un nivel de cierre de 17.10 en el 2016.

Expectativas Financieras Anuales

Mercado de renta variable 2016

Rendimientos históricos del MBONO 10

Cifras en porcentajes



▲ Fuente: Bloomberg

Evolución histórica de los precios del petróleo

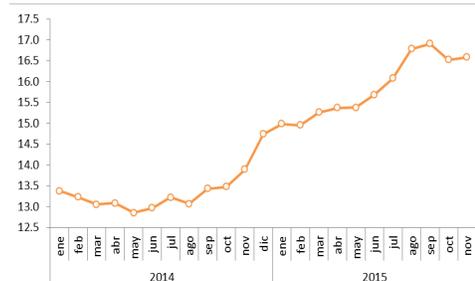
USD por barril



▲ Fuente: Bloomberg

Evolución histórica del tipo de cambio (FIX)

(USD/MXN)



▲ Fuente: Bloomberg

Expectativa del Mercado de Renta Variable

El mercado accionario mexicano durante 2015 estuvo caracterizado por una fuerte volatilidad, resultado de la expectativa de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los EEUU, el desplome en los precios del petróleo y commodities importantes, la desaceleración de la economía China y su impacto directo en varios países emergentes. Para este año, el comportamiento del mercado accionario estará influido por la evolución de los siguientes factores:

- Alza en las tasas de interés: Con base en la decisión de la Reserva Federal de aumentar en 25 p.b. su tasa de referencia, el Banco de México actuó de la misma forma para ubicar la tasa en 3.25% desde 3.00%.
- Dinamismo de la economía de los EEUU; con el consecuente impacto positivo en los sectores de maquila de exportación y que tengan una relación estrecha con el ciclo de producción industrial en este país.
- Estabilidad en los precios del petróleo, con riesgo de ajustes a la baja, debido a un efecto combinado de exceso de oferta y contracción de la demanda a nivel mundial.
- Depreciación del MXN frente al USD: Si bien nuestras proyecciones macroeconómicas contemplan una depreciación moderada del tipo de cambio, existe el riesgo de que precios más bajos del petróleo y un aumento mayor a lo esperado en las tasas de interés en EEUU incidan en una mayor incremento del tipo de cambio.
- Una desaceleración más acentuada de la economía China y su negativo efecto en las economías emergentes, situación que podría deprimir aún más los precios de los commodities.

Asumiendo los puntos anteriores en nuestro escenario base, consideramos que los sectores que podrían ser "ganadores" el próximo año en renta variable serían los relacionados con la exportación de manufactura a los EEUU, las empresas del sector financiero, aerolíneas y aeropuertos y el consumo, debido a que esperamos que la tendencia en el buen desempeño de esta variable se mantenga al menos durante la primera mitad de 2016. En ese sentido, las emisoras que hemos seleccionado como las más atractivas para 2016 son: GAP, OMA, GFREGIO, GFNORTE, WALMEX, GRUMA, AC, FEMSA, COMERCIL y LALA. También vemos atractivas, bajo un criterio de valuación, a AMX, CEMEX, PINFRA, IENOVA y a FUNO.

Adicionalmente a la valuación intrínseca fundamental que determinamos para cada una de las emisoras que cubrimos y que detallamos más adelante en los apartados para cada empresa, realizamos un ejercicio de medición de riesgo para evaluar el posible impacto de los factores arriba señalados en las empresas que cubrimos. De esta manera, las empresas que de acuerdo a esta metodología reportaron el mayor riesgo son: POCHTEC, CEMEX, GFAMSA, ICA y KIMBER.

Expectativa del IPC utilizando el múltiplo

		Crecimiento UAFIDA 12 meses									
		3.2%	4.2%	5.2%	6.2%	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	
M ú l t i p l o	6.3	29,700	29,988	30,276	30,563	30,851	31,139	31,427	31,715	32,002	
	6.8	32,046	32,357	32,667	32,978	33,288	33,599	33,910	34,220	34,531	
	7.3	34,393	34,726	35,059	35,392	35,726	36,059	36,392	36,726	37,059	
	7.8	36,739	37,095	37,451	37,807	38,163	38,519	38,875	39,231	39,587	
	8.3	39,085	39,464	39,843	40,222	40,600	40,979	41,358	41,737	42,115	
	8.8	41,431	41,833	42,235	42,636	43,038	43,439	43,841	44,242	44,644	
	9.3	43,778	44,202	44,626	45,051	45,475	45,899	46,323	46,748	47,172	
	9.8	46,124	46,571	47,018	47,465	47,912	48,359	48,806	49,253	49,700	
	10.3	48,470	48,940	49,410	49,880	50,349	50,819	51,289	51,759	52,228	
	10.8	50,817	51,309	51,802	52,294	52,787	53,279	53,772	54,264	54,757	
	11.3	53,163	53,678	54,194	54,709	55,224	55,739	56,254	56,770	57,285	
	11.8	55,509	56,047	56,585	57,123	57,661	58,199	58,737	59,275	59,813	
12.3	57,856	58,416	58,977	59,538	60,099	60,659	61,220	61,781	62,341		

▲ Fuente: VectorAnálisis

Expectativa del IPC utilizando el múltiplo P/U

		Crecimiento Utilidad Neta 12 meses								
		22.7%	24.7%	26.7%	28.7%	30.7%	32.7%	34.7%	36.7%	38.7%
M ú l t i p l o	21.7	33,271	33,814	34,356	34,899	35,441	35,984	36,526	37,069	37,611
	22.7	34,805	35,373	35,940	36,508	37,075	37,643	38,210	38,778	39,345
	23.7	36,339	36,932	37,524	38,117	38,709	39,302	39,894	40,487	41,079
	24.7	37,873	38,491	39,108	39,726	40,343	40,961	41,578	42,196	42,813
	25.7	39,407	40,060	40,692	41,335	41,977	42,620	43,262	43,905	44,547
	26.7	40,941	41,608	42,276	42,943	43,611	44,278	44,946	45,614	46,281
	27.7	42,475	43,167	43,860	44,552	45,245	45,937	46,630	47,322	48,015
	28.7	44,009	44,726	45,444	46,161	46,879	47,596	48,314	49,031	49,749
	29.7	45,543	46,285	47,028	47,770	48,513	49,255	49,998	50,740	51,483
	30.7	47,076	47,844	48,612	49,379	50,147	50,914	51,682	52,449	53,217
	31.7	48,610	49,403	50,195	50,988	51,781	52,573	53,366	54,158	54,951
	32.7	50,144	50,962	51,779	52,597	53,415	54,232	55,050	55,867	56,685
33.7	51,678	52,521	53,363	54,206	55,048	55,891	56,734	57,576	58,419	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Niveles estimados para el IPC 2016

Método	Escenario		
	Pesimista	Probable	Optimista
Múltiplo VE/UAFIDA	42,636	45,475	48,359
Múltiplo P/U	42,943	45,245	47,596
Valor Intrínseco 12M	46,631	50,412	54,193
Expectativa Técnica	39,420	48,146	53,963
Promedio	42,908	47,319	51,028

▲ Fuente: VectorAnálisis

Determinación del valor intrínseco 12 meses para el IPC

Durante el año y hasta el pasado 15 de diciembre de 2015 la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) había registrado una baja del 0.56%, equivalente a una minusvalía en dólares del 14.52%. También cabe destacar que en los últimos tres años, el desempeño de nuestro mercado ha dejado mucho que desear, ya que desde 2013 a la fecha el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) ha perdido el 1.8%, lo que en términos de dólares equivale a una caída del 25.8%.

Dado el complicado entorno que estamos anticipando para la economía mexicana en el cual solo unos cuantos sectores saldrán bien librados, y el hecho de que el mercado en su conjunto muestra valuaciones altas, no vislumbramos una perspectiva muy alentadora para el IPC, ya que de acuerdo a nuestra metodología hemos determinado un objetivo para 2016 en las 47,300 unidades, lo que representa una ganancia potencial del 10.2%, tomando como base el nivel de cierre del mercado del pasado 15 de diciembre de 2015 (42,905.20 puntos).

La metodología para elaborar nuestro pronóstico está determinada por la combinación de cuatro métodos de análisis, asignándole a cada una de ellos una ponderación similar. Asimismo como en otras ocasiones estamos manejado además de nuestro escenario base dos extremos, uno optimista y otro pesimista, los cuales en esta ocasión muestran una brecha bastante amplia, al ubicarse un extremo en las 51,000 unidades y el otro en los 42,900 puntos. A continuación describimos los métodos y supuestos que utilizamos para el cálculo del índice:

Múltiplo VE/uafida. Para determinar el nivel del IPC con base al múltiplo VE/uafida tomamos como referencia el promedio del múltiplo de los últimos 3 años (2013 - 2015) el cual se ubica en 9.3 veces (9.4 veces el conocido). Por otro lado, la uafida que hemos proyectado para las emisoras que integran la muestra del IPC estimamos que crecerá en promedio un 7.2% con respecto al estimado de 2015, lo que implica que si el mercado se sigue pagando al mismo nivel que su promedio, el IPC debería de ubicarse alrededor de las 45,475 unidades.

Obviamente si la uafida crece menos o más de lo estimado o el mercado se paga a un múltiplo más barato o más caro respecto a su nivel actual, el objetivo para el IPC cambiaría. Por lo que, en nuestro escenario negativo suponemos que la uafida crece un punto porcentual menos (6.2%) y el mercado se paga con un múltiplo de cincuenta puntos menos (8.8 veces), el nivel del IPC debería estar en los 42,636 puntos y por el contrario si la uafida crece más de lo que esperamos 8.2% y el múltiplo se incrementa en medio punto porcentual respecto al promedio actual a niveles de 9.8 veces, entonces el valor del IPC podría estar rondando los 48,359 puntos.

Múltiplo P/U. Otro factor que estamos utilizado para determinar el IPC objetivo es el múltiplo P/U (precio/utilidad) y también hemos tomado como referencia el promedio de los últimos tres años que es de 27.7 veces, contrastando con el múltiplo actual de 34.3 veces. De acuerdo a nuestras proyecciones, la utilidad de las empresas que forman parte de la muestra del IPC crecerán en 2015 en promedio un 30.7% respecto a 2015, lo que implicaría que si las utilidades se pagaran al promedio de los últimos tres años, el IPC deberá de estar ubicado alrededor de las 45,245 unidades. Como se podrá apreciar, la cifra está muy alineada con la obtenida mediante el múltiplo VE/uafida.

Valor Intrínseco 12 meses. Para este ejercicio tomamos hemos considerado los Valores Intrínsecos que hemos determinado para cada una de las emisoras que forman parte de la muestra del IPC ponderando cada una de ellas por su peso en el mismo. Bajo este método, el IPC debería ubicarse en las 50,417 unidades. Obviamente los cambios en las valuaciones de cada empresa que se realicen en el transcurso

del año producto de cambios fundamentales en las empresas, rebalances en la muestra y entradas y salidas de emisoras (la próxima revisión será en septiembre de 2016) podría afectar el nivel objetivo. Nuestros escenarios positivo y negativo están determinados por una variación del +/- 7.5% sobre el objetivo original.

Análisis Técnico. Finalmente, también estamos tomando en consideración la visión de nuestro especialista en análisis técnico. Si bien esta técnica no incorpora elementos fundamentales, la tomamos en cuenta debido a que es una herramienta en la que se apoyan mucho los traders e inversionistas de corto plazo y que a final de cuentas influyen en la tendencia de los precios de las acciones. Nuestro analista técnico considera que en el escenario más optimista el IPC podría alcanzar las 53,963 unidades, asignándole una probabilidad de ocurrencia del 60% mientras que para el escenario pesimista plantea una perspectiva para el mercado hasta las 39,420 unidades, asignándole una probabilidad del 40%. Ponderando ambos escenarios la tendencia del mercado desde el punto de vista técnico apuntaría hacia las 48,146 unidades.

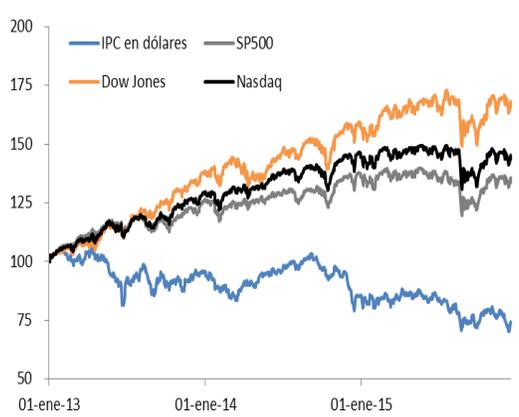
Perspectivas del IPC para 2016 con valores intrínsecos

EMISORA	ACCIONES (millones)	PRECIO ACTUAL (MXN)	VALOR CAPITALIZACION (MXN millones)	VALOR INTRINSECO (MXN)	VALOR CAPITALIZACION (MXN millones)	% VAR
AC	248.99	101.65	25,310	122.00	30,377	20.0%
ALFA	2,769.46	34.96	96,820	41.00	113,548	17.3%
ALSEA	388.39	57.57	22,360	60.00	23,304	4.2%
AMX	19,465.95	12.87	250,527	15.00	291,989	16.6%
ASUR	160.55	248.33	39,869	294.00	47,201	18.4%
BIMBO	908.48	46.05	41,836	53.00	48,150	15.1%
CEMEX	10,404.72	8.95	93,122	15.00	156,071	67.6%
COMERCI	354.82	51.40	18,238	54.00	19,160	5.1%
ELEKTRA	70.75	357.99	25,327	460.00	32,545	28.5%
FEMSA	1,669.84	162.39	271,165	183.00	305,580	12.7%
GAP	313.17	157.43	49,303	169.00	52,926	7.3%
GCARSO	245.57	71.22	17,490	77.00	18,909	8.1%
GENTERA	823.01	32.34	26,616	36.00	29,628	11.3%
GFINBUR	1,287.82	31.41	40,451	37.00	47,649	17.8%
GFNORTE	1,928.82	91.18	175,869	103.00	198,668	13.0%
GFREGIO	76.01	87.68	6,665	105.00	7,981	19.8%
GMEXICO	3,308.30	36.54	120,885	41.00	135,640	12.2%
GRUMA	167.18	240.19	40,156	290.00	48,483	20.7%
ICA	422.35	5.44	2,298	8.90	3,759	63.6%
ICH	116.05	54.89	6,370	66.00	7,659	20.2%
IENOVA	178.33	72.39	12,909	96.00	17,120	32.6%
KIMBER	1,119.61	40.38	45,210	45.00	50,383	11.4%
KOF	384.24	124.89	47,988	152.00	58,404	21.7%
LAB	567.21	11.80	6,693	13.00	7,374	10.2%
LALA	477.97	39.73	18,990	46.00	21,987	15.8%
LIVEPOL	144.93	213.01	30,871	193.00	27,971	-9.4%
MEXCHEM	730.16	40.06	29,250	49.30	35,997	23.1%
OHLMEX	602.27	19.46	11,720	28.50	17,165	46.5%
OMA	168.01	79.54	13,364	103.00	17,305	29.5%
PE&LES	76.78	183.39	14,080	233.00	17,889	27.1%
PIINFRA	146.85	203.62	29,902	227.00	33,335	11.5%
SANMEX	1,411.75	29.50	41,647	34.00	47,999	15.3%
SIMEC	53.63	36.99	1,984	43.46	2,331	17.5%
TLEVISA	1,889.29	94.82	179,142	106.50	201,209	12.3%
WALMEX	4,047.56	43.59	176,433	52.00	210,473	19.3%
Total Valor Capitalización muestra			2,030,858		2,386,170	17.5%
IPC		42,905.20		50,411.74		17.5%

▲ Fuente: VectorAnálisis

IPC, S&P, Dow Jones, Nasdaq

(100=1-ene-2013)



▲ Fuente: VectorAnálisis

Rendimientos acumulados muestra IPC

(Al 15 de diciembre de 2015)

Emisora	Serie	Variación
GAP	B	74.8%
GRUMA	B	52.7%
LIVEPOL	C-1	44.1%
ALSEA	-	41.2%
LALA	B	39.7%
WALMEX	V	37.4%
KIMBER	A	28.8%
ASUR	B	27.3%
FEMSA	UBD	24.1%
GFREGIO	O	18.1%
OMA	B	17.3%
PINFRA	-	14.8%
BINBO	A	13.1%
GFNORTE	O	12.3%
GENEREA	-	9.1%
AC	-	8.9%
ALFA	A	6.1%
KOF	L	-1.4%
COMERCI	UBC	-1.5%
GCARSO	A1	-1.9%
IENOVA	-	-1.9%
SANMEX	B	-4.3%
TLEVISA	CPO	-5.7%
MEXCHEM	-	-10.6%
GMEXICO	B	-14.7%
GFINBUR	O	-17.5%
AMX	L	-21.5%
ICH	B	-22.9%
SIMEC	B	-27.1%
OHLMX	-	-28.8%
ELEKTRA	CPO	-36.4%
PENOLLES	-	-36.4%
CEMEX	CPO	-38.1%
LAB	B	-57.9%
ICA	-	-69.8%

▲ Fuente: VectorAnálisis

En cuanto a nuestra perspectiva por sectores, a continuación presentamos un resumen de los más relevantes y que engloban a nuestro universo de empresas con cobertura:

Alimentos: Creciendo cada vez más hacia afuera del país y principalmente a través de adquisiciones en el extranjero, en especial en los EU, el sector de alimentos seguirá avanzando a partir de la relativa inelasticidad que mantiene la naturaleza de sus mismos productos. La mayor parte del enorme sector de alimentos en México sigue siendo de carácter no-público, si bien existe la ilusión bursátil de que Gruma, Bimbo, Herdez y Lala es todo lo que hay en nuestro sector-universo; ciertamente estas empresas son hoy las más representativas de este bloque en la BMV (junto con Bachoco, Bafar, Maseca y otros nombres menores) y son sobre ellas las que se centra nuestra atención. Dicho lo anterior, el año 2014 a 2015 vivió una sostenida tendencia de baja en el costo de la mayoría de los granos, tendencia que se ha estabilizado a niveles de casi mínimos históricos, incluso hasta muy recientemente. Hacia el 2016 esta ventaja para las empresas que basan su producción en el costo de los granos (Bimbo, Gruma y colateralmente Bachoco) podría continuar de forma favorable, y más aún si también factorizamos la relativa baja en el costo de la energía a nivel nacional; la estructura de (menores) costos y de los niveles también mínimos históricos en la inflación, harán al menos que en este 2016 los aumentos en los precios finales no se justifiquen para este sector en general, y que se mantenga más acotado en su avance que durante el 2015, esto a la luz también de que la demanda en este tipo de productos es relativamente inelástica. A nivel nacional, la ya franca recuperación en el consumo de botanas y confitería, luego del crítico período 2014-2015, tomará un mejorado nivel para Bimbo, esto tras la reformulación de recetas, pesos por ración, contenido calórico por unidad y más importantemente, por el ajuste en el precio y en la demanda sobre las nuevas presentaciones. Por otra parte, el sector alimenticio bursátil estará en este 2016 tratando de consolidar y de alinear en eficiencia las adquisiciones hechas en el trayecto 2014-2015, adquisiciones en su mayoría hechas fuera de nuestras fronteras, especialmente en marcas y empresas con potencial que hacían sentido con el perfil de crecimiento de empresas de la talla de Bimbo, Herdez e incluso las hechas por Bachoco recientemente en EU, por citar sólo algunos ejemplos; en especial esta última emisora se seguirá beneficiando del nicho de venta de proteína barata (pollo y huevo) en nuestro país, a la luz de la mayor alza en el precio de los cárnicos. Finalmente, diremos que dentro de los eventos importantes pendientes para el próximo año se encuentra la oferta pública accionaria de Sigma Alimentos, actual subsidiaria y división importante de Grupo Alfa, y cuya salida a bolsa se ha venido posponiendo a raíz de falta de ventanas de oportunidad en el mercado. Esta posible próxima colocación vendrá a diversificar y a enriquecer más las pocas alternativas públicas actuales en el vastísimo y muy variado sector de alimentos, el cual seguirá dominado por las grandes empresas alimenticias de tipo no-bursátil en nuestro país. En cuanto al segmento de lácteos, en donde el único exponente es Grupo Lala, consideramos que mantendrá un comportamiento defensivo respecto a la evolución de la economía, con un ligero aumento en los volúmenes de venta impulsados por la gradual recuperación del consumo observada en la segunda mitad de 2015. Prevemos niveles de rentabilidad estables, con base en eficiencias operativas que compensarán la depreciación del tipo de cambio en insumos dolarizados. Vemos una alta posibilidad de que la empresa concrete una adquisición relevante en los próximos meses debido a su exceso de efectivo en balance.

Aerolíneas: Prevemos un aumento moderado en la capacidad (oferta de asientos, ASKs) de las empresas nacionales, el cual esperamos que se ubique en alrededor de un 10% respecto al estimado de cierre de 2015, impulsado principalmente por el mercado internacional. Si bien nuestra expectativa de crecimiento de la economía prevé una desaceleración para el próximo año, la perspectiva para la industria del turismo es positiva, debido al excelente posicionamiento de destinos

IPC: VEUFIDA

(2013-2015)



▲ Fuente: VectorAnálisis

Múltiplo VE/UFIDA muestra del IPC

(Al 15 de diciembre de 2015)

Emisora	Ve/Uafida
LIVEPOL	20.9
IENOVA	18.9
FEMSA	16.9
PINFRA	16.6
KIMBER	16.2
WALMEX	16.1
ASUR	15.9
GAP	15.8
ALSEA	15.3
GCARSO	14.6
OMA	14.3
AC	13.8
LALA	13.7
GRUMA	13.4
BIMBO	13.1
COMERCI	12.5
KOF	11.8
ELEKTRA	11.7
ICA	11.5
TLEVISA	9.5
CEMEX	9.4
ALFA	8.2
MEXCHEM	8.1
LAB	7.7
ICH	6.8
GMEXICO	6.6
PE&OLES	6.4
AMX	5.6
OHLMEX	5.3
SIMEC	4.5

▲ Fuente: VectorAnálisis

turísticos mexicanos así como también por viajeros de negocios especialmente a regiones con alta presencia de manufactura destinada hacia la exportación de autopartes. La expectativa de que los precios del petróleo se mantendrán estables, al menos en el corto y mediano plazos, seguirá siendo un factor positivo en la rentabilidad de las aerolíneas y para la generación de efectivo. Nuestros estimados para el tipo de cambio MXN/USD reflejan una depreciación también moderada respecto al 2015, situación que ayudaría a mantener cierta estabilidad en los principales rubros de gastos denominados en USD, tales como el precio de la turbosina, rentas y mantenimientos de las aeronaves. Debido a la revaluación de los múltiplos del sector, resultado del buen desempeño operativo y también por el interés de Delta Air Lines en aumentar su participación accionaria en Grupo Aeroméxico, vemos probable que empresas nacionales consideren la posibilidad de colocar parte de su capital social en el mercado. Asimismo, el potencial de crecimiento de la demanda por viajes aéreos en el largo plazo en México, así como la coyuntura por la próxima entrada en vigor del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU, podría desencadenar procesos de consolidación de la industria nacional y nuevas coinversiones con aerolíneas internacionales.

Aeropuertos: Estimamos un crecimiento del tráfico total de pasajeros del 7.3% el próximo año respecto al cierre proyectado para 2015, integrado por los tres grupos aeroportuarios listados en la BMV, que implica un múltiplo de 4.0x respecto a nuestro estimado de crecimiento del PIB para México. Lo anterior refleja un crecimiento moderado respecto al año anterior (estimamos +12.9% en 2015), debido a que las aerolíneas nacionales también aumentarán su capacidad en una menor proporción a la observada doce meses atrás. Sin embargo, la estabilidad que prevemos en los precios del petróleo mantendría incentivos para las aerolíneas para explorar nuevas rutas y aumentar frecuencias en destinos de alta densidad. Adicionalmente, consideramos que el inicio del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU sea un catalizador de mayor tráfico entre ambos países. Los grupos aeroportuarios seguirán invirtiendo en su oferta comercial para incrementar la proporción de sus ingresos no aeronáuticos. Prevemos generación de flujo de efectivo creciente, no obstante inversiones programadas, lo cual podría anticipar un dividendo atractivo.

Aseguradoras: Prevemos que en el 2016 el sector moderará su crecimiento, debido a una base comparativa relativamente alta pues en 2015 preliminarmente estamos proyectando que registre un avance anual en las primas emitidas entre el 10% y el 9%, cifra que muestra un comportamiento favorable incluso superior al que señalábamos en las expectativas a principios de año, debido a que la venta de vehículos en México al mes de Nov.15 registra un crecimiento del 18.8%, sin embargo, la perspectiva a largo plazo continúa positiva tomando en cuenta que el parque vehicular sólo se encuentra asegurado en un 30%. Cabe destacar que no obstante que la evolución del seguro automotriz tiene una alta correlación con la venta de automóviles y los créditos concedidos para la compra de automóviles, se ha presentado una mayor competencia entre las compañías, lo que ha derivado en una reducción de precios, desde nuestro punto de vista esta situación la consideramos insostenible pues empresas como GNP, AXA y ABA/ACE han registrado pérdidas operativas por más de MXN 5,000 millones en conjunto en los últimos 7 años, no así las aseguradoras asociadas con grupos bancarios que han registrado utilidades operativas por más de MXN 10,000 millones; otro tema que prevalecerá en el 2016 será la implementación de la medición y monitoreo de riesgos, que corresponde a las disposiciones regulatorias señaladas en el Pilar uno de Solvencia II cuyo objetivo principal es establecer la cuantificación del riesgo como un requisito ineludible antes de llevar a cabo cualquier operación, con lo que se garantiza un mejor y mayor control de las actividades financieras y comerciales de las compañías de seguros por parte de los organismos reguladores, finalmente hay dos variables que serán importantes de "monitorear", la siniestralidad que en el 2015 no impactó al sector debido a que la

Múltiplo VE/UAFIDA mercados internacionales

(Al 15 de diciembre de 2015)

Mercado	VE/UAFIDA
Japón	26.4
Corea	24.3
Venezuela	20.8
Colombia	17.9
Sudáfrica	16.4
India	15.4
Australia	14.8
Singapur	14.4
China	14.2
Israel	14.2
Canadá	14.1
Suiza	14.0
Taiwan	13.1
E.U. DOW	12.6
E.U. NASDAQ	12.3
E.U. SPS500	12.3
Arabia Saudita	11.7
Nueva Zelanda	11.3
Corea del Sur	11.2
Indonesia	10.9
España	10.5
Reino Unido	10.3
México	9.8
Francia	9.2
Portugal	9.1
Bélgica	9.0
Chile	8.9
Tailandia	8.7
Hong Kong	8.0
Brasil	7.9
Turquía	7.5
Italia	7.2
Alemania	6.8
Polonia	4.6
Rusia	3.0

▲ Fuente: VectorAnálisis

nulo, situación que en el 2016 sería difícil de prever aunque se espera que eventualmente el efecto de “El Niño” pudiera provocar un período de inestabilidad de lluvias; y la otra variable será el impacto en los mercados financieros ante el alza que se registrará en las tasas de referencia en el 2016 después de que la Reserva Federal de los EEUU aumente sus tipos de interés.

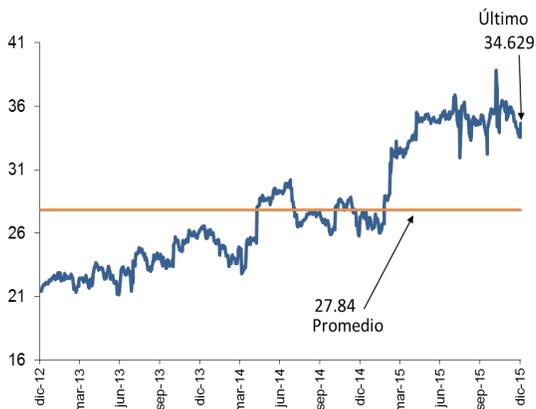
Automotriz: Para el cierre del año 2015 estimamos que la industria automotriz mexicana, será un año récord en la producción de autos ligeros que la ubicamos en 3.5 millones de vehículos con lo que el crecimiento se ubicaría en una tasa anual entre el 5.3 a 5.5% que sobre una capacidad instalada de 3.7 millones probablemente la industria podría estar operando con una utilización cercana al 93%, cabe destacar que cinco nuevas plantas automotrices y una ampliación se tienen proyectadas en México entre los años 2016 y el 2019 (aumentando la producción de autos en 1.0 millón) por lo que se tienen perspectivas favorables cuando menos en el corto plazo debido a la recuperación de Estados Unidos y el bajo precio de la gasolina en ese país; cabe destacar que desde el 2014, México se consolidó como el principal exportador de autos ligeros hacia Estados Unidos de América (EUA) en la zona del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), al desplazar a Canadá, conforme el último reporte de Ward's Automotive, México ha vendido 1.8 millones de vehículos a EUA (de los 15.7 millones) y con una tasa anual de crecimiento del 5.9%, muy por arriba de los 0.6 millones de Alemania (-6.6% A/A) y 1.4 millones de Japón (-2.9% A/A) y 0.8 millones de Corea del Sur (+25.3% A/A); para 2016 esperaríamos tasas de crecimiento en la producción y exportación de vehículos similares a las del año previo (5.3 a 5.5%) sustentado por el buen ritmo de las exportaciones hacia los EUA, aunque sensiblemente a un menor ritmo en las ventas en el mercado interno que en el 2015 registra una tasa de crecimiento del +18.8% A/A con 1.2 millones de autos, en este sentido esperaríamos que creciera el mercado doméstico en el 2016 a la mitad de dicha tasa es decir a una tasa entre el 9 y el 10% asumiendo que las condiciones del consumo en México continuaran el próximo año todavía en tasas altas, cabe destacar que hoy en día, la industria automotriz participa con 3.3% del PIB y esta participación representa un incremento de más de 60% con respecto a 2.1% que representaba en el 2008.

Bancos: Prevemos que 2016 será un año de oportunidades para el sector bancario en México, donde consideramos que el crecimiento en la derrama crediticia se ubicará en un nivel similar a la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (CAGR) de los últimos 5 años y que asciende al 12.0%, creemos que la banca estará en las mejores condiciones para obtener los beneficios derivados de la recuperación del consumo, del atractivo que representan las empresas exportadoras ante el aumento del tipo de cambio y de las inversiones y créditos que se llevarán a cabo con la Reforma energética y de telecomunicaciones, asimismo, la tendencia reciente indica que la morosidad ha venido cayendo con lo que la calidad de los activos de la banca tenderá a mejorar, de hecho, en opinión de los propios bancos precisamente como parte de sus estrategias para el 2016 es el privilegiar la calidad de los activos y que el crecimiento sea sostenible y moderado. Adicionalmente, el incremento paulatino en las tasas de interés provocará una mayor recuperación del Margen de Intermediación Neta (MIN) y eventualmente mejorará la captación bancaria, asimismo, la banca se encuentra bien capitalizada en niveles del 15.3%, lo que nos hace suponer que aumentarán los niveles de rentabilidad ROE y ROA.

Bebidas: Para el sistema de embotelladores de Coca-Cola, consideramos que 2016 puede ser un año para la consolidación de su participación en el mercado local, ante la baja actividad que han registrado las B-brands (marcas de bajo costo) en los últimos años. Las empresas mantendrán su ritmo de inversiones en el mercado, para fortalecer su presencia en sus canales de distribución, así como en manufactura, para generar eficiencias que compensen el efecto negativo de la depreciación de las monedas funcionales locales en los territorios donde operan frente al USD en los

IPC: PU

(2013-2015)



▲ Fuente: VectorAnálisis

Múltiplo PU muestra del IPC

(Al 15 de diciembre de 2015)

Emisora	P/U
PE&SOLES	253.4
ELEKTRA	77.8
ALSEA	50.0
IENOVA	50.0
BIMBO	46.0
MEXCHEM	33.4
AMX	33.7
LIVEPOL	33.1
FEMSA	31.7
KIMBER	31.2
SIMEC	31.1
GAP	30.7
GCARSO	30.2
KOF	30.0
LALA	30.0
WALMEX	29.9
ASUR	29.5
OMA	29.3
COMERCI	29.4
AC	29.0
PINFRA	21.8
GRUMA	11.0
TLEVISA	10.0
GENTERA	18.0
GFREGIO	16.9
GFNORTE	15.9
GFINBUR	14.9
SANMEX	14.5
GMEXICO	11.0
LAB	10.4
OHLMEX	4.9
IGA	1.0
GEMEX	0.0
ALFA	0.0
ICH	-1.7

▲ Fuente: VectorAnálisis

empresas recurran a coberturas cambiarias para mitigar parcialmente ese efecto. Respecto a la evolución en los territorios de Sudamérica, consideramos que la exposición a Brasil seguirá siendo un factor de riesgo ante la caída en el crecimiento económico que aún se pronostica para 2016. En cuanto a posibilidades de crecimiento inorgánico, además de considerar algunas posibilidades en Sudamérica (Embotelladora Andina, por ejemplo); sin embargo, no descartamos que las empresas manifiesten su interés en participar en el proceso de diseño de nuevas franquicias en el territorio de los EEUU, situación que podría darse en la primera mitad del próximo año una vez que The Coca-Cola Company defina con claridad los detalles para las empresas que deseen participar en este evento.

Cemento: Esperamos que la demanda de cemento y materiales de construcción muestre una dinámica débil a lo largo del año, principalmente por la reducción del gasto federal en infraestructura. Sin embargo, la demanda de cemento y concreto podría seguir manteniendo un crecimiento superior al de la media nacional debido a que una buena parte de su demanda proviene de la construcción industrial, comercial y residencial, así como la denominada autoconstrucción que se ha visto dinamizada por el aumento del empleo y las remesas.

Consumo discrecional: En cuanto a productos de cuidado personal, en donde tenemos a Genomma Lab, la demanda estará muy relacionada con la evolución del ingreso personal disponible, el cual podría presionarse debido a la desaceleración que esperamos para la economía nacional el próximo año. Otro factor a seguir será la consolidación que se está registrando con las empresas distribuidoras, especialmente después de la salida de Casa Saba del mercado, situación que podría afectar potencialmente la penetración en más canales de venta. Particularmente para Genomma, 2016 será un año para consolidar su estrategia de reducción de inventarios con el objeto de que las ventas al canal (sell in) converjan con el desplazamiento del producto en el punto de venta (sell out). Referente a la industria del fitness, el menor crecimiento económico esperado en el país propiciará una potencial reducción del ingreso disponible de los consumidores, presionando el desempeño del sector. Particularmente para la cadena de gimnasios Sports World estimamos que estos efectos se traduzcan en operaciones con resultados conservadores. Así, estando inmersa en un contexto aún más competido en la industria, la empresa deberá enfocarse en seguir implementando estrategias que mitiguen la migración de clientes activos de sus clubes hacia las opciones ofrecidas por competidores de capital extranjero y/o hacia formatos más económicos. En tanto, la industria restaurantera se verá favorecida en la primera mitad del año por un efecto cambiario que impulsará el valor de las remesas, lo que a su vez apuntalará el poder adquisitivo de ciertos sectores de la población y sustentará buenos niveles de comportamiento en el consumo. Bajo este contexto, Alsea encontrará una tendencia positiva en el desempeño a ventas mismas tiendas en la consolidación de sus regiones y formatos, sin embargo también se encuentra latente el riesgo de que sus operaciones se vean afectadas por el complejo tema macroeconómico en México y Latinoamérica dada una nueva dinámica en tasas de interés y volatilidad cambiaria para el próximo año.

Fibras: Este sector se seguirá caracterizando por un desempeño positivo, con fuertes crecimientos derivado de adquisiciones de activos inmobiliarios y la entrada en operación de nuevos desarrollos y expansiones. Prevemos un incremento en términos reales de sus rentas y tarifas, aunado al efecto favorable que tendrán aquellos activos cuyas rentas están dolarizadas debido a la depreciación del peso frente al dólar. Asimismo, los ingresos se verán apoyados por una ligera expansión de sus niveles de ocupación, además de exitosos procesos de renovación y ampliación de inquilinos. La industria se seguirá caracterizando por su dinamismo en términos de colocaciones de capital y deuda y si las condiciones del mercado lo permiten, no descartamos la llegada de nuevos competidores al mercado.

Múltiple PU mercados internacionales

(Al 15 de diciembre de 2015)

Mercado	PU
Sudáfrica	38.8
Venezuela	38.2
E.U. NASDAQ	31.1
México	30.2
Reino Unido	27.4
Indonesia	26.5
Brasil	26.3
Australia	24.1
Alemania	22.5
Bélgica	22.0
Francia	20.8
Canadá	20.2
India	20.1
Japón	19.3
Nueva Zelanda	18.9
España	18.7
China	18.4
E.U. S&P500	18.3
Suiza	17.8
Tailandia	17.0
Israel	15.7
E.U. DOW	15.7
Chile	15.5
Arabia Saudita	15.3
Polonia	13.6
Corea del Sur	13.1
Singapur	13.0
Taiwan	12.9
Corea	11.1
Turquía	11.0
Hong Kong	9.4
Rusia	8.9

▲ Fuente: VectorAnálisis

Grupos Industriales: A partir de 2016 entrará en operación la fusión de las empresas Axtel/Alestra como parte del portafolio de empresas de Alfa y el peso que tendrá Axtel/Alestra en los ingresos de ALFA pasará de un 2.3% a un 6.3% en 2016, mientras que en la uafida pasará de un 6.5% a un 15.4% aproximadamente; asimismo, esperamos que tan pronto las condiciones financieras de mercado se establezcan, es muy probable que se lleve a cabo la oferta inicial de acciones de Sigma que es la división industrial de alimentos de Alfa y que ha quedado en suspenso desde hace más de dos años, asimismo, está pendiente de suscribir el aumento del capital social que se autorizó para Alfa a finales del 2014, para ambas operaciones se tiene un estimado preliminar de recoger en el mercado entre USD 1,500 y 1,800 millones; no habrá que perder de vista posibles compras en la parte de alimentos procesados de compañías en México o en Latinoamérica, pensamos que en Europa con la operación de Campofrío y la reconstrucción de una de sus principales plantas después de haberse incendiado es poco probable que pudiera realizarse alguna adquisición. En el caso de Gcarso, es probable que empiece a reportar su división de Carso Energy, en la que algunos proyectos se encuentran en la fase pre operativa, sin embargo, continuarán con su programa de remodelación de tiendas Sears, Sanborns y iShop.

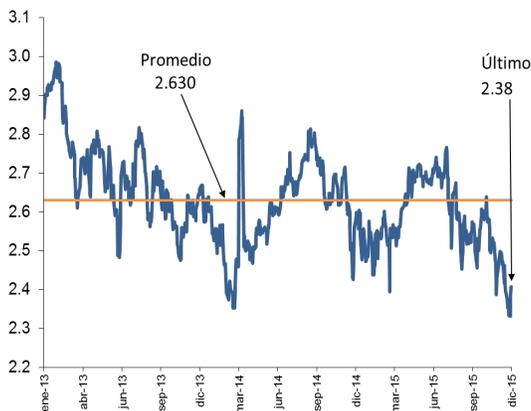
Infraestructura y Construcción: La perspectiva del sector de construcción civil es negativa. El principal impulsor de obras de infraestructura en el país, el gobierno mexicano, se enfrentará a sus propios problemas fiscales provocados por el bajo precio del petróleo, lo que se espera terminará afectando el desarrollo de nuevas obras. También es de esperarse que ante una menor obra pública la competencia en las licitaciones sea mayor, esto en detrimento de la rentabilidad de los nuevos contratos de construcción y en la misma posibilidad de ganarlos. Sin embargo, ante la escasez de dinero público, esperamos que existan importantes oportunidades de inversión para el sector privado en nuevas concesiones de autopistas, gasoductos y proyectos de transmisión de energía eléctrica. Creemos que las empresas mejor posicionadas para tomar ventaja del entorno actual son lenova y Pinfra.

Medios y Telecomunicaciones: En el sector de medios persisten las dudas sobre el futuro de la televisión abierta, esto ante una caída durante 2015 de cerca de 10% en las ventas de publicidad. En 2016 las dos televisoras planean implementar un importante incremento en tarifas, sin embargo existe el riesgo de que se presente una disminución aún mayor en ventas. Los resultados del próximo año confirmarán si la televisión abierta se enfrenta a una tendencia a la baja ocasionada por la creciente competencia de los medios alternativos de publicidad, lo que se agravaría ante la inminente entrada de un nuevo competidor al mercado. En telecomunicaciones, esperamos que el acelerado crecimiento en los segmentos de datos móviles, internet fijo y televisión restringida continúe, mientras que los ingresos provenientes de servicios de voz continuarán rezagados. Si bien existe una mayor competencia en el sector, en 2016 no esperamos observar drásticas reducciones en precios como las que se observaron en 2015, las cuales se debieron en buena parte a medidas regulatorias. Serán relevantes para el sector las decisiones que tome el IFT en torno a una posible autorización a AMX para ofrecer el servicio de televisión restringida, y también respecto a cambios potenciales en las reglas que le fueron impuestas por su carácter de preponderante. Por último, cabe señalar que el proceso de consolidación en el sector podría continuar el próximo año, algunas de las operaciones sobre las cuales se especula son: la adquisición de la entidad combinada Axtel-Alestra por un operador internacional (AT&T) y la adquisición de Megacable por Televisa.

Minería, Siderurgia y Química: El panorama para todas las empresas afectadas por el precio de los commodities continúa siendo incierto. La demanda global ha seguido siendo débil, y a pesar de esto la producción no ha disminuido debido a la entrada en operación de nuevos proyectos que iniciaron su desarrollo en un

IPC: P/VL

(2013-2015)



▲ Fuente: VectorAnálisis

Múltiplo P/VL muestra del IPC

(Al 15 de diciembre de 2015)

Emisora	P/VL
KIMBER	1.0
AMX	0.0
ALSEA	0.0
WALMEX	0.0
GRUMA	0.0
OMA	0.0
LIVEPOL	0.0
GENTERA	0.0
PINFRA	0.0
LALA	0.0
BIMBO	0.0
GAP	0.0
ASUR	0.0
FEMSA	0.0
AC	0.0
GCARSO	0.0
TLEVISA	0.0
ALFA	0.0
GFREGIO	0.0
KOF	0.0
IENOVA	0.0
GFINEUR	0.0
GFNORTE	0.0
SANMEX	0.0
COMERCI	0.0
MEXCHEM	0.0
ELEKTRA	0.0
GMEXICO	0.0
PE&SOLES	0.0
LAB	0.0
CEMEX	0.0
ICH	0.0
SIMEC	0.0
OHLMEX	0.0
ICA	0.0

▲ Fuente: VectorAnálisis

contexto de precios elevados. El próximo año persistirá el riesgo de un deterioro de la demanda global, en donde sobresale el caso particular de la economía China que podría desacelerarse más de lo anticipado. Por el lado de la oferta, el fuerte ajuste a la baja en el precio de los commodities durante 2015 ha empezado a dejar fuera del mercado a los productores más ineficientes. Sin embargo, todavía es incierto si en 2016 veremos una moderación en los volúmenes de producción, lo que podría darle un soporte a los precios de los commodities. En general, no esperamos que el próximo año ocurra una recuperación relevante en precios, y vemos todavía riesgos a la baja. Si bien en Gmexico y Mexchem tenemos una visión positiva, en realidad consideramos que en el corto plazo existe una elevada incertidumbre. En ambos casos creemos que los importantes proyectos de inversión que están llevando a cabo reeditarán en el mediano y largo plazo, cuando el panorama para el precio de los commodities es más alentador. Respecto a Gmexico, el próximo año la empresa podría retomar su plan de realizar una OPI de su división de transporte.

Tiendas de autoservicio: Sector que bien podría seguirse beneficiando del efecto del incremento en el valor de las transferencias en dólares a nuestro país, con un mayor efecto sobre el consumo doméstico a partir de un tipo de cambio más ventajoso. Por parte de Chedraui, la operación de supermercados en los EU le acarreará mayores ventajas debido a dicho efecto, además de representar un buen punto de diversificación; Walmart por su parte seguirá explotando el potencial de los mercados centroamericanos. Ambos casos son los más intrépidos hasta ahora en el tema de diversificación geográfica dentro de este bloque. Contamos para el 2016 con una expectativa de crecimiento en ventas a unidades comparables de un dígito medio en promedio para el sector; cualquier nivel por arriba de esta pauta sería considerado como un importante logro. Prevemos por su parte una expansión constante y alineada al proceso de urbanización de la mayoría de las ciudades. Veremos el crecimiento más acelerado en los formatos masivos tipo Bodega, formatos más ágiles y baratos de construir, lo que incrementa la rentabilidad del sector a partir del capital invertido. Dentro del sector destacará la consolidación de dos cadenas importantes, tras la venta de unidades de Comercial Mexicana a Soriana. Arranca así una nueva etapa para ambas marcas, cada una enfocada ahora mucho más a sus nichos de mercado respectivos. En este sentido, veremos el arranque de un nuevo segmento de mercado exclusivo, el cual será explotado en un claro primer lugar por los formatos premium de la nueva LaComer, y en segundo término por el menos costoso experimento de los formatos de la marca "Selecto" en Chedraui; el resto de la competencia queda descartada de incursionar en este mercado especializado, por ahora. Será poco probable la llegada de alguna cadena extranjera, tal y como se especuló en el período de venta de la Comercial Mexicana. Las barreras de entrada son cada vez más altas, y dada la experiencia pasada del intento de ingreso (y posterior fracaso) de al menos un par de cadenas extranjeras, se descarta en el mediano plazo cualquier incursión de este tipo. En suma, veremos avanzando y conviviendo un amplio abanico de formatos en este sector, cada vez más segmentados y oscilando en el rango que va desde las tiendas de conveniencia hasta las de muy grande superficie, pasando por las tiendas de nicho y los clubs de precio. El sector autoservicios, en pocas palabras, seguirá gozando de muy buena salud en su evolución, principalmente dentro de un país con consumidores cada vez más diversos, más especializados y mucho más exigente que el de hace apenas una década atrás. Por lo que respecta a FEMSA Comercio, esperamos que su segmento de tiendas de conveniencia (Oxxo) tenga un crecimiento ventas mismas tiendas de 4.8% para 2016, con base en nuestra expectativa de un comportamiento moderado del consumo especialmente para el segundo semestre del próximo año. Esperamos la apertura de 1,144 tiendas para 2016 para finalizar el año con más de 15,000 tiendas en operación. Otro segmento de negocio que será activo en FEMSA Comercio será el de farmacias (estimamos al cierre de 2016 alrededor de 1,000 tiendas operando), en donde prevemos que la empresa siga consolidando la industria nacional debido a la alta fragmentación que aún existe. Finalmente, el negocio de venta

Múltiplo P/VL mercados internacionales

(Al 15 de diciembre de 2015)

Mercado	P/VL
Venezuela	7.0
E.U. NASDAQ	4.2
E.U. DOW	3.0
E.U. SP500	2.88
México	2.6
India	2.6
Suiza	2.6
Indonesia	2.2
China	2.0
Sudáfrica	1.9
Corea	1.9
Nueva Zelanda	1.8
Tailandia	1.7
Reino Unido	1.7
Australia	1.7
Alemania	1.7
Japón	1.7
Arabia Saudita	1.6
Canadá	1.6
Israel	1.5
Bélgica	1.5
Taiwan	1.4
Francia	1.4
España	1.4
Chile	1.3
Turquía	1.2
Hong Kong	1.1
Singapur	1.1
Portugal	1.1
Italia	1.1
Brasil	1.0
Colombia	1.0
Polonia	1.0
Corea del Sur	0.9
Rusia	0.7

▲ Fuente: VectorAnálisis

de combustible (Oxxo Gas) mantendrá un crecimiento anual de entre 40 a 50 nuevas gasolineras.

Tiendas departamentales: Habiendo sorprendido por su dinamismo en este 2015, posterior a un mal año de palpable merma en la capacidad de compra de la población debido al efecto de la reforma fiscal, el sector departamental se perfila en este 2016 para otro ciclo de sano crecimiento, si bien no previsiblemente tan sólido como el más reciente. Prevemos sin embargo para este año una expansión adicional en la superficie de venta y en los ingresos sustentada en varios factores: (1) en ciertos casos las cadenas departamentales se abocarán más decididamente a la construcción de centros comerciales con marcas propias actuando como tiendas anclas; (2) sus ingresos se verán incrementados con un mayor peso debido a los ingresos proveniente de arrendamientos de locales a terceros; (3) seguirá la vinculación del proceso de ventas con la facilitación de créditos al consumo, vía créditos propios o vía bancarios; (4) en consecuencia, el aumento en importancia de la veta de negocios por cobro de intereses, a partir del crecimiento en un mayor número de tarjetas emitidas. Por su parte, una reforzada modalidad en el comercio electrónico despegará más fuertemente en nuestro país durante este 2016 con la reedición y relanzamiento de varias plataformas de e-commerce, destacando especialmente los casos de Walmart y y más recientemente de Liverpool, si bien la oferta de esta empresa se traslapa cada vez más con la de las tiendas departamentales. La tendencia en el consumo por esta vía gana cada día más adeptos por lo que su importancia en este año podría definir una etapa más franca de despegue que los intentos incompletos del pasado; el avance de esta veta de negocio es sólo asunto de tiempo y sobretodo de la calidad, atención y voluntad de servicio que seriamente presten las cadenas a esta modalidad de ventas. Finalmente, prevemos en este 2016 el desenlace de una posible escisión ya muy comentada, esto a través del desprendimiento de las tiendas Suburbia, por parte de Walmart de México. Al menos un par de cadenas a nivel nacional podrían estar mostrando interés en estos 117 valiosos puntos de venta, que no necesariamente sobre el uso de la marca como tal. Si así fuera, en este 2016 podríamos ver por lo mismo la concentración y consolidación de unidades bajo un solo nombre comercial, con la pronta y tal vez futura desaparición de una firma emblemática, como la de Suburbia; sin duda todo seguirá evolucionando.

Vivienda: En 2016 el desempeño del sector vivienda se seguirá caracterizando por un crecimiento superior al de la economía nacional, sustentado por el elevado déficit habitacional de casi 8.9 millones de viviendas, la creación de nuevas familias, bono demográfico, la disminución del número de habitantes por vivienda y una mayor concentración de la demanda en centros urbanos y de alta densificación, aunado a la implementación de diversas estrategias impulsadas por el sector público, los Organismos Nacionales de Vivienda (ONAVIS) y los desarrolladores de vivienda. Cabe señalar que la competencia entre los desarrolladores de vivienda será muy intensa este año debido a la disminución del programa de subsidios planteado en el Presupuesto de Egresos de la Federación, el cual se ubicó en MXN 10,600 millones, es decir un 6.2% menor al que se piensa ejercer hasta septiembre de 2015 que es de MXN 11,300 millones, así como por un aumento de la oferta con el retorno al mercado de los otrora líderes de la industria, como es el caso de Geo y Homex, y el fortalecimiento vía captación de capitales en la Bolsa Mexicana de Valores de otros desarrolladores como Cadu.

Principales cifras financieras proyectadas para 2016

Cifras en mill. MXN (excepto porcentajes)

Emisora	Ingresos netos						UAFIDA				Utilidad neta				
	2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15		2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15	2014	2015 e	2016 e	15/14
AC	61,957	75,200	91,396	21.4%	21.5%	13,644	16,363	19,190	19.9%	17.3%	6,505	7,306	7,615	12.3%	4.2%
AEROMEX	42,921	47,087	51,412	9.7%	9.2%	3,376	5,639	6,658	67.0%	18.1%	783	1,463	2,003	86.8%	36.9%
ALFA	229,226	256,123	294,211	11.7%	14.9%	26,776	36,710	42,072	37.1%	14.6%	-2,036	6,801	10,413	n.c.	53.1%
ALPEK	86,072	84,023	93,125	-2.4%	10.8%	5,710	13,150	13,969	130.3%	6.2%	801	2,966	3,112	n.c.	4.9%
ALSEA	22,787	32,514	37,408	42.7%	15.1%	2,802	4,143	4,897	47.8%	18.2%	667	700	717	5.0%	2.4%
AMX	848,262	892,326	860,118	5.2%	-3.6%	271,548	269,889	259,717	-0.6%	-3.8%	46,146	40,613	68,817	-12.0%	69.4%
ARA	6,206	6,830	7,661	10.1%	12.2%	908	995	1,168	9.6%	17.4%	488	571	655	17.0%	14.6%
ASUR	5,879	8,902	8,359	51.4%	-6.1%	3,615	4,506	5,115	24.6%	13.5%	2,284	2,899	3,371	26.9%	16.3%
AUTLAN	4,486	4,329	4,151	-3.5%	-4.1%	661	656	579	-0.7%	-11.7%	52	-45	-124	n.c.	n.c.
AXTEL	10,597	10,095	17,436	-4.7%	72.7%	3,023	3,154	6,400	4.3%	102.9%	-1,919	-1,138	1,022	n.c.	n.c.
BIMBO	187,053	216,243	232,272	15.6%	7.4%	18,384	23,408	26,343	27.3%	12.5%	3,518	6,392	5,546	81.7%	-13.2%
BOLSA	2,434	2,658	2,839	9.2%	6.8%	1,045	1,337	1,473	27.9%	10.2%	500	820	888	64.1%	8.2%
CEMEX	210,023	233,469	257,185	11.2%	10.2%	36,640	42,509	47,744	16.0%	12.3%	-6,783	-4,315	7,660	n.c.	n.c.
CHDRAUI	71,374	79,130	83,823	10.9%	5.9%	4,684	4,852	5,491	3.6%	13.2%	1,709	1,841	2,230	7.8%	21.1%
ELEKTRA	74,082	76,842	83,452	3.7%	8.6%	8,618	11,191	12,733	29.9%	13.8%	7,555	-5,226	5,879	n.c.	n.c.
FEMSA	263,449	306,461	371,237	16.3%	21.1%	40,945	45,749	53,128	11.7%	16.1%	16,701	18,571	21,700	11.2%	16.8%
GAP	5,546	8,499	10,158	53.2%	19.5%	3,690	5,291	5,930	43.4%	12.1%	2,243	2,611	3,104	16.5%	18.9%
GCARSO	82,388	89,865	97,001	9.1%	7.9%	10,606	11,947	13,113	12.6%	9.8%	5,685	5,852	5,889	2.9%	0.6%
GFAMSA	14,856	16,251	17,378	9.4%	6.9%	1,556	2,010	2,409	29.2%	19.8%	370	610	779	64.8%	27.7%
GMEXICO	137,388	130,919	143,416	-4.7%	9.5%	57,575	56,770	56,703	-1.4%	-0.1%	26,498	21,865	19,453	-17.5%	-11.0%
GRUMA	49,935	58,978	67,188	18.1%	13.9%	7,493	9,227	10,981	23.1%	19.0%	4,287	4,799	5,731	11.9%	19.4%
HCITY	1,412	1,721	2,068	21.8%	20.2%	457	575	688	25.7%	19.8%	125	199	210	58.9%	5.6%
ICA	36,757	34,300	34,857	-6.7%	1.6%	6,138	5,484	6,659	-10.7%	21.4%	-3,024	-3,699	562	n.c.	n.c.
ICH	30,931	30,128	33,773	-2.6%	12.1%	2,481	3,517	3,842	41.7%	9.2%	653	292	1,667	-55.2%	n.c.
IENOVA	12,124	10,958	12,081	-9.6%	10.2%	4,142	4,461	5,154	7.7%	15.5%	2,018	2,216	3,162	9.8%	42.7%
KIMBER	29,107	31,679	33,571	8.8%	6.0%	7,486	8,583	9,432	14.7%	9.9%	3,544	4,206	4,664	18.7%	10.9%
KOF	147,298	147,200	161,800	-0.1%	9.9%	28,407	30,212	33,977	6.4%	12.5%	10,542	10,041	12,074	-4.8%	20.2%
LAB	11,541	10,836	11,195	-6.1%	3.3%	2,543	1,775	1,877	-30.2%	5.8%	1,445	827	1,033	-42.7%	24.9%
LALA	44,993	48,051	50,454	6.8%	5.0%	5,471	6,734	7,259	23.1%	7.8%	3,082	3,894	4,311	26.3%	10.7%
LIVEPOL	81,027	92,129	105,529	13.7%	14.5%	13,024	14,789	16,512	13.6%	11.6%	7,763	6,365	7,133	-18.0%	12.1%
MEXCHEM	82,260	93,237	100,533	13.3%	7.8%	12,057	13,909	16,191	15.4%	16.4%	1,835	2,576	3,240	40.4%	25.8%
OHLMEX	16,911	14,909	16,881	-11.8%	13.2%	14,019	13,086	15,507	-6.7%	18.5%	7,189	6,838	7,380	-4.9%	7.9%
OMA	3,730	4,671	5,263	25.2%	12.7%	1,710	2,339	2,626	36.8%	12.2%	1,025	1,087	1,194	6.1%	9.9%
PE&OLES	61,556	64,040	65,886	4.0%	2.9%	15,084	14,690	14,597	-2.6%	-0.6%	1,199	3,461	3,605	188.6%	4.2%
PIINFRA	6,856	9,977	9,661	45.5%	-3.2%	4,095	5,177	5,527	26.4%	6.8%	2,217	4,260	4,877	92.1%	14.5%
POCHTEC	6,032	6,085	6,113	0.9%	0.5%	303	345	359	14.1%	4.0%	5	2	5	-64.3%	191.1%
SORIANA	101,829	108,638	144,277	6.7%	32.8%	7,060	7,033	9,984	-0.4%	42.0%	3,704	4,205	4,449	13.5%	5.8%
SPORT	1,062	1,203	1,360	13.3%	13.1%	206	214	244	3.6%	14.5%	49	21	33	-56.8%	56.5%
TLEVISA	80,118	88,701	94,568	10.7%	6.6%	25,519	34,405	36,924	34.8%	7.3%	5,387	12,633	9,942	134.5%	-21.3%
WALMEX	440,988	493,201	555,357	11.8%	12.6%	43,995	48,831	59,400	11.0%	20.9%	30,426	29,862	35,626	-1.9%	19.3%
TOTAL	3,613,453	3,928,411	4,276,450	8.7%	8.9%	717,497	785,656	842,211	9.5%	7.2%	195,237	205,243	281,626	5.1%	37.2%

n.c. No comparable

Emisora	Margen financiero				Utilidad de operación				Utilidad Neta						
	2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15	2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15	2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15
C*	47,993	46,271	47,783	-3.6%	3.3%	77,219	75,007	77,897	-2.9%	3.9%	7,310	17,277	17,538	136.3%	1.5%
GENEREA	13,629	16,147	18,596	18.5%	15.2%	4,147	4,681	5,394	12.9%	15.2%	3,124	3,169	3,659	1.5%	15.5%
GFINBUR	16,745	18,333	19,799	9.5%	8.0%	18,911	15,287	19,510	-19.2%	27.6%	18,091	13,595	14,137	-24.9%	4.0%
GFNORTE	44,096	47,959	51,430	8.8%	7.2%	19,901	21,005	23,447	5.5%	11.6%	15,228	17,041	19,692	11.9%	15.6%
GFREGIO	3,813	4,585	5,820	20.3%	26.9%	2,215	2,492	3,170	12.5%	27.2%	1,644	1,789	2,065	8.8%	15.4%
Q**	15,356	19,550	21,112	27.3%	8.0%	25	376	397	n.c.	5.6%	624	659	683	5.7%	3.6%
SANMEX	37,578	41,592	48,785	10.7%	17.3%	17,278	16,982	19,936	-1.7%	17.4%	14,014	13,450	16,709	-4.0%	24.2%
TOTAL	131,216	148,166	165,542	12.9%	11.7%	62,477	60,823	71,854	-2.6%	18.1%	52,725	49,703	56,945	-5.7%	14.6%

* Cifras en dólares, no se consideran para el total.

** El margen financiero corresponde a las primas devengadas, por ser una aseguradora.

Emisora	Ingresos totales						Fibras Ingreso operativo neto NOI				Utilidad Neta				
	2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15		2014	2015 e	2016 e	15/14	16/15	2014	2015 e	2016 e	15/14
FIBRAMQ	2,206	2,736	3,163	24.0%	15.6%	1,989	2,461	2,963	23.8%	20.4%	3,280	4,166	2,277	27.0%	-45.3%
FIHO	1,531	1,992	2,631	30.1%	32.1%	503	630	831	25.2%	31.9%	254	272	380	7.1%	39.7%
FINN	884	1,308	1,928	48.0%	47.3%	322	476	701	47.8%	47.3%	67	145	162	118.2%	11.7%
FUNO	7,822	10,670	13,468	36.4%	26.2%	6,405	8,633	10,925	34.8%	26.6%	1,051	1,982	5,819	88.5%	193.6%
TERRA	1,984	2,194	2,691	10.6%	22.6%	1,678	1,955	2,411	16.5%	23.3%	488	545	1,315	11.7%	141.5%
TOTAL	14,427	18,900	23,879	31.0%	26.3%	10,896	14,155	17,831	29.9%	26.0%	5,139	7,110	9,954	38.3%	40.0%

▲ Fuente: VectorAnálisis

Renta variable: Cartera modelo 2016

Emisora	Peso	Tesis de inversión
AC	3.00%	Es la segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de América Latina y una de las más importantes del mundo. Su presencia geográfica le permitirá tener una posición óptima para capitalizar a su favor el crecimiento económico en EEUU, ya que en sus territorios de franquicia se ubican centros industriales de gas, automotriz, manufactureros y acereros con relación estrecha al ciclo de producción industrial de este país. Cuenta con presencia también como embotellador en algunos territorios al norte de Argentina y en Ecuador, en donde el consumo per cápita de productos Coca Cola es relativamente bajo y ofrece potencial de crecimiento. Adicionalmente, ha diversificado su oferta comercial para incursionar en las categorías de botanas en México, E.U. y Ecuador. Adicionalmente en Ecuador tiene presencia en un negocio de productos lácteos. Recientemente, adquirió el único embotellador de productos Coca-Cola en Perú. Su rentabilidad es una de las más altas del Sistema Coca-Cola. Cuenta con una sólida posición financiera para seguir creciendo de manera inorgánica. Historia de dividendos recurrentes.
AMX	12.00%	Si bien esperamos un año complicado para AMX ante la previsión de una mayor competencia en sus principales mercados, persistente debilidad económica en Sudamérica, y posibles depreciaciones cambiarias en Brasil y Argentina, consideramos que la empresa se encuentra subvaluada respecto a otras empresas comparables. Adicionalmente, existe la posibilidad de que la empresa reciba la autorización para ofrecer el servicio de televisión de paga en México y que la carga de la regulación asimétrica sea reducida.
CEMEX	6.00%	Esperamos un año ligeramente positivo sustentado en un crecimiento modesto de la demanda en la mayoría de las regiones en las que participa, destacando claramente la recuperación del mercado de EEUU. Las eficiencias y ahorros logrados en los últimos años, aunado a mejores precios de venta podrían permitir una ligera mejoría de sus márgenes. Financieramente esperamos una posición desahogada gracias a los esfuerzos realizados en los últimos años para disminuir pasivos y mejorar su perfil de deuda. Se observa una clara subvaluación en su múltiplo EV/uafida que actualmente se ubica en 9.4 veces, contra su promedio de los últimos tres años de 11.03 veces.
COMERCI	3.00%	Sólo por un período de transición y coyuntura como será la escisión de la compañía en dos entidades en esta última parte del 2015 y principios del 2016, la apuesta de inclusión de COMERCI en las carteras va más en el sentido de capturar el valor potencial que tendrá la valuación -por subasta- de la nueva empresa (LACOMER) una vez creada en forma y bajo un nuevo plan de negocio que se develará en las próximas semanas. El valor actual de cerca de \$51.0 a \$52.0 p/a en que se negocia este valor ya próximo a desaparecer bajo el ticket de COMERCI, derivará en la entrega de una nueva acción de la nueva empresa por cada unidad vinculada; justo el valor de la nueva LACOMER, estimado hoy en poco más de \$20.0 de valor implícito asignado por el mercado, es con el que estamos apalancando iniciar en nuestra cartera.
FEMSA	16.00%	Conglomerado diversificado de negocios, con presencia en las principales economías latinoamericanas, incluyendo México, y en el sudeste asiático en Filipinas. En el negocio de bebidas, consolida las operaciones de Coca-Cola FEMSA, el embotellador más grande de Latinoamérica y uno de los más importantes a nivel mundial. En cuanto al negocio de tiendas de conveniencia, es líder en dicho mercado bajo la marca Oxxo, siendo la cadena con mayor número de unidades con cerca de 14,000 tiendas operando al cierre de 2015, con altos niveles de rentabilidad y múltiple oferta de valor al consumidor. Tiene presencia en el negocio de farmacias en México, y recientemente adquirió Grupo Socofar, empresa que maneja cadenas de farmacias y tiendas de belleza en Chile y Colombia. Adicionalmente tiene presencia en el segmento de comida rápida con una cadena regional ubicada en el norte de México. A principios de 2015, aprovechando la reforma energética, incursionó en el negocio de venta de combustible mediante su formato de negocio denominado Oxxo Gas. Solidez financiera para seguir creciendo inorgánicamente e historia de dividendos recurrentes.
FUNO	4.00%	Tal y como le ha caracterizado desde su listado en la Bolsa, en 2016 el fideicomiso seguirá marcando la pauta en el segmento de Fibras en cuanto a crecimiento de Ingresos, captación de recursos públicos en los diferentes mercados financieros y una agresiva estrategia de adquisición de nuevas propiedades de inversión. En 2016 se esperan nuevas adquisiciones por un valor de MXN 19,617 millones. Esperamos que su área rentable crezca 11.5% respecto al cierre de 2015, alcanzando un área en operación de 7.97 millones de M2. Consideramos que mantendrá una estructura de capital balanceada en el que su nivel de apalancamiento se ubique al cierre de 2016 en niveles del 31%.
GAP	5.00%	Opera y administra doce aeropuertos a lo largo de la región pacífico de México, incluyendo las principales ciudades como Guadalajara y Tijuana, cuatro destinos turísticos en Puerto Vallarta, Los Cabos, La Paz y Manzanillo además de otras seis ciudades medianas tales como Hermosillo, Guanajuato, Morelia, Aguascalientes, Mexicali y Los Mochis. En abril de 2015, GAP adquirió el 100% de la compañía Desarrollo de Concesiones Aeroportuarias, S.L., la cual incluye una mayoría accionaria en MBI Airports Limited, empresa que opera el Aeropuerto Sangster Internacional en Montego Bay en Jamaica. En diciembre de 2015 inició operaciones el Puente Binacional en el Aeropuerto de Tijuana, el cual tendrá acceso al paso fronterizo en Otay EEUU y que esperamos detone el tráfico proveniente de destinos de Asia para entrar a EEUU. Sólida posición financiera y pagos recurrentes de dividendos.
GFNORTE	14.00%	Con una mirada introspectiva que basará su crecimiento en rentabilizar su actual cartera a través de un mayor número de servicios financieros por cliente, la perspectiva de Gfnorte para el 2016 será de un conservador crecimiento en sus créditos (alrededor del 13%) privilegiando la calidad de sus activos, enfocándose a los préstamos a las PYMES, al apoyo a la vivienda media y residencial y en menor medida a la cartera de consumo.
GFREGIO	6.00%	Con cada vez una mayor presencia nacional, prevemos que el crecimiento en su cartera será un poco menor en 2016 que el año previo, con tasas cercanas al 17% y aumentando su área de influencia en estados como Zacatecas y Baja California Sur, así como una mayor promoción de productos especializados de arrendamiento para la adquisición de maquinaria y equipo de cómputo y tecnología, complementando el perfil de la cartera del banco que está enfocada al crédito empresarial y particularmente a las PYMES.
GRUMA	4.00%	Luego de tres años de logros y más que evidentes buenos resultados y mejoras en márgenes, las expectativas durante el 2016 siguen siendo casi las mismas, aunque algo más atenuadas que en el pasado. El ambiente de baja en el precio de granos, junto con la promesa de logro de mayores eficiencias, a través del avance de hasta 3% más en el margen Uafida para los próximos tres años, conforman un panorama anual positivo en el que deberemos ver una nueva secuencia de reportes positivos. Si a esto agregamos los planes sostenidos de expansión en el extranjero y con una deuda teniendo una duración muy cómoda, el 2016 no pinta nada mal para Gruma, en lo que sería un 4to año de nuevos avances en lo operativo.
IENOVA	4.00%	Sus resultados serán favorecidos por el inicio de operaciones el tercer segmento del Ducto de Etano, el gasoducto Los Ramones Norte y la segunda fase del gasoducto de Sonora. Por otra parte, la empresa se encuentra en proceso de consumir la adquisición de Gasoductos de Chihuahua y continúan existiendo importantes oportunidades de crecimiento en el sector de infraestructura energética. La falta de éxito en las licitaciones de 2015 y una posible oferta de acciones han mantenido bajo presión al precio de la acción, lo que esperamos se revierta el próximo año.
LALA	3.00%	Empresa de alimentos lácteos, con presencia principalmente en México y en menor medida en Centroamérica, con un portafolio de productos diversificados, así como con marcas que tienen un fuerte posicionamiento en el consumidor y liderazgo de mercado en varias categorías en donde participa. En diciembre de 2014 adquirió Eskimo, empresa de helados con presencia en Centroamérica. Con las inversiones realizadas en la reconversión de su proceso de manufactura y en logística (distribución primaria y secundaria), la empresa ha logrado eficiencias operativas que se han traducido en un aumento en sus niveles de rentabilidad. Vemos una perspectiva favorable en el consumo básico en México, al menos en la primera parte del año. Sólida posición financiera, con exceso de efectivo, situación que esperamos se normalice mediante una adquisición relevante. Historia de dividendos recurrentes.
OMA	5.00%	Opera y administra trece aeropuertos internacionales dentro de nueve estados en la región centro y norte de México, localizados en las ciudades de: Monterrey, el tercer más grande centro metropolitano en México y receptor importante de inversión extranjera, especialmente de manufactura para exportación; Acapulco, Mazatlán y Zihuatanejo, importantes destinos turísticos; así como en otros nueve centros regionales y ciudades fronterizas. También administra el hotel NH dentro de la Terminal 2 del Aeropuerto de la Ciudad de México y recientemente inició la operación del hotel Hilton Garden Inn en el Aeropuerto de Monterrey. Adicionalmente, inició operaciones el Aero Parque Industrial en el Aeropuerto de Monterrey, el cual se espera genere sus primeros ingresos en el 1T16. Proyecto de diversificación para aumentar la participación de los ingresos comerciales en las cifras totales. Sólida posición financiera y pagos recurrentes de dividendos.
PINFRA	4.00%	Creemos que el próximo año Pinfra podría encontrar nuevas oportunidades de crecimiento. La SCT ha anunciado que podría lanzar próximamente cuatro nuevos procesos de licitación de autopistas, a lo que se sumaría el relanzamiento de la recientemente fallida licitación del Viaducto La Raza-Indios Verdes-Santa Clara. Pinfra cuenta con la posición financiera más sólida del sector, y consideramos que tiene amplias posibilidades de ganar una nueva concesión. También jugarán a favor de los resultados de la empresa el reciente inicio de operaciones de las autopistas Tlaxcala-Puebla y Peñón-Pirámides.
WALMEX	11.00%	El 2015 confirmó nuestra expectativa de inicio de dicho año de que veríamos un ciclo alto de recuperación en el consumo, y en ese sentido estamos satisfechos. Hacia este 2016 apostamos ahora a tres grandes eventos: (1) la entrega de nuevas eficiencias, vía la mejoras en márgenes, por parte del nuevo equipo directivo; (2) y la venta de la cadena Suburbia, lo cual podría producir un nivel adicional de liquidez repartible; y (3) el mayor despegue en las operaciones en Centroamérica, a partir de mejoras en su eficiencia y una mayor velocidad de expansión. A pesar del menor ritmo de crecimiento en este 2015 y 2016, Wal-mex seguirá consolidada como la empresa líder en los autoservicios en nuestro país, y muy adelantada en eficiencias operativas de sus dos más cercanos competidores.

▲ Fuente: VectorAnálisis

Cartera modelo rendimiento acumulado

Año	Cartera	Rendimiento			Rendimiento	
		Año	Acum.	IPC	Año	Acum.
ene-04	100,000			8,795		
2004	170,730	70.7%	70.7%	12,918	46.9%	46.9%
2005	240,340	40.8%	140.3%	17,803	37.8%	102.4%
2006	377,704	57.2%	277.7%	26,448	48.6%	200.7%
2007	407,029	7.8%	307.0%	29,537	11.7%	235.8%
2008	300,104	-26.3%	200.1%	22,380	-24.2%	154.5%
2009	473,678	57.8%	373.7%	32,120	43.5%	265.2%
2010	627,464	32.5%	527.5%	38,551	20.0%	338.3%
2011	601,208	-4.2%	501.2%	37,078	-3.8%	321.6%
2012	748,644	24.5%	648.6%	43,706	17.9%	396.9%
2013	755,320	0.9%	655.3%	42,727	-2.2%	385.8%
2014	741,996	-1.76%	642.0%	43,146	0.98%	390.6%
2015	742,753	0.10%	642.8%	42,905	-0.56%	387.8%

(*) Las compras y ventas acordadas en la reunión de estrategia de Análisis celebrada los días jueves, se realizan tomando el precio promedio del día siguiente al igual que las que se realizan en los intradías. Se invierte el 100% del monto en renta variable. Sólo considera comisiones por compra y venta. Rendimiento bruto ya que no considera el efecto de la retención fiscal del 10% sobre la ganancia obtenida.

▲ Fuente: VectorAnálisis

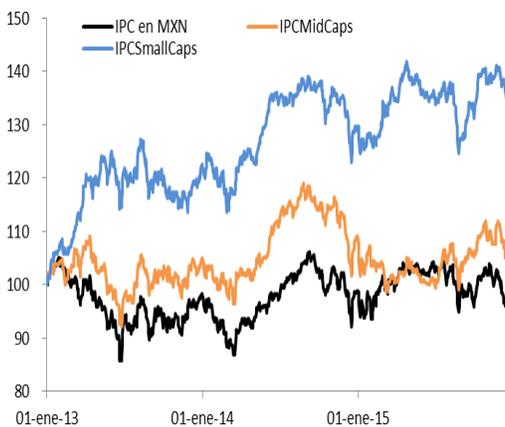
Cartera modelo SmallCaps rendimiento acumulado

	Cartera		IPC MidCap			IPC SmallCap			
	Cartera	Acum	Año	IPC Mid	Acum	Año	IPC Small	Acum	Año
may-12	100,000			173			198		
2012	140,730	40.73%	40.73%	235	35.75%	35.75%	256	28.90%	0.81%
2013	176,703	76.70%	25.56%	246	41.93%	4.55%	311	57.25%	0.81%
2014	204,149	104.15%	15.53%	254	46.64%	3.32%	331	67.29%	7.25%
2015	246,692	146.69%	20.84%	255	47.36%	0.41%	350	76.81%	5.67%

(*) Las compras y ventas acordadas en la reunión de estrategia de Análisis celebrada los días jueves, se realizan tomando el precio promedio del día siguiente al igual que las que se realizan en los intradías. Se invierte el 100% del monto en renta variable. Sólo considera comisiones por compra y venta. Rendimiento bruto ya que no considera el efecto de la retención fiscal del 10% sobre la ganancia obtenida.

▲ Fuente: VectorAnálisis

IPC, Índice Mid y Small Caps



▲ Fuente: BMV

Cartera Modelo Mid y Small caps

Si bien 2015 fue un año complicado en el desempeño del mercado accionario nacional, el rendimiento registrado por nuestra cartera modelo integrada por empresas de pequeña y mediana capitalización de mercado (Mid & Small caps) superó ampliamente sus respectivos benchmarks (IPC MidCap e IPC SmallCap): Del período comprendido entre el 14 de diciembre de 2014 y del 15 de diciembre del 2015, nuestra cartera modelo acumuló un rendimiento de 20.84% en MXN (+4.21% en USD), mientras que en el mismo lapso de tiempo el IPC SmallCap registró un rendimiento de 4.92% (-9.52% en USD) y el IPC MidCap tuvo un rendimiento negativo de 0.63% (-14.30% en USD).

De la misma forma que para la cartera de 2015, revisamos nuestro análisis de emisoras con los últimos números financieros reportados por las empresas que conforman nuestro universo, manteniendo nuestra metodología y criterios para seleccionar y calificar los activos que conforman nuestra cartera de mediana y baja capitalización; la cual se basa en los fundamentales históricos que han tenido esas empresas en los últimos 4 años, ponderando también el comportamiento de sus múltiplos y precios objetivos que se tengan para la emisora, así como la opinión que cada uno de los analistas tenga sobre ellas y sus fundamentales.

Asimismo, nuestra selección de emisoras, las cuales mostramos a detalle en el siguiente cuadro, pertenecen a los sectores identificamos como potencialmente "ganadores" bajo el contexto de supuestos macroeconómicos que mencionamos al inicio del comentario.

Renta variable: Cartera modelo Small & Mid Caps 2016

Emisora	Peso	Tesis de inversión
BACHOCO	5.00%	Con el claro dominio de un mercado-nicho y de marcas orientadas a la producción de proteína a precios accesibles (pollo y huevo), la empresa ha seguido avanzando y prosperando por la vía de adquisiciones de granjas de aves en los EU, las más recientes en Georgia, y anteriormente en Arkansas. Estas operaciones internacionales, pesando ya la cuarta parte del total, y con un dólar fuerte, han reforzado sus ingresos y sobre todo su rentabilidad como grupo. Esta tendencia hacia la penetración a EU parece irreversible, y con ello la posible exportación de sus nuevas eficiencias y know-how hacia nuestro país.
BOLSA	3.00%	Consideramos que las iniciativas tomadas por la nueva administración de la BMV darán sus resultados en 2016, con un enfoque de mayor promoción del mercado de valores, nuevos productos y más atractivos y una recuperación de la línea de negocios de derivados originado por los cambios de regulación en México alineados a los estándares internacionales para la intermediación de derivados de mercados no organizados (OTC) a fin de ser compensados a través de Asigna, permitiendo menores requerimientos de capital a la banca mexicana.
CHDRAUI	10.00%	Con el consumo en niveles sanos para este 2016, especialmente en ventas a unidades comparables, Chdraui proseguirá con su avance en ingresos, en superficie de ventas y sobre todo con nuevas aperturas (4 al menos) en los EU, país que ha venido a apuntalar sus operaciones debido al beneficio del tipo de cambio; en México también seguirá adelante en su expansión, y posiblemente se mantenga pendiente alguna otra nueva adquisición, entre ella 14 unidades que Soriana tendrá necesariamente que vender en este 2016. El descuento que mantiene frente a Walmart es otro elemento a considerar, especialmente cuando sus niveles de márgenes y crecimiento no llegan a ser tan diferentes.
COMERCI	10.00%	Sólo por un período de transición y coyuntura como será la escisión de la compañía en dos entidades en esta última parte del 2015 y principios del 2016, la apuesta de inclusión de COMERCI en las carteras va más en el sentido de capturar el valor potencial que tendrá la valuación -por subasta- de la nueva empresa (LACOMER) una vez creada en forma y bajo un nuevo plan de negocio que se develará en las próximas semanas. El valor actual de cerca de \$51.0 a \$52.0 p/a en que se negocia este valor ya próximo a desaparecer bajo el ticket de COMERCI, derivará en la entrega de una nueva acción de la nueva empresa por cada unidad vinculada; justo el valor de la nueva LACOMER, estimado hoy en poco más de \$20.0 de valor implícito asignado por el mercado, es con el que estamos aspirando iniciar en nuestra cartera.
CREAL	8.00%	En el 2016 se perfila con un componente de negocios más diversificado por fuentes de ingreso y con un amplio potencial de crecimiento, su más reciente adquisición que se suma a los créditos de nómina, a los créditos al consumo, a las PYMES, a los microcréditos y a la adquisición de autos, es el de la empresa que opera a través de plataformas digitales que se llama "Resuelve", pionera en el ramo de adquisición de clientes vía canales digitales y en otorgar servicios financieros basados en tecnología propietaria (FinTech), y es uno de los principales partners/clientes de Google y Facebook en la vertical de servicios financieros en México.
GAP	10.00%	Opera y administra doce aeropuertos a lo largo de la región pacífico de México, incluyendo las principales ciudades como Guadalajara y Tijuana, cuatro destinos turísticos en Puerto Vallarta, Los Cabos, La Paz y Manzanillo además de otras seis ciudades medianas tales como Hermosillo, Guanajuato, Morelia, Aguascalientes, Mexicali y Los Mochis. En abril de 2015, GAP adquirió el 100% de la compañía Desarrollo de Concesiones Aeroportuarias, S.L., la cual incluye una mayoría accionaria en MBJ Airports Limited, empresa que opera el Aeropuerto Sangster Internacional en Montego Bay en Jamaica. En diciembre de 2015 inició operaciones el Puente Binacional en el Aeropuerto de Tijuana, el cual tendrá acceso al paso fronterizo en Otay EEUU y que esperamos detone el tráfico proveniente de destinos de Asia para entrar a EEUU. Sólida posición financiera y pagos recurrentes de dividendos.
GFINTER	6.00%	Especializado en un modelo de negocio enfocado en servicios de financiamiento, gestión de riesgos y asesoría financiera principalmente al sector público mexicano, registra un crecimiento en cartera del 28%, casi el doble de su crecimiento anual compuesto (CAGR) de los últimos 5 años del 15%, asimismo, con un índice de cartera vencida cercano a "cero" (en 0.13% vs 2.86% el sistema) y cotizando en múltiplos (P/U) menores en un 20% que Gfnorte así como su eventual integración a éste Grupo Financiero, la hacen un candidato a esta cartera.
GICSA	5.00%	Empresa del sector inmobiliario totalmente integrada al abarcar el desarrollo, inversión, comercialización y operación de centros comerciales, oficinas corporativas y naves industriales en ubicaciones con alto potencial de crecimiento. Los desarrollos que ha realizado GICSA a lo largo de su historia son inmuebles de primer nivel, con excelentes ubicaciones y que pueden considerarse íconos de las ciudades en donde tienen presencia. Adicionalmente a su portafolio actual de propiedades, se tienen en proyecto 15 nuevos desarrollos que estarán más que duplicando el flujo operativo estimado para 2015 en 3 años: CAGR de 30.9% de 2015 a 2018.
HCITY	10.00%	Con más de 100 ubicaciones en su portafolio actualmente en operación, es la cadena de hoteles de servicio limitado más grande de México, con una integración vertical de toda la cadena de valor de la industria y enfocada particularmente al segmento de viajeros de negocios de presupuesto limitado. Sus hoteles están posicionados en corredores industriales de fuerte dinamismo económico impulsados por el crecimiento de EEUU, tales como el sector automotriz, de maquila y exportación, lo que seguirá propiciando niveles robustos de demanda hotelera, buenos porcentajes de ocupación, aumentos en tarifa promedio diaria y efectiva. Esto, en conjunto con una sólida posición financiera que permitirá continuar con su programa de desarrollo de nuevos hoteles en los próximos años, además de sus altos niveles de rentabilidad, serán factores concretos que compensarían el efecto de un menor crecimiento económico nacional.
HERDEZ	10.00%	Con una contribución cada vez mayor derivada del crecimiento de sus subsidiarias en EU, Herdez se perfila en este 2016 para entregar nuevas cifras récord tanto en volumen como en ingresos durante este año en aquel país. La internacionalización de sus operaciones sigue por buen camino, en tanto que aquí en México el crecimiento en volúmenes, que no tanto en precios, volverá a hacer de este 2016 un año de mejores cifras y márgenes. También estaríamos esperando mejores noticias con el avance más racionalizado de Nutrisa y sobre todo con la adquisición, por un mil millones de pesos, de la división de helados de Nestlé concretada a principios del 2015.
NEMAK	10.00%	Si bien con crecimientos previstos moderados alrededor del 2% en volumen, se ubica en el sector automotriz ganador derivado de las inversiones previstas y la entrada en operación de cinco nuevas plantas y una ampliación, con lo que nuestro país entre los años 2016 y el 2019 aumentará la producción de autos en un 27% (1.0 millón) por lo que las perspectivas para Nemark son favorables cuando menos en el corto plazo debido a la recuperación económica prevista para los Estados Unidos de América y el bajo precio de la gasolina en ese país.
PINFRA	10.00%	Creemos que el próximo año Pinfra podría encontrar nuevas oportunidades de crecimiento. La SCT ha anunciado que podría lanzar próximamente cuatro nuevos procesos de licitación de autopistas, a lo que se sumaría el relanzamiento de la recientemente fallida licitación del Viaducto La Raza-Indios Verdes-Santa Clara. Pinfra cuenta con la posición financiera más sólida del sector, y consideramos que tiene amplias posibilidades de ganar una nueva concesión. También jugarán a favor de los resultados de la empresa el reciente inicio de operaciones de las autopistas Tlaxcala-Puebla y Peñón-Pirámides.
Q	3.00%	Proyectamos una perspectiva favorable para el sector asegurador que se encuentra con un amplio potencial considerando que sólo el 30% del parque vehicular se encuentra asegurado, además de que la emisora podría continuar con su misma estrategia comercial de mantener sus cuotas actuales, situación que es insostenible para sus competidores más cercanos que han registrado fuertes pérdidas operativas, a diferencia de Q que cuenta con una situación financiera y operativa positiva, lo que hace previsible que en cualquier momento la competencia tenga que subir sus precios, teniendo Qualitas una posición competitiva más favorable, además de que consideramos que Q cotiza con un nivel de descuento en múltiplos del 19% (en P/U) y 30% (en P/VL) considerando sus promedios de los últimos 3 años.

Expectativas financieras

AC: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M \$ 122.00			
Precio (MXN) (serie *)		101.65			
Mbx/min (18M)		106.05 / 84.21			
Rendimiento esperado		20.0%			
Valor de mercado (MXN M)		163,785			
Valor de la empresa (MXN M)		212,589			
Acciones en circulación (M)		1,611			
Flotante		1.7%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		1.54			
<i>Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015</i>					
	2014	2015	% var.	2016*	% var.
Ingresos Netos	61,957	75,200	21%	81,386	22%
UTILIDAD/BEBIDA					
Margen	22.0%	21.8%		21.0%	
Utilidad de operación	10,774	13,134	22%	16,214	23%
Margen, a la utilidad	17.4%	17.5%		17.7%	
Ingresos, a la utilidad	3,066	3,270	22%	4,049	23%
Utilidad neta	6,505	7,300	12%	7,615	4%
Activos totales	80,367	138,204	72%	149,168	8%
Efectivo y equivalentes	9,030	13,158	46%	14,009	6%
Prop. Bienes y equipo	25,321	40,873	61%	47,828	18%
Pasivos totales	30,983	64,488	108%	63,935	-1%
Pasivo corto plazo	10,588	24,885	132%	26,407	6%
Pasivo largo plazo	20,395	39,603	96%	37,468	-6%
Pasivo con costo	15,777	40,509	157%	37,341	-6%
Capital cont. mayoritario	46,064	64,832	10%	63,083	-16%
Deuda neta	6,737	27,351	306%	23,333	-15%
EPS	26.2x	22.4x		21.5x	
VE/UA/FIDA	12.7x	13.9x		10.9x	
PV/L	3.6x	3.0x		2.6x	
ROE	14.3%	14.5%		12.9%	
ROA	8.0%	6.7%		6.3%	
Aplazamiento	0.3x	0.7x		0.9x	

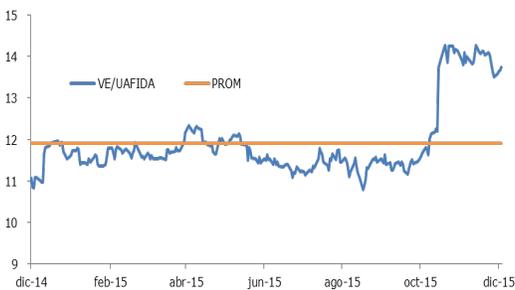
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► *Crecimiento generalizado en sus segmentos de negocios, en donde para bebidas estamos un incremento del volumen de ventas de 18.3% debido a la incorporación de los resultados de su más reciente adquisición, Corporación Lindley en Perú (+292 millones de cajas unidad, +16.7% en ingresos y +10.8% en uafida; representando a nivel consolidado el 14.3% de los ingresos y el 9.7% del uafida). Balance sólido, por lo que no descartamos continúe con crecimiento orgánico.*

En cuanto al sector de consumo básico, en donde ubicamos las categorías de productos en donde participa la empresa, para el caso de México prevemos un comportamiento favorable al menos hasta la primera mitad del año, con base en niveles de empleo estables, un aumento moderado en el salario real debido a que para el 2016 esperamos un repunte en la inflación, por un incremento también moderado en las remesas denominadas en USD y cierto acotamiento en su conversión a MXN por una depreciación del tipo de cambio que prevemos más reducida a la observada en el 2015, y finalmente por el efecto negativo, especialmente para la segunda mitad del próximo año, resultado del aumento en las tasas de interés. Para las principales economías de Latinoamérica, en donde tiene exposición la empresa, prevemos una situación estable en sus niveles de consumo, aunque su evolución dependerá del rumbo de la economía, en donde varios de estos países tienen una dependencia importante de la exportación de materias primas. Adicionalmente, está la volatilidad cambiaria en las monedas funcionales en cada territorio donde opera la empresa, las cuales también pueden influir de manera importante en los resultados financieros.

El fuerte aumento en los ingresos consolidados es debido a la incorporación de los resultados financieros de Corporación Lindley, empresa embotelladora y distribuidora exclusiva de las marcas de The Coca-Cola Company en Perú, así como propietaria de la marca Inca Kola, uno de los refrescos con mayor posicionamiento en este país. De esta forma, estimamos un aumento de 18.3% (+4.6% excluyendo Perú) en volumen de ventas de bebidas, impulsado orgánica por México (+2.8%), Argentina (+3.9%) y Ecuador (+2.6%). En cuanto a precios por caja unidad, prevemos aumentos alineados con la inflación esperada en cada territorio. En lo que respecta al negocio de botanas, tanto en EEUU como en Ecuador, esperamos un incremento en ingresos de 7.1% (representando el 4.4% de los ingresos totales), impulsado por el aumento de cobertura de clientes principalmente. En cuanto al negocio de lácteos (Tonicorp), prevemos que los ingresos suban 5.0%, debido al aumento en la participación de mercado en sus principales productos (avena, yogurt y leches de sabores). Para nuestros estimados de rentabilidad, debido a la incorporación de los resultados de Corporación Lindley cuyo margen (14.3%) es menor al del negocio de bebidas de la empresa, estimamos una ligera caída de 80 p.b. respecto a nuestra proyección de cierre de 2015. Debido al aumento en la deuda total, la cual tiene un componente dolarizado por la deuda que tenía a su vez Corporación Lindley, el aumento en el pago de intereses hace que el incremento en la utilidad neta sea moderado. Aun así,

Expectativas financieras

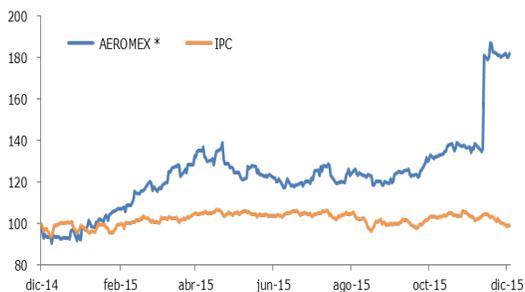
AEROMEX: 2016

Principales cifras

MANTENER		VI: 12M	\$40.00		
Precio (MXN) (serie *)			39.22		
Max/min (18M)			39.47 / 19.13		
Rendimiento Esperado			2.03%		
Valor de mercado (MXN M)			27,857		
Valor de la empresa (MXN M)			39,569		
Acciones en circulación (M)			7.80		
Flotante			1.8%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			1.5		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016*	% var.
Ingresos Netos	42,921	47,087	10%	61,412	8%
UTILIDAD NETA	3,370	5,038	67%	6,508	18%
Margen	7.9%	12.0%		12.9%	13%
Utilidad de operación	1,038	3,045	85%	3,444	13%
Margen	3.9%	6.5%		6.7%	40%
Ingreso, a la utilidad	615	478	-7%	607	37%
Utilidad neta	783	1,403	87%	2,005	
Activos totales	38,211	48,263	26%	66,870	16%
Efectivo y equivalentes	3,793	5,770	52%	7,311	27%
Prop. bienes y equipo	17,530	23,181	32%	26,378	14%
Pasivos totales	26,984	30,038	24%	38,021	6%
Pasivo corto plazo	14,488	17,006	22%	19,778	10%
Pasivo largo plazo	14,576	19,532	27%	18,843	2%
Pasivo con costo	12,912	17,253	34%	17,466	1%
Capital cont. mayoritario	9,225	12,221	32%	17,843	46%
Deuda neta	9,118	11,463	26%	10,155	-12%
EPS	35.6c	18.0c		13.9c	
VE/UFIDA	11.0x	7.0x		6.7x	
PV/L	3.9x	2.3x		1.0x	
ROE	9.4%	13.0%		13.3%	
ROA	2.2%	3.4%		3.8%	
Aplanchamiento	1.4x	1.4x		1.0x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Si bien el anuncio por parte de Delta Air Lines para incrementar su posición accionaria en la empresa fijó un precio de mercado para la emisora, consideramos que, independientemente de este evento, las expectativas fundamentales son favorables, particularmente bajo una perspectiva de bajos precios en los combustibles lo cual seguirá siendo un factor positivo para la rentabilidad. Adicionalmente, consideramos que la empresa estaría bien posicionada ante un eventual aumento de competencia por la entrada en vigor del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo, debido a su alianza comercial con Delta.

Consideramos que la perspectiva de la industria podrá tener un comportamiento positivo el próximo año, debido principalmente a la expectativa de bajos precios de los combustibles, situación que repercute directamente en la rentabilidad de las aerolíneas. Sin embargo, aunque en principio este fenómeno incentivaría la apertura de nuevas rutas y/o aumentos de frecuencias en destinos de alta densidad, habrá que tomar en cuenta que bajo un contexto de ralentización de la economía internacional y de la doméstica, el aumento en la capacidad planeada por parte de las aerolíneas sea moderado. Otro factor que determinará el rumbo del sector será la fuerte volatilidad en las divisas, especialmente de mercados emergentes frente al USD, debido al alto componente dolarizado en la estructura de costos de las empresas, el cual puede ir desde un 40% hasta un 60% de los costos totales. Por otra parte, no descartamos que, dado el entorno competitivo, las empresas presionen las tarifas para mantener o aumentar sus participaciones de mercado. Finalmente, consideramos que la eventual entrada en vigor del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU propiciará una mayor competencia ante la posibilidad de que las empresas de ambos países no tengan restricciones para participar en las rutas existentes; en nuestra opinión, las aerolíneas que cuenten con alianzas comerciales con empresas estadounidenses podrían tener condiciones más favorables para enfrentar este proceso.

El aumento en ingresos proviene principalmente del aumento en la demanda por asientos (RPKs por sus siglas en inglés) que estimamos en +8.8% para 2016, y en menor medida por un marginal incremento en la tarifa promedio (yield) de 0.6%, en donde prevemos una caída en la tarifa nacional en -1.1% aunque compensada por el aumento en la tarifa internacional en +4.2%, pero resultado totalmente de la depreciación esperada del MXN frente al USD (+6.5%). Nuestros estimados asumen un aumento de 8.6% en la capacidad de asientos (ASKs por sus siglas en inglés) para 2016, una cifra moderada en comparación con el incremento de 11.2% con el que prevemos cierre el 2015. Lo anterior implica un factor de ocupación total de 79.6% para el próximo año, equivalente a un ligero avance de 20 p.b. respecto a nuestro estimado para el 2015. En cuanto al origen de los ingresos por pasajeros, el 57% provendrá de pasajeros en rutas internacionales, debido al mejor posicionamiento de la empresa en este segmento de viajeros. En cuanto a la rentabilidad, prevemos un aumento de los márgenes resultado principalmente de la baja en los precios de los combustibles (de acuerdo a los datos más recientes sobre futuros del precio del petróleo obtenidos de Bloomberg, el precio promedio para 2016

Expectativas financieras

ALFA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE 12M \$ 41.00			
Precio (MXN) (serie A)			34.96		
Máx./mín (18M)		46.87 / 27.38			
Rendimiento esperado			17.35%		
Valor de mercado (MXN M)			179,013		
Acciones en circulación (M)			276,641		
Flotante			5,121		
Importe prom. 60 días (MXN M)			264		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 a	% var.	2016 e	% var.
Ingreso Neto	229,226	256,123	12%	294,211	15%
Utilidad EBITDA	26,776	36,710	37%	42,072	15%
Margen	11.7%	14.3%		14.3%	
Utilidad de operación	17,227	23,174	35%	23,876	3%
Margen	7.5%	9.0%		8.1%	
Impuesto a la utilidad	(557)	1,490	N.C.	5,477	208%
Utilidad neta	(2,036)	6,801	N.C.	10,413	53%
Activos totales	232,881	257,817	11%	284,314	10%
Efectivo y equivalentes	22,141	20,145	-9%	21,493	7%
Prop. hijos y equipo	83,908	108,078	29%	89,721	-8%
Pasivos totales	163,722	179,952	10%	216,505	20%
Pasivo corto plazo	62,119	68,194	10%	77,840	13%
Pasivo largo plazo	101,606	111,758	10%	139,485	25%
Pasivo con costo	91,920	103,195	12%	130,350	26%
Capital cont. mayoritario	55,379	60,954	10%	62,492	-14%
Deuda neta	69,779	82,950	19%	108,050	31%
PLJ	-87.9x	26.3x		17.2x	
VE/UA/FIDA	9.8x	7.6x		7.2x	
PV/L	3.2x	2.9x		3.4x	
ROE	-2.9%	11.7%		10.4%	
ROA	-1.0%	2.8%		3.8%	
Aplazamiento	1.7x	1.7x		2.5x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

Fuente: VectorAnálisis

El grupo industrial se encuentra bien diversificado en sectores que mantendrán un positivo dinamismo aunque moderado como lo es el mercado exportador del cual más del 60% de sus ingresos proviene del exterior (de EUA y Europa), así como del sector de consumo, alimentos, automotriz y telecomunicaciones, de esta forma determinamos un Valor Intrínseco 12 meses para el 2016 en MXN 41 con una recomendación de inversión en Compra.

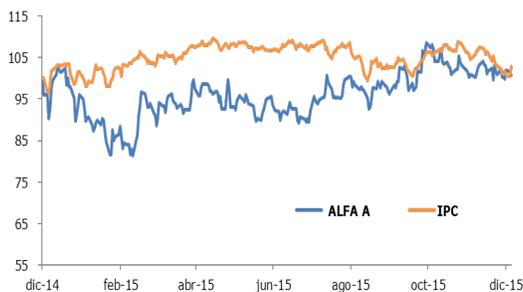
Prevedemos un 2016 con crecimientos moderados a nivel consolidado y favorecidos por el tipo de cambio, donde esperamos para:

SIGMA una mejora en el consumo en México y en EUA, dónde probablemente las operaciones en Europa permanecerán volátiles, proyectamos que los precios en USD de las materias primas continuarán en bajos niveles en el 2016, de tal forma que un peso débil reduce el beneficio por menor costo de las materias primas para las operaciones en México, prevemos un ligero aumento en precios para mantener márgenes, para el 2016 las operaciones en Europa a través de Campofrío recuperarán sus niveles de producción y en anaqueles y que fueron perdidos por el incendio de una de sus principales plantas de fines del 2014, se espera que para fines del 2016 reinicie operaciones la nueva planta.

ALPEK continuará la volatilidad en el negocio del poliéster (y que representa el 75% de sus ingresos) por los precios del petróleo, aunque el negocio del polipropileno prevemos que se mantendrá estable e impulsado por el sector de consumo que proyectamos a nivel macro que será un catalizador del mercado a través de sus productos como base para la producción de envases de plástico, envolturas de alimentos, pañales, productos del cuidado de salud, etc.; en términos de los proyectos de inversión pensamos que continuarán avanzando, tales como el de la planta de M&G en Corpus Christi donde probablemente iniciaría hasta fines del 2016 o principios del 2017, así como el proyecto de cogeneración de energía de la planta de Altamira, Tamps. y la expansión de la capacidad de su planta de EPS; únicamente vislumbramos que en el presente 2016 aporte ingresos las operaciones de EPS de BASF en Chile.

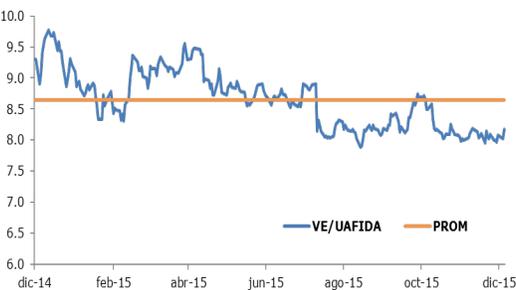
NEMAK que el volumen de ventas crezca de una manera más moderada en 2016 a tasas menores al 2%, la mitad en volumen del que esperamos al cierre del 2015, dónde prevemos continuará con la estrategia de ventas de componentes más complejos mismos que tienen mayores márgenes, así como mayores ventas en las líneas de productos estructurales de aluminio con las OEM's Premium europeas, continuando con las inversiones en una de sus plantas que se espera que entre en operación en el 1T17 con la tecnología HPDC y que abastecerá el mercado automotriz en el que se espera que el contenido de aluminio en los autos se incremente de 350 libras a 475 libras en un período de 7 años, lo que beneficiaría a Nemak.

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



Fuente: VectorAnálisis

Expectativas financieras

ALPEK: 2016

Principales cifras

MANTENER	VI: 12M	\$ 26.00			
Precio (MXN) (serie A)		23.97			
Máx/mín (18M)	27.04 /	15.53			
Rendimiento esperado		8.53%			
Valor de mercado (MXN M)		50,772			
Valor de la empresa (MXN M)		66,003			
Acciones en circulación (M)		2,118			
P/E ratio		18%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		137			
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	60,072	64,023	-2%	63,120	10.8%
UAFID/DEBITDA	5,710	13,150	130%	13,950	6%
Márgen	6.3%	15.7%		15.0%	
Utilidad de operación	3,739	7,500	101%	7,207	-4%
Márgen	4.3%	9.8%		7.7%	
Impôts a la utilidad	883	2,238	153%	1,643	-27%
Utilidad neta	801	2,865	270%	3,112	9%
Activos totales	65,371	71,103	9%	67,677	-5%
Efectivo y equivalentes	5,744	8,139	42%	7,058	-13%
Prop. planta y equipo	27,392	32,039	20%	31,033	-6%
Pasivos totales	35,527	39,713	12%	44,932	13%
Pasivo corto plazo	14,325	14,351	0%	14,178	-1%
Pasivo largo plazo	21,201	25,352	20%	30,753	21%
Pasivo con costo	15,893	18,958	19%	24,117	27%
Capital cont. mayoritario	25,949	27,269	5%	18,052	-34%
Deuda neta	10,249	10,815	6%	17,049	58%
PLJ	63.4x	17.1x		16.3x	
VE/UAFIDA	11.4x	2.0x		2.8x	
PVL	2.0x	1.9x		2.8x	
ROE	2.8%	11.1%		13.7%	
RCA	4.3%	4.3%		4.5%	
Apalancamiento	0.8x	0.7x		1.3x	

Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

Fuente: VectorAnálisis

► La emisora se encuentra bien posicionada con sus productos destinados al sector de consumo y al sector exportador a través de la producción de empaques para bebidas y alimentos, por lo que enfrentará un panorama retador en 2016 cuando tenga que manejar adecuadamente los márgenes operativos y uafida con precios del petróleo a la baja, ratificamos nuestro Valor Intrínseco 12 meses para 2016 en MXN 26 con una opinión en Mantener.

Alpek es líder en la producción de PTA y PET, utilizado en la industria del sector consumo, fundamentalmente para la manufactura de empaques para bebidas y alimentos (60%) y bienes de consumo personal (33%), asimismo, por distribución geográfica, el 37% de sus ventas las destina al mercado mexicano, 46% a EUA y Canadá y el restante 17% a Latinoamérica, Europa y Asia.

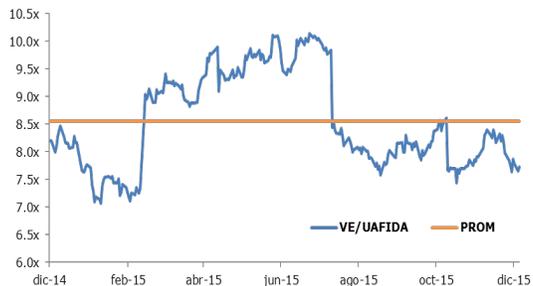
Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

En la región de Norteamérica, Alpek es el más importante productor en la cadena de poliéster (y que representa aprox. el 75% de sus ingresos totales) con una capacidad instalada en PTA de 2,250 millones de tons., una participación de mercado del 40.5%, similar a la de BP (filial de British Petroleum) y el restante 20% lo tienen Cepsa/Indorama (de la India) e Eastman, cabe señalar que la capacidad instalada de PTA no ha cambiado significativamente en los últimos 10 años pues tan sólo ha pasado de 5,500 millones de toneladas en 2004 a 5,560 millones de toneladas en 2014 (sólo un +1.9%), sin embargo, Alpek subió su cuota de mercado del 29% que tenía en 2004 a 40.5% como lo mencionamos anteriormente en 2014 fundamentalmente a través de un crecimiento inorgánico e inversiones en capacidad instalada.

VE/UAFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Para el caso del PET en la región de Norteamérica, Alpek tiene una capacidad instalada de 1,865 millones de toneladas, es decir una participación de mercado del 41.9% de las 4,443 millones de toneladas de capacidad total de la zona, donde Indorama tiene una participación (del 25%) menor a la de Alpek, y M&G (Grupo Mossi & Ghisolfi) un 20% aprox.; el restante 13% lo tienen NanYa y Selenis. Al respecto, en los últimos 10 años las inversiones en capacidad instalada han aumentado un 16.9% al pasar esta de 3,800 millones de toneladas en 2004 a 4,443 millones en el 2014, donde Alpek ha aumentado significativamente su participación de mercado del 8% que tenía en 2004 al 41.9% en el 2014 como lo habíamos comentado, a través de diversas adquisiciones e inversiones en los últimos 10 años.

Para 2016 estamos proyectando que Alpek registre una producción de 3,922 millones de tons. que representaría un aumento del 1% en volumen del que estimamos para 2015 alentado en parte por la resolución preliminar de Octubre del 2015 del Departamento de Comercio de los EUA por las prácticas antidumping a la importación de PET provenientes de Canadá, China, India y Omán, estableciéndose cuotas compensatorias en efectivo a las importaciones de PET de dichos países, lo que en consecuencia inhibiría dichas prácticas; estamos esperando que en Febrero del 2016

Expectativas financieras

ALSEA: 2016

Principales cifras

MANTENER		VL: 12M \$ 60.00			
Precio (MXN) (serie "C")			57.57		
Max/min (18M)		60.58 / 38.04			
Rendimiento esperado			4.2%		
Valor de mercado (MXN M)			48,232		
Valor de la empresa (MXN M)			60,959		
Acciones en circulación (M)			838		
Flotante			35%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			106		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	22,787	32,514	43%	37,488	15%
UAFIDA/EBITDA	2,892	4,143	43%	4,897	18%
Margen	12.3%	12.7%		13.1%	
Utilidad de operación	1,459	2,236	52%	2,675	20%
Utilidad	8.4%	8.3%		7.2%	
Impostos a la utilidad	365	479	31%	507	6%
Utilidad neta	697	700	0%	717	2%
Activos totales	29,338	31,256	7%	34,197	9%
Efectivo y equivalentes	1,113	682	-39%	643	-6%
Prog. planta y equipo	9,759	10,023	3%	12,351	13%
Pasivos totales	18,603	21,374	15%	22,472	5%
Pasivo corto plazo	6,222	5,880	-5%	6,753	13%
Pasivo largo plazo	13,380	15,394	15%	15,719	2%
Pasivo con costo	11,238	12,432	11%	12,637	2%
Capital cont. mayoritario	8,890	8,893	0%	10,553	19%
Deuda neta	10,128	11,759	16%	11,994	2%
PAJ	72.3x	68.9x		67.3x	
VE/UFIDA	21.2x	14.7x		12.5x	
PVL	0.5x	0.4x		0.5x	
ROE	7.2%	7.9%		7.4%	
RCA	3.1%	2.3%		2.2%	
Apalancamiento	1.3x	1.4x		1.2x	
Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015					
e = Estimado					

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ En línea con lo estimado por la empresa, y habiéndose completado un ciclo de bases de comparación favorables originado por las adquisiciones de VIPS y Grupo Zena, prevemos un 2016 regido por crecimientos operativos normalizados en ventas y uafida de 15% y 18%, respectivamente.
- ▶ Este crecimiento también se sustenta con base en las nuevas aperturas y el esperado buen desempeño de sus formatos en España y Latinoamérica, aunque el último caso está sujeto a un mayor riesgo latente cambiario y económico en Argentina.
- ▶ Otro factor es nuestra estimación de una tendencia positiva en el comportamiento

En cuanto a consumo se refiere, el arranque del 2016 estará todavía influenciado por los niveles favorables de tipo de cambio, esto a partir del efecto aumentado por el valor de las remesas, situación que apuntalará por un rato más el poder adquisitivo de ciertos sectores de la población en México y respaldará con esto una tendencia positiva para el consumo en general y en parte del discrecional. Esta tendencia podría extenderse desde inicios de año y hasta mediados del mismo, punto a partir del cual prevemos que comience a percibirse una desaceleración en el sector, debido a bases de comparación más altas.

Sin embargo, y a pesar del contexto negativo proyectado para las condiciones macroeconómicas de algunos países en Latinoamérica, hasta cierto punto el desempeño de ventas mismas tiendas para Alsea en sus principales formatos en Argentina, Chile y Colombia podrían perfilarse para volver a presentar buenos resultados, potencialmente sostenidos por la continuación de la tendencia de importante crecimiento en tráfico de ventas que reportaron a lo largo del 2015, si bien esto bajo la reserva de que estamos ya tomando una base de comparación más alta y un tema negativo de depreciación de ciertas monedas, especialmente en Argentina. Específicamente en España estamos perfilando un panorama de sostenido crecimiento económico lo cual seguirá impulsando las operaciones de sus marcas en el sector.

En términos de sus Ingresos, los principales factores que contribuirán para el nivel previsto de +15% serán las ventas mismas tiendas generadas por la mezcla diversificada de marcas multiregión de su portafolio, especial y potencialmente por las operaciones de Burger King en Argentina, Chile y España, de Domino's en Colombia y México, Starbucks en México y Chile y de Foster's Hollywood en España. A esto agregamos el efecto de las nuevas aperturas, que en conjunto estarían incorporando 155 unidades adicionales, ubicándose alrededor de un 55% en México, 17% en España y un 11% en Argentina.

En tanto estimamos que el efecto positivo de sus formatos, especialmente en la división internacional, se traducirá en un importante crecimiento en utilidad operativa de 20%. Esto implica una menor palanca operativa generada por el aumento en ingresos que deja en una menor proporción el crecimiento de los costos y gastos, mismos que se han mantenido estables por los comparativamente bajos niveles de precios de algunos commodities relevantes para sus operaciones. Lo anteriormente

Expectativas financieras

AMX: 2016

Principales cifras

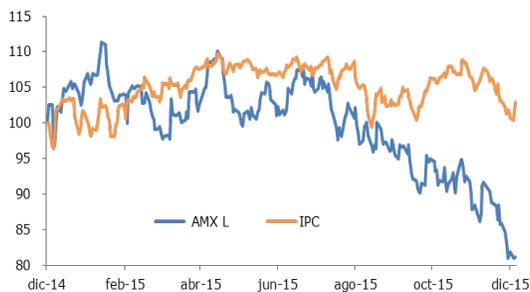
COMPRA		VE: 12M	\$15.00		
Precio (MXN) (serie L)		12.87			
Máx./mín (18M)		17.51 / 12.6			
Rendimiento esperado		15.6%			
Valor de mercado (MXN M)		849,935			
Valor de la empresa (MXN M)		1,503,270			
Acciones en circulación (M)		66,040			
Flotante		61%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		1.10			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	848,262	892,326	5%	860,118	-4%
UAFID/UEFIDA	271,548	269,889	-1%	259,717	-4%
Margen	32.0%	30.2%	-6%	30.2%	-6%
Utilidad de operación	150,554	144,230	-4%	135,134	-6%
Margen	18.2%	16.2%	-11%	15.7%	-11%
Impuesto a la utilidad	39,708	23,659	-40%	31,463	33%
Utilidad neta	48,146	40,613	-16%	68,617	69%
Activos totales	1,278,387	1,283,032	0%	1,200,674	-6%
Efectivo y equivalentes	66,474	107,433	62%	117,932	10%
Prop. planta y equipo	895,696	699,773	-21%	675,618	-3%
Pasivos totales	1,043,718	1,121,265	7%	1,105,889	-1%
Pasivo corto plazo	378,912	429,248	13%	421,889	-2%
Pasivo largo plazo	664,806	691,720	4%	684,300	-1%
Pasivo con costo	693,755	693,355	0%	709,412	2%
Capital cont. mayoritario	184,384	109,392	-41%	126,292	-19%
Deuda neta	537,281	685,923	28%	591,480	-11%
EBITDA	18.4%	20.9%	14%	12.4%	-37%
VE/UEFIDA	5.3x	5.5x	4%	5.8x	6%
PVL	4.9x	8.0x	63%	5.7x	-29%
ROE	21.3%	27.9%	31%	59.2%	112%
ROA	4.1%	3.2%	-20%	5.3%	28%
Apalancamiento	3.3x	6.5x	94%	6.0x	-8%

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

▲ Fuente: VectorAnálisis

▶ Esperamos un año complicado para AMX ante la previsión de una mayor competencia en sus principales mercados, persistente debilidad económica en Sudamérica, y posibles depreciaciones cambiarias en Argentina y Brasil. No obstante, existe la posibilidad de que la empresa reciba la autorización para ofrecer TV de paga en México y que la carga de la regulación asimétrica sea reducida.

Precio vs. IPC

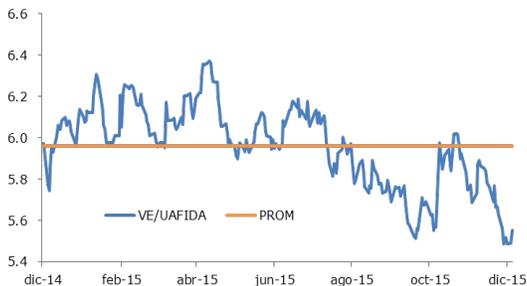


▲ Fuente: VectorAnálisis

Por lo que se refiere a una mayor competencia, en México la empresa continuará enfrentándose en servicios móviles a la reciente entrada de AT&T. Esta empresa se encuentra desplegando una red móvil de alta velocidad con una inversión de USD 3,000 millones, mientras que en servicios fijos Televisa también ha seguido una agresiva estrategia de crecimiento a través de su nueva marca IZZI, la cual ha mostrado un importante avance en servicios de telefonía e internet gracias a precios atractivos en la venta de paquetes triple play. Adicionalmente, la esperada fusión de Oi y TIM en Brasil dará origen al operador más grande de ese mercado con una participación de 44%, lo que se prevé genere también presiones competitivas.

En el ámbito regulatorio, el próximo año iniciará en México la desagregación de la red local de la empresa. Con esta nueva medida, los competidores de AMX a cambio del pago de una tarifa todavía por definirse tendrán acceso a las conexiones que enlazan a los clientes de la empresa con las centrales telefónicas. En estas conexiones es en donde normalmente se requiere de una mayor inversión, y el objetivo de esta medida es precisamente reducir las barreras a la entrada que existen en el mercado, lo que potencialmente podría restarle a AMX un número importante de clientes en los años por venir. Por otra parte, en Europa se ha aprobado una drástica reducción en los cobros por roaming que entrará en vigor a partir de abril de 2016, mientras que en junio de 2017 este tipo de cobros serán eliminados por completo.

VE/UEFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

Para enfrentarse a este nuevo entorno, la empresa ha señalado que seguirá una estrategia de reducción de costos mediante una mayor integración de sus operaciones y la disminución de subsidios en la venta de equipos celulares. Asimismo, se considera que la reducción en precios que se ha venido observando en los servicios de telecomunicaciones podría ser compensada al menos en parte por un mayor consumo de datos móviles, cuyo crecimiento está siendo favorecido por la caída en el precio de los smartphones. Prevemos para 2016 una contracción de 3.8% en la uafida de la empresa, misma que sería ocasionada por la escisión de Telesites, una mayor depreciación del real brasileño y el peso argentino, y la presión de una creciente competencia en casi todos los mercados en los que opera

Cabe señalar que el IFT se encuentra realizando una investigación para determinar si AMX incumplió con la regulación en un caso relacionado con su alianza con Dish y por los servicios ofrecidos por ClaroVideo. La empresa ha señalado que considera se encuentra en cumplimiento de sus obligaciones y que espera que esta investigación

Expectativas financieras

ARA: 2016

Principales cifras

COMPROA		VE: 12M \$ 8.00			
Precio (MXN) (serie T)			5.96		
Máx/min (18M)		7.07 / 5.26			
Rendimiento esperado			24.2%		
Valor de mercado (MXN M)			7,819		
Valor de la empresa (MXN M)			8,799		
Acciones en circulación (M)			1,312		
Potante			53%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			19		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	6,206	6,830	10%	7,661	12%
VE/UF/AFIDA	908	956	10%	1,158	17%
Margen	14.6%	14.6%		15.2%	
Utilidad de operación	608	755	25%	814	19%
Margen	9.8%	11.2%	20%	11.6%	18%
Imposto a la utilidad	255	247	-3%	252	18%
Utilidad neta	488	571	17%	655	15%
Activos totales	16,301	17,186	5%	18,175	6%
Efectivo y equivalentes	1,076	1,547	44%	1,709	10%
Prop. planta y equipo	242	234	-3%	257	10%
Pasivos totales	5,569	5,813	4%	5,984	3%
Pasivo corto plazo	1,868	2,008	8%	2,176	8%
Pasivo largo plazo	3,610	3,743	4%	3,808	2%
Pasivo cont costo	2,147	2,327	8%	2,327	0%
Capital cont mayoritario	10,696	11,345	6%	12,149	7%
Deuda neta	1,071	789	-27%	619	-21%
PER	16.0x	13.7x		11.9x	
VE/UF/AFIDA	9.8x	8.7x		7.3x	
PV/L	0.7x	0.7x		0.6x	
ROE	4.6%	5.2%		5.6%	
ROA	3.0%	3.4%		3.7%	
Apalancamiento	0.2x	0.2x		0.2x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UF/AFIDA



Fuente: VectorAnálisis

La actividad en el sector de vivienda seguirá superando al crecimiento de la media nacional. Se espera una competencia muy intensa ante la reducción de los subsidios y el retorno de las otrora líderes del mercado. Ara mostrará un buen desempeño, sustentado en su estrategia de diversificación de productos, un crecimiento moderado, generación de flujo de efectivo y una conservadora política de endeudamiento. El riesgo a monitorear a lo largo del año será el relacionado con la accesibilidad de créditos hipotecarios.

En 2016 el desempeño del sector vivienda se seguirá caracterizando por un crecimiento superior al de la economía nacional, sustentado por el elevado déficit habitacional de casi 8.9 millones de viviendas, la creación de nuevas familias, bono demográfico, la disminución del número de habitantes por vivienda y una mayor concentración de la demanda en centros urbanos y de alta densificación, aunado a la implementación de diversas estrategias impulsadas por el sector público, los Organismos Nacionales de Vivienda (ONAVIS) y los desarrolladores de vivienda. Creemos que dicha dinámica podría repercutir en una favorable dinámica de la industria y sin duda seguirá siendo capitalizado por Ara, sustentado en su amplia experiencia, diversificación de productos atendiendo diferentes segmentos del mercado y su conservadora estrategia operativa y financiera.

Cabe señalar que la competencia entre los desarrolladores de vivienda será muy intensa este año debido a la disminución del programa de subsidios planteado en el Presupuesto de Egresos de la Federación, el cual se ubicó en MXN 10,600 millones, es decir un 6.2% menor al que se piensa ejercer hasta septiembre de 2015 que es de MXN 11,300 millones, así como por un aumento de la oferta con el retorno al mercado de los otrora líderes de la industria, como es el caso de Geo y Homex y el fortalecimiento vía captación de capitales en la Bolsa Mexicana de Valores de otros desarrolladores como Cadu.

Este año esperamos un crecimiento del 11.6% en los ingresos, apoyado en un incremento del 9.6% en unidades vendidas y un aumento promedio en precios de 2.0%. Anticipamos los mayores crecimientos en los segmentos de vivienda de Interés Social (+15.4%) y de Tipo Medio (+12.3%), las cuales esperamos que en 2016 representen el 67% de los ingresos totales. El 32% de sus ingresos estará concentrado en los segmentos Progresiva y Residencial, los cuales crecerán a tasas del 10% y 7% respectivamente. Finalmente el ingreso derivado de otros proyectos inmobiliarios representará el 1% de los ingresos totales. Esperamos una ligera expansión de sus márgenes, previéndose que el margen operativo se ubique en niveles del 12.0% y el margen UAFIDA en 15.2%, contra 11.3% y 14.6% que hemos previsto para 2015.

Estimamos que la empresa mantendrá una estrategia de generación de flujos de efectivo positivos, alcanzando a lo largo del año un saldo de entre MXN 450 y MXN 500 millones. Por otra parte, luego de que la empresa refinanciara en 2015 su deuda

Expectativas financieras

ASUR: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 13M \$ 294.00			
Precio (MXN) (serie B)		248.33			
Mbx/min (18M)		272.99 / 102.80			
Rendimiento esperado		18.4%			
Valor de mercado (MXN M)		68,800			
Valor de la empresa (MXN M)		68,927			
Acciones en circulación (M)		277			
Flotante		45%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		92			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	5,878	8,900	51%	8,359	-6%
UTILIDAD NETA	3,015	4,200	25%	5,115	14%
Margen	61.5%	50.0%	27%	61.2%	14%
Utilidad de operación	3,161	4,027	27%	4,683	14%
Margen, a la utilidad	60.0%	45.2%	38%	54.8%	16%
Ingreso, a la utilidad	769	1,101	38%	1,201	10%
Utilidad neta	2,294	2,999	27%	3,371	16%
Activos totales	23,925	27,734	16%	31,147	12%
Efectivo y equivalentes	2,855	3,449	21%	4,810	40%
Prop. Bienes y equipo	323	300	-1%	318	1%
Pasivos totales	5,173	6,101	18%	6,650	9%
Prosp. corto plazo	402	501	27%	479	23%
Pasivo largo plazo	4,772	5,599	16%	5,988	8%
Pasivo con costo	3,187	3,995	24%	4,328	10%
Capital cont. mayoritario	18,751	21,633	15%	24,481	13%
Deuda neta	532	598	52%	(477)	N.C.
PIV	30.1x	23.7x		20.4x	
VE/UAUFIDA	19.1x	15.4x		13.4x	
PVAL	3.7x	3.2x		2.8x	
ROCE	12.8%	14.4%		14.6%	
RCA	10.9%	11.2%		11.4%	
Aplacamiento	0.2x	0.2x		0.2x	

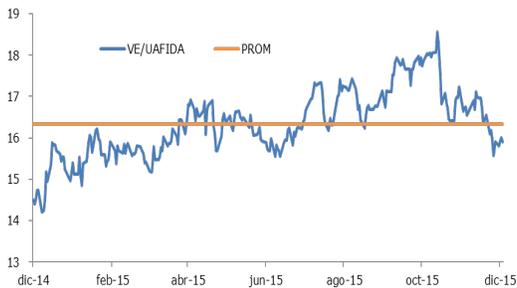
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UAUFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Crecimiento del tráfico de pasajeros de 7.7%, equivalente a un multiplicador de 4.2x el crecimiento esperado del PIB, impulsado por el aumento en la capacidad de las principales aerolíneas que utilizan la red de aeropuertos del grupo. Lo anterior resultado de la estabilidad que prevemos en los precios del petróleo y por la depreciación del MXN frente al USD, situación que incentivará la demanda por viajes a destinos turísticos mexicanos por parte del mercado norteamericano.

El sector mantendrá un desempeño favorable, en donde con base en nuestros estimados para los grupos aeroportuarios listados en bolsa, prevemos un aumento en el tráfico de pasajeros consolidado de 7.3% para 2016 respecto a nuestra estimación de cierre para 2015. Lo anterior implicaría un múltiplo de 4.0x nuestra estimación de crecimiento para el PIB el próximo año. Cabe señalar que el promedio en los últimos tres años de este multiplicador ha sido de 5.3x; sin embargo, prevemos un aumento más moderado para el próximo año debido a que las aerolíneas tendrán una base comparativa alta en cuanto al aumento de capacidad planeada para 2016. Los precios bajos en los combustibles y su efecto directo en una mayor rentabilidad para las aerolíneas, incentivará por parte de éstas últimas la apertura de nuevos destinos y un aumento de frecuencias en rutas de alta densidad. Asimismo, el dinamismo que prevemos para la economía de los EEUU podría ser un catalizador para el aumento de viajeros procedentes de este país hacia México; adicionalmente, la debilidad del MXN frente al USD mantendría el atractivo hacia destinos nacionales, especialmente los de perfil turístico. Finalmente, la implementación del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU, el cual podría iniciar a comienzos del próximo año, podría aumentar potencialmente el número de aerolíneas en destinos de alta densidad entre ambos países.

Separando el efecto de los ingresos por construcción de servicios y que corresponden a las inversiones comprometidas con la autoridad, los cuales no tienen repercusión alguna en el flujo de efectivo, éstas ascienden a MXN 2,497 mill. y MXN 1,157 mill. en 2015 y 2016 respectivamente (-53.7% A/A), la suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos crecerá 12.4%, impulsados principalmente por el aumento en el tráfico de pasajeros y en los ingresos comerciales, y en menor medida por la depreciación del MXN frente al USD en las Tarifas de Uso de Aeropuerto (TUA) internacional. Adicionalmente, la Terminal 3 del Aeropuerto de Cancún estará en funcionamiento completo para el próximo año, después de estar cerrada para remodelaciones. En cuanto a la rentabilidad, sin considerar los ingresos por construcción de servicios, los cuales están incluidos en los ingresos totales, el margen uafida se ubicaría en 2016 en niveles de 71.0%, representando un avance de 60 p.b., impulsado por el buen desempeño en los ingresos comerciales, los cuales tienen una mayor rentabilidad, así como por costos estables en la energía eléctrica. Esperamos que los resultados en el Aeropuerto Luis Muñoz Marín en San Juan de Puerto Rico, los cuales se registran solo a nivel de participación en asociadas, sean positivos después de tres años de inversiones y que impulsen a la utilidad neta. En

Expectativas financieras

AUTLAN: 2016

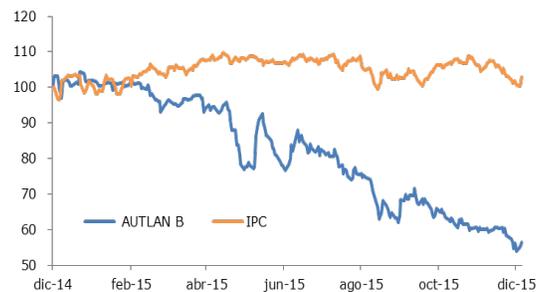
Principales cifras

MANTENER	VE: 12M	\$ 9.30			
Precio (MXN) (serie B)		8.43			
Máx/mín (18M)	16.64 / 8.11				
Rendimiento esperado		10.3%			
Valor de mercado (MXN M)		2,188			
Valor de la empresa (MXN M)		4,345			
Acciones en circulación (M)		200			
Flotante		0%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		1			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
Ingresos Netos	4,480	4,329	-3%	4,151	-4%
UAFID/UE/UFIDA	69.1	69.6	+1%	67.9	-12%
Margen	14.7%	15.1%	+1%	13.9%	-53%
Utilidad de operación	237	215	-35%	100	-53%
Margen	7.3%	4.9%	-73%	2.4%	N.C.
Imposto a la utilidad	261	71	-73%	(54)	N.C.
Utilidad neta	52	(45)	N.C.	(124)	175%
Activos totales	8,000	8,851	11%	8,882	0%
Efectivo y equivalentes	341	386	13%	350	-8%
Prop. planta y equipo	4,725	5,273	12%	5,353	2%
Pasivos totales	4,343	4,770	10%	4,889	2%
Pasivo corto plazo	1,054	1,144	8%	1,161	1%
Pasivo largo plazo	3,280	3,627	11%	3,728	3%
Pasivo con costo	2,219	2,428	9%	2,480	2%
Capital cont. mayoritario	3,468	3,802	13%	3,819	-2%
Deuda neta	1,878	2,043	9%	2,124	4%
DLU	41.7x	48.4x		47.5x	-17.5x
VE/UFIDA	6.4x	6.7x		7.7x	7.7x
PVL	0.6x	0.6x		0.6x	0.6x
ROE	1.5%	-1.2%		-3.2%	-3.2%
ROA	0.7%	-0.5%		-1.4%	-1.4%
Apalancamiento	0.6x	0.6x		0.6x	0.6x

Los múltiplos se calculan con base al precio al 15 de Diciembre de 2015

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► La crisis que afecta a la industria del acero puede agravarse el próximo año. Las principales acereras en México han amenazado con reducir su producción, lo que tendría consecuencias negativas sobre los volúmenes de venta de Autlán y sus resultados financieros.

La industria siderúrgica en México está atravesando por una complicada situación, ocasionada por una sobreoferta mundial de acero que ha derrumbado los precios de la aleación. La sobreoferta está siendo provocada por la desaceleración de la economía China y la caída en su consumo de acero, lo que ha causado un excedente de producción que está inundando a los mercados internacionales. En México esto se ha reflejado en un importante crecimiento de las importaciones de acero, mismas que han venido desplazando a la producción interna. El gobierno mexicano aprobó recientemente un arancel temporal de 15% a las importaciones de ciertos productos siderúrgicos, sin embargo esta medida ha sido calificada como insuficiente por la industria.

Para el próximo año Worldsteel estima que la demanda mundial de acero podría aumentar 0.7%, esto después de haber presentado una caída de 1.7% en 2015. Sin embargo, la situación de los mercados internacionales de acero podría no mejorar ante la expectativa de una nueva caída de 2.0% en la demanda de acero de China. La industria acerera mexicana está abogando para que el próximo año el gobierno imponga un arancel de entre 30% y 35% a una lista ampliada de productos siderúrgicos, esto bajo la amenaza de recortes en producción y empleos. Sin embargo, otras industrias favorecidas por la baja en precios se han opuesto a este tipo de medidas proteccionistas.

La industria mexicana del acero es el principal cliente de Autlán. Para 2016 estimamos una caída de 4.1% en sus ingresos debido a la expectativa de menores precios y de una reducción en volúmenes de venta. En términos de uafida prevemos un retroceso de 11.7% ante un posible menor margen. Cabe señalar que en 2015 la empresa presentó resultados relativamente favorables gracias a la caída en los precios de la electricidad y del gas natural, lo que se espera no se repita el próximo año.

Al cierre de 2016 estimamos que el apalancamiento de la empresa medido como la razón de la deuda neta a uafida se ubique en 3.7x, lo que representaría un aumento de 24% respecto al último dato conocido. El deterioro sería ocasionado por la reducción esperada en la uafida y a un ligero incremento en la deuda neta.

Hemos determinado para Autlán un valor intrínseco a 12 meses de MXN 9.3 con una recomendación de Mantener. Nuestro valor intrínseco está basado en un modelo de

Expectativas financieras

AXTEL: 2016

Principales cifras

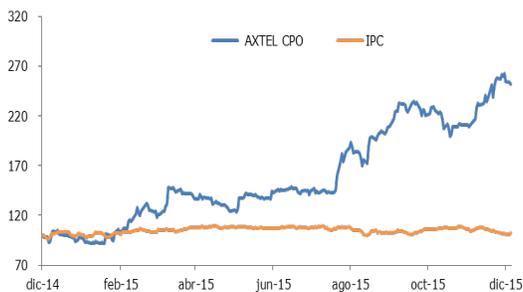
MANTENER		VE: 12M \$ 8.70			
Precio (MXN) (serie CPO)			8.43		
Máx./mín (18M)		8.95 / 3.14			
Rendimiento esperado			3.2%		
Valor de mercado (MXN M)			10,986		
Valor de la empresa (MXN M)			21,473		
Acciones en circulación (M)			1,303		
Flotante			0%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			31		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015e	% var.	2016 e.	% var.
Ingreso Netos	10,597	10,095	-5%	17,438	73%
Utilidad EBITDA	3,023	3,154	4%	6,490	103%
Margen	28.6%	31.2%	N.C.	36.7%	235%
Utilidad de operación	(590)	877	N.C.	2,940	N.C.
Margen	-4.7%	8.7%	N.C.	16.9%	N.C.
Impatto a la utilidad	(538)	(388)	-29%	234	N.C.
Utilidad neta	(1,919)	(1,138)	-41%	1,022	N.C.
Activos totales	20,985	22,289	6%		
Efectivo y equivalentes	2,699	2,620	-3%		
Prop. s/obra y equipo	12,902	13,291	3%		
Pasivos totales	15,279	17,223	13%		
Activo corto plazo	4,312	4,349	1%		
Pasivo largo plazo	10,957	12,874	17%		
Pasivo con costo	10,996	13,095	19%		
Capital cont. mayoritario	5,708	5,058	-11%		
Deuda neta	8,299	10,475	26%	13,078	25%
PIJ	-5.7%	-9.7%			
VE/UFIDA	6.4x	6.8x			
PV/L	1.9x	2.2x			
ROE	-28.6%	-21.1%			
ROA	-9.3%	-5.3%			
Aplazamiento	1.9x	2.0x			

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

Fuente: VectorAnálisis

La prioridad de Axtel el próximo año será lograr una exitosa integración con Alestra, para así poder capturar las sinergias estimadas en USD 60 millones en generación de uafida. En nuestra opinión, el precio actual de Axtel ya incorpora la mayor parte de los beneficios previstos, por lo que en caso de que estos resulten inferiores podríamos ver un ajuste a la baja en el precio.

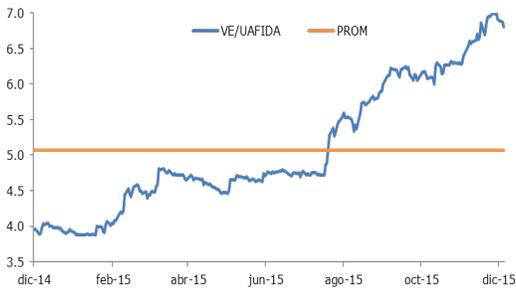
Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

Esperamos que el próximo año continúe elevándose el nivel de competencia en el sector de telecomunicaciones fijas. Si bien en este mercado en específico no han entrado nuevos jugadores, como en el caso del mercado de servicios móviles con AT&T, la competencia si se ha recrudecido ante la consolidación del sector que ha llevado a cabo Televisa con sus recientes adquisiciones y una agresiva estrategia comercial implementada mediante la marca IZZI. A noviembre de 2015, en términos anuales y de acuerdo al Inegi, las tarifas del servicio telefónico local fijo y la larga distancia internacional habían disminuido 4.2% y 40.7%, aunque a contracorriente el servicio de internet fijo y la televisión de paga aumentaron 1.2% y 0.9%, respectivamente.

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Ante este nuevo entorno de mayor competencia, Axtel recientemente acordó fusionar sus operaciones con Alestra, una subsidiaria de Alfa. Se espera que la fusión suceda en el primer bimestre de 2016, una vez que se hayan obtenido las autorizaciones necesarias. De acuerdo a los términos de la fusión, Axtel permanecerá como una empresa operadora cotizada en la BMV y emitirá nuevas acciones a ser suscritas por Alfa, que representarán aproximadamente el 51% de la propiedad de la entidad combinada.

Cabe señalar que Alestra atiende primordialmente al mercado empresarial, mientras que el 70% de los ingresos de Axtel provienen del mismo mercado. Se espera que la fusión permita crear un competidor más fuerte en el segmento empresarial, a fin de fortalecer sus ventajas competitivas y proporcionar un mejor servicio. La empresa estima que la fusión generará sinergias en términos de uafida por USD 60 millones y en menores requerimientos de inversión por USD 20 millones, lo que se materializaría en un plazo de 12 a 24 meses. Del beneficio señalado en la uafida, el 60% provendría de menores gastos corporativos, el 30% de eficiencias en el uso de redes y centros de datos, y el restante 10% por mayores ventas debido a un mejor posicionamiento en el mercado.

La prioridad de Axtel el próximo año será lograr una exitosa integración con Alestra, para así poder capturar las sinergias estimadas. En términos proforma, asumiendo que la fusión con Alestra se hubiera realizado durante 2015, esperamos que en 2016 la empresa reporte un crecimiento en ingresos cercano al 4%. Con relación a la uafida anticipamos un aumento de 14.3%, con una mejora en margen de 270 pb. Estas cifras asumen que la empresa logrará materializar el próximo año alrededor del

Expectativas financieras

BIMBO: 2016

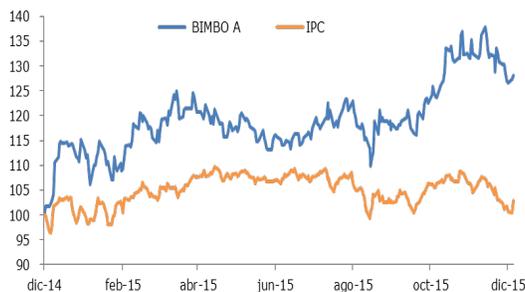
Principales cifras

COMPROA		VE 12M	\$53.00		
Precio (MXN) (serie A)			46.05		
Máx/mín (18M)			49.04 / 35.6		
Rendimiento esperado			15.3%		
Valor de mercado (MXN M)			216,582		
Valor de la empresa (MXN M)			284,100		
Acciones en circulación (M)			4,703		
Floating			32%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			85		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	187,053	210,243	10%	232,272	7%
UAFIDA/EBITDA	18,384	23,408	27%	25,343	13%
Margen	9.8%	10.8%		11.3%	5%
Utilidad de operación	10,311	14,679	42%	15,303	5%
Margen	5.5%	6.8%		6.6%	-14%
Impostos a la utilidad	2,955	4,399	49%	3,763	-13%
Utilidad neta	3,518	6,392	82%	6,546	-13%
Activos totales	177,760	211,121	19%	230,437	9%
Efectivo y equivalentes	2,571	6,858	263%	12,765	40%
Eqto. planta y equipo	52,476	60,005	14%	70,513	18%
Pasivos totales	124,169	142,526	15%	151,007	6%
Pasivo corto plazo	32,240	47,534	47%	49,858	5%
Pasivo largo plazo	91,919	94,992	3%	101,147	9%
Capital con costo	62,504	65,658	5%	74,713	7%
Capital cont. mayoritario	60,874	65,028	28%	75,301	16%
Deuda neta	59,633	59,800	0%	60,948	2%
PAJ	61.6x	33.9x		39.1x	
VELAFIDA	18.2x	12.0x		10.7x	
PVL	4.2x	3.3x		2.9x	
ROE	6.9%	11.0%		7.9%	
ROA	2.2%	3.3%		2.9%	
Apalancamiento	1.2x	1.1x		1.0x	

Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

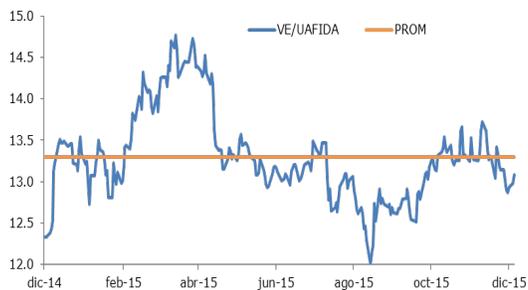
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ Con un crecimiento ya muy consolidado y maduro en nuestro país, y con una más franca recuperación en su línea de botanas y confitería hacia el 2016, el mayor ritmo de crecimiento en este año se obtendrá del avance natural de la división norteamericana, incluyendo en este paquete las operaciones de Canadá.
- ▶ Nuevas eficiencias deberán desprenderse con la realineación de márgenes en el grupo de empresas adquiridas en estos últimos tres años; tanto Brasil como la división Iberia permanecen como temas vigentes.
- ▶ El abatimiento de su engrosada deuda es un tema recurrente sobre el que se cuenta ya con un plan de pago y refinanciamiento sensato, cómodo y viable.

El ambiente de consumo en México para los productos de Bimbo (con el 35% de los ingresos totales) está hoy día relativamente acotado por las nuevas reglas nutricionales vigentes, en función de la presión existente sobre los productos de alto valor calórico, afectando especialmente a las líneas de botanas, dulcería y panquería en los que Bimbo ha buscado nuevas fórmulas y contenidos con menores porciones. Sin embargo, la afectación que padeció hace un par de años con la entrada en vigencia de nuevos impuestos castigó los volúmenes (caídas de más del -5%) en estas líneas, las cuales han ido gradualmente recuperándose, con una expectativa ya más franca evolución en su avance hacia el 2016.

Por su parte, prácticamente todo el crecimiento que podrá lograr en este 2016 - después de México por supuesto- se encuentra hoy en los EU y Canada (51% de los ingresos) con avances en volúmenes de un dígito bajo. Habiendo bien integrado operativa y financieramente las operaciones de los tres países que forman el acuerdo TLC, Bimbo sumó recientemente a empresas líderes de panadería en EU y Canadá, con lugares predominantes en marca y fuerte presencia en las líneas de bollería y productos para desayuno (Thomas, Oroweat, Sara Lee y Mrs Bairds, entre algunas); será en estas marcas -y en especial en esta división operativa- que deberemos ver los avances más importantes, especialmente si el efecto del tipo de cambio sigue sacando cada vez más a flote el relativo buen desempeño de la división Norteamérica.

En otras palabras, el panorama que se presenta para Bimbo en este 2016 y más hacia adelante es el de lograr consolidar y alinear a sus estándares todas las adquisiciones que ha acumulado en estos 5 años. Se trata de un reto que deberá ir generando nuevas eficiencias en las operaciones actuales, especialmente las más recientes. En particular seguirá destacando el reto de su división en Brasil, persistiendo este tema dentro de la agenda como una de las prioridades para este 2016. También la división Iberia (España) se mantiene como un desafío para el realineamiento de la rentabilidad de esta subdivisión, a pesar de las recientes recuperaciones operativas mostradas; se trata de dos temas que sin dejar de reconocer que son asuntos menores por su contribución al total, no dejan de estar en la mira del mercado.

Hacia el 2016, los logros principales que deberemos ver en costos y gastos será precisamente el de una mayor penetración de las marcas adquiridas, además de una

Expectativas financieras

BOLSA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M	\$	31.00	
Precio (MXN) (serie A)				23.16	
Max/min (18M)		30.16 /		22.67	
Rendimiento esperado				33.5%	
Valor de mercado (MXN M)				13,734	
Valor de la empresa (MXN M)				12,720	
Acciones en circulación (M)				593	
P/E ratio				6.18	
Importe prom. 60 días (MXN M)				618	
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2015	% var.
Ingresos Netos	2,434	2,658	9%	2,839	7%
UAFIDA/EBITDA	1,045	1,337	28%	1,473	10%
Margen	42.9%	50.3%		51.9%	
Utilidad de operación	988	1,287	30%	1,414	10%
Margen	40.9%	48.4%		49.8%	
Impostos a la utilidad	309	404	31%	403	15%
Utilidad neta	500	820	64%	888	8%
Activos totales	6,954	7,476	8%	8,121	9%
Efectivo y equivalentes	2,282	2,693	18%	3,280	22%
Prog. planta y equipo	491	477	-3%	458	-4%
Pasivos totales	1,358	992	-27%	994	0%
Pasivo corto plazo	733	228	-69%	230	1%
Pasivo largo plazo	624	763	22%	764	0%
Pasivo con costo	641	703	10%	764	0%
Capital cont. mayoritario	5,415	6,183	14%	6,796	10%
Deuda neta	(1,641)	(1,920)	17%	(2,519)	31%
PAJ	27.5x	16.7x		15.5x	
VE/UAFIDA	1.4x	1.2x		1.5x	
P/VL	0.0x	0.0x		0.0x	
ROE	6.8%	14.1%		13.7%	
RCA	7.4%	11.4%		11.4%	
Apalancamiento	0.1x	0.1x		0.1x	

Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
* = Estimado

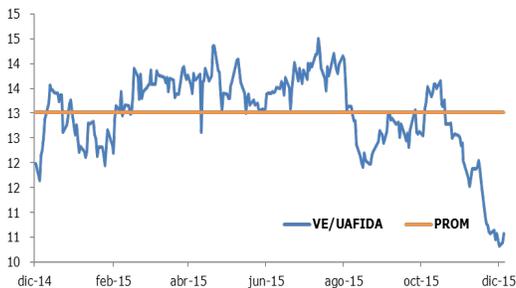
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Para fines de 2016 muy probablemente estará operando una nueva bolsa en México y que competirá directamente con la BMV, consideramos que nuestro mercado tiene un gran potencial por la reducida penetración bursátil respecto del tamaño de nuestra economía, prevemos que los ingresos de Bolsa crezcan a una tasa de un dígito medio y una ligera mejoría en márgenes con lo que el VI 12 meses lo ubicamos en MXN 31, reiterando nuestra opinión de inversión en Compra.

El año 2016 consideramos que será difícil para las inversiones, donde observaremos una reducción en la liquidez mundial debido al cambio en la política monetaria expansionista que llevó en práctica la Reserva Federal norteamericana y que ha sido el combustible para los mercados de valores internacionales, a pesar de lo anterior, si bien México ocupa la 15ª posición en el tamaño de su economía, nuestra bolsa de valores se encuentra muy rezagada, pues de acuerdo al World Federation Exchange (WFE) se ubica en el lugar 23 en términos del valor de capitalización del mercado, así como en la posición 45 en términos del número de empresas listadas y el sitio 29 en el valor de las acciones operadas.

En relación al tema de competencia para Bolsa, estamos esperando que muy probablemente en el último trimestre de 2016 pudiera entrar en operación la nueva Bolsa de Valores BIVA (Bolsa Institucional de Valores), en términos del crecimiento del mercado bursátil mexicano, éste ha crecido en ingresos a una tasa anual compuesta (CAGR) en los últimos 6 años a razón de un 9.6% mientras que la uafida en 13.3%, lo que querría decir que hay un buen campo para compartir el crecimiento del mercado, y que la verdadera competencia prevemos que se dará más hacia el 2017, cuando BIVA supere la curva de aprendizaje y alcance su punto de equilibrio.

En este sentido prevemos para Bolsa un crecimiento moderado en el 2016 en todas sus líneas de negocio, dónde esperaríamos que la línea de derivados a través del Mexder y su compensación de valores a través de Asigna mejoren su desempeño, y que podría ser originado por cambios regulatorios debido a que la normatividad mexicana se está alineando a los estándares internacionales para la intermediación de derivados en los mercados no organizados (OTC) y que a su vez sean compensados a través de una cámara, con lo que se incentivaría a los participantes del mercado a liquidarlos en Asigna, pues permitiría menores requerimientos de capital a la banca mexicana; de esta forma Asigna planea empezar a compensar los derivados OTC a partir del 2T16 lo que generaría oportunidades de crecimiento de los ingresos que en un año en ésta línea de negocios ha bajado su participación del 8% en el 2014 al 6% en el 2015; asimismo en cifras muy preliminares se estima que podría llegar a representar de un 10 a un 12% de los ingresos en un año completo de operación.

Para el caso de la operación del Sif Icap no se esperaría en el 2016 el mismo dinamismo registrado en 2015, y que representó el 20% de los ingresos, bajando su

Expectativas financieras

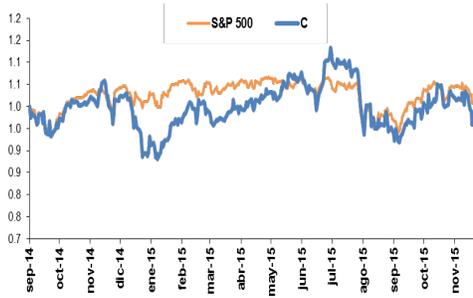
C: 2016

Principales cifras

COMPRA		Vt 12 Meses USD 65.40			
Precio (USD) (serie "C")			65.40		
Dividendos (USD)			2.20		
Valor de mercado (USD M)			156,812		
Activos en circulación (M)			3,002		
Botante			38.73%		
Cifras nominales en millones de dólares, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015e	% var.	2016e	% var.
Margen financiero	47,993	46,271	-3.6%	47,783	3.3%
Total Ingreso No Financiero					
Resultado de la operación	29,226	28,739	-1.7%	30,114	4.8%
Extracción provisiones para riesgo crediticio	77,219	75,007	-2.9%	77,007	3.0%
Gastos de administraciones	2,467	2,486	0.8%	4,444	11.2%
Ingresos antes de impuestos	58,051	49,521	-14.7%	46,244	-6.7%
Impuestos	14,701	24,951	70.0%	25,000	0.1%
Resultado neto	7,350	14,570	100.3%	17,538	3.0%
Activos Totales	1,842,181	1,800,963	-2.2%	1,804,244	0.2%
Depositos en bancos	120,000	130,314	8.6%	140,400	8.1%
Fondos Federales y valores en préstamo	242,978	234,019	-3.6%	240,926	-0.1%
Activos para negociación	296,790	289,615	-2.3%	283,341	-2.1%
Inversiones	323,443	303,020	-6.0%	340,020	12.2%
Carta Bruta de Préstamos	644,630	613,007	-4.9%	603,794	-1.6%
Extracciones para pérdidas crediticias	-10,384	-14,712	-41.8%	-13,203	-16.2%
Carta Neta de Préstamos	634,246	598,295	-5.7%	590,591	-1.3%
Crédito mercantil (Cómputo)	22,129	21,890	-1.1%	20,004	-8.2%
Crédito activo	122,129	120,206	-1.6%	104,888	-14.4%
Pasivos Totales	1,630,480	1,577,699	-3.2%	1,572,353	-0.3%
Total Depósitos	890,132	904,950	1.7%	923,007	3.1%
Deuda de largo plazo	223,080	209,262	-6.2%	193,017	-7.8%
Capital Contable	217,268	223,264	2.8%	231,004	3.9%
P/VL	11.97%	10.07%		14.56%	
PVAL	0.9%	0.7%		0.7%	
ROE	3.5%	7.7%		7.6%	
ROCA	0.4%	1.0%		1.0%	
Margen eficiencia	30.6%	54.8%		54.7%	
Margen operativo	30.6%	54.8%		54.3%	

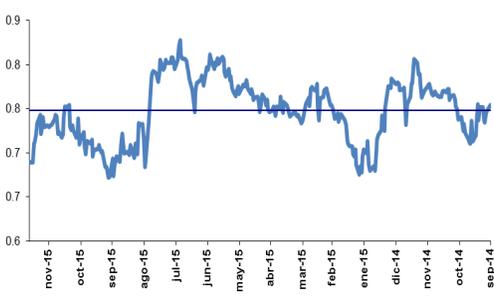
Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

P/VL vs PROM



Fuente: VectorAnálisis

Después de un atribulado año de cambios en su estructura, prevemos para 2016 un periodo con crecimientos modestos en utilidades por lo que ratificamos nuestra valuación fundamental con un Valor Intrínseco 12 meses para el cierre del 2016 en USD 65.4, reiterando nuestra opinión de inversión en Compra.

Consideramos que Citigroup continuará concentrándose en el 2016 en el tema del cumplimiento regulatorio relacionado con las pruebas de stress que aplica la Reserva Federal a todos los bancos de la Unión Americana conocidas como la "Revisión y Análisis Integral del Capital (CCAR)" con el propósito de dar cumplimiento a la Ley financiera Dodd Frank, asimismo, consideramos que la administración de Citi se enfocará en la mejora de sus indicadores de eficiencia, así como en la mejora de sus indicadores de rentabilidad (ROA o Rentabilidad de los Activos y ROE o Rentabilidad de Capital).

Asimismo, creemos que los gastos legales y los relacionados con el reconocimiento de las fallas de control para evitar los riesgos operativos y crediticios, así como las demandas hipotecarias que provocaron cargos en sus resultados en el 2014 y 2015 quedaron atrás, por lo que no vislumbramos en el siguiente año alguna contingencia de este tipo.

En materia de crédito, prevemos un año sin grandes sobresaltos donde la administración ha manifestado que derivado de la caída en los precios del petróleo podría afectar a empresas de este sector representando un impacto a través de una mayor creación de reservas crediticias, proyectamos una disminución del ritmo de su cartera del 1.5% en el 2016.

Estimamos que Citi, continuará con su programa de transformación de la Banca de Consumo Global, la que representa casi el 60% de las utilidades de Citi, al enfocarse en aquellos mercados en los que tiene su mayor escala y potencial de crecimiento, al respecto desde 2014 Citi manifestó que pretendía salir de sus líneas de negocios de consumo en 11 mercados, y continuaría atendiendo a cerca de 57 millones de clientes en 24 mercados que representan más del 95% de la base de ingresos existente, sin embargo, ha manifestado que tomarán las condiciones de mercado más adecuadas en la definición de cuál sería el precio para cada unidad, pasando a partir del 1T15, estos negocios como parte de Citi Holdings para brindar una mayor transparencia con respecto al negocio vigente en Citicorp.

Por lo anterior, proyectamos que Citigroup genere utilidades en 2016 por USD 17,538 millones, y determinamos un Valor Intrínseco 12 meses en USD 65.4 por acción, con una opinión de inversión en Compra.

Expectativas financieras

CEMEX: 2016

Principales cifras

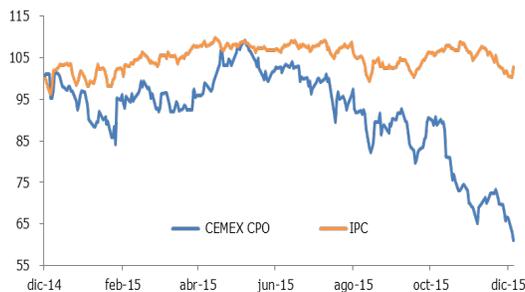
COMPRAS		VE 12M \$ 15.00			
Precio (MXN) (serie CPO)			8.95		
Máx/mín (18M)		16.29 / 8.74			
Rendimiento esperado			67.6%		
Valor de la empresa (MXN M)			120,523		
Acciones en circulación (M)			388,486		
Pólizas			13,466		
Importe prom. 60 días (MXN M)			694		
<i>Cifras Normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015</i>					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	210,023	233,489	11%	257,185	10%
UAFID/EBITDA	36,040	42,509	18%	47,744	12%
Margen	17.4%	18.2%		18.6%	
Utilidad de operación	17,055	23,827	40%	27,372	15%
Margen	8.1%	10.2%		10.6%	
Impos. a la utilidad	4,023	6,569	63%	7,183	9%
Utilidad neta	(6,783)	(4,315)	-35%	7,660	115%
Activos totales	514,991	576,702	12%	615,984	7%
Efectivo y equivalentes	12,487	9,792	-22%	9,155	-6%
Prop. planta y equipo	198,544	212,418	7%	221,197	4%
Pasivos totales	366,790	389,768	6%	388,121	0%
Pasivo corto plazo	81,224	72,883	-10%	79,281	9%
Pasivo largo plazo	285,566	316,905	11%	308,860	-3%
Pasivo con costo	233,254	247,952	6%	237,540	-4%
Capital cont. mayoritario	131,103	163,742	25%	189,593	22%
Deuda neta	220,767	236,251	8%	225,390	-4%
P/L	-17.8x	-27.9x		15.7x	
VE/UAFIDA	1.8x	1.0x		7.9x	
P/VL	0.9x	0.7x		0.6x	
ROE	-4.5%	-2.9%		4.2%	
ROA	-1.8%	-0.9%		1.3%	
Abatamiento	1.8x	1.5x		1.2x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

► Esperamos un año ligeramente positivo sustentado en un crecimiento modesto de la demanda en la mayoría de las regiones en las que participa, destacando claramente la recuperación del mercado de EEUU. Las eficiencias y ahorros logrados en los últimos años, aunado a mejores precios de venta podrían permitir una ligera mejoría de sus márgenes. Financieramente esperamos una posición desahogada gracias a los esfuerzos realizados en los últimos años para disminuir pasivos y mejorar su perfil de deuda.

Precio vs. IPC



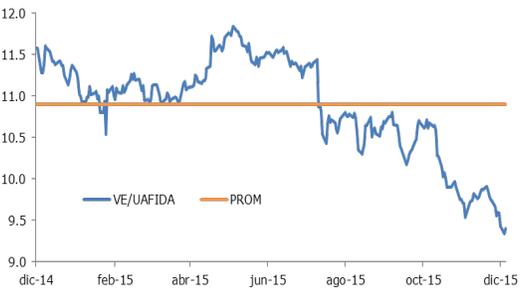
▲ Fuente: VectorAnálisis

Estimamos que los ingresos consolidados crecerán 4.2% en dólares, observándose comportamientos positivos en casi todas las regiones en las que opera. La región de mayor dinamismo sin duda será EEUU en donde esperamos un aumento en los ingresos del 9.0%. Para las operaciones de Asia y México prevemos incrementos del 5.5% y 5.4% respectivamente, mientras que para el bloque de Europa del Norte anticipamos un crecimiento del 1.6%. Modesto será el dinamismo del Mediterráneo en donde estimamos un incremento del 0.8%, mientras que en la región de América Central, Sur y el Caribe (ACSC) vemos una contracción del 0.8%.

El crecimiento de la demanda, una política de precios que pretenda cubrir por lo menos la inflación y un sostenido esfuerzo en sus iniciativas de reducción de costos y gastos, permitirán la expansión de sus márgenes. La UAFIDA estimada para 2016 la ubicamos en USD 2,832 millones, representando un crecimiento del 6.3% respecto al estimado de 2015, ubicándose su margen en 18.6%, reflejando un avance de 37 puntos base respecto a 2015.

Dicha mejoría se deriva fundamentalmente de la recuperación del mercado norteamericano, en donde esperamos que la UAFIDA en dólares crezca un 26.8%, ampliando su margen del 13.5% al 15.7%. A lo anterior habrá que considerar una consistente mejora en la mezcla de productos, ahorros por sustitución de combustibles y menor precio de los hidrocarburos, optimización de los costos de distribución y mayores eficiencias administrativas. Es importante destacar que el 63% de la UAFIDA proyectada provendrá de las operaciones de México y ACSC.

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

Cemex se ha concentrado en fortalecer su estructura de capital mediante diversas transacciones para refinanciar y/o prepagar deuda, mejorando con ello su perfil financiero, disminuyendo el costo financiero y asegurando el cumplimiento de sus vencimientos de los próximos años, todo ello con el objetivo central de alcanzar el grado de inversión. Esperamos que continúe con su estrategia de desinversión de activos no productivos, con lo cual seguirá pagando deuda. Al cierre de septiembre de 2015 su deuda con costo ascendía a US 15,136 millones, más US 445 millones en obligaciones perpetuas mostrando una posición desahogada en sus compromisos hasta el 2017, periodo en el cual tendrá vencimientos equivalentes al 5.4% de su deuda total.

Sin duda 2016 será un año de retos para Cemex con base en la recuperación

Expectativas financieras

CHDRAUI: 2016

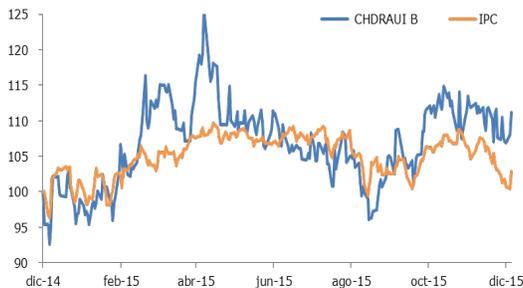
Principales cifras

COMPROA		VE: 12M	\$52.00		
Precio (MXN) (serie B)			45.83		
Max/min (18M)		52.82 / 38.96			
Rendimiento esperado		13.25%			
Valor de mercado (MXN M)		44,176			
Valor de la empresa (MXN M)		50,735			
Acciones en circulación (M)		964			
Flotante		45%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		25			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	71,374	70,130	-1%	83,823	9%
UAFIDA/EBITDA	4,684	4,852	4%	5,481	13%
Margen	6.6%	6.9%	4%	6.6%	9%
Utilidad de operación	3,453	3,999	7%	4,014	9%
Margen	4.8%	4.7%	-1%	4.8%	1%
Impostos a la utilidad	782	895	13%	1,027	15%
Utilidad neta	1,709	1,841	8%	2,230	21%
Activos totales	46,094	48,320	5%	52,785	9%
Efectivo y equivalentes	793	638	-20%	1,573	147%
Procs. planta y equipo	26,822	26,482	8%	30,456	7%
Pasivos totales	22,725	22,920	1%	23,176	1%
Margen	15,854	15,748	6%	16,888	1%
Pasivo largo plazo	6,971	6,175	-10%	6,268	2%
Pasivo con costo	17,211	16,073	-7%	16,616	-3%
Capital cont. mayoritario	23,129	25,129	9%	29,293	17%
Deuda neta	3,927	5,438	38%	4,043	-25%
PAJ	25.9%	24.0%	-7%	19.8%	-21%
VE/UFIDA	10.3%	10.3%	0%	8.8%	-14%
PVL	1.9%	1.8%	-5%	1.5%	-16%
ROE	7.5%	7.6%	1%	8.2%	8%
ROA	3.8%	3.9%	4%	4.4%	13%
Apalancamiento	0.2%	0.2%	0%	0.2%	0%

Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

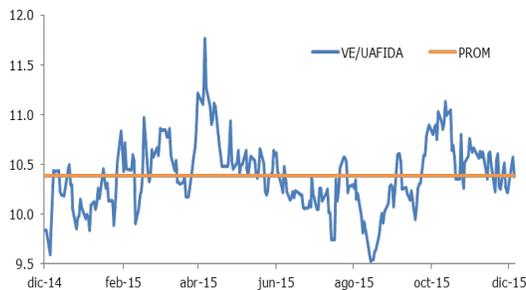
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ Mantendrá un buen crecimiento en sus unidades comparables de entre 3 a 4%, acordes y normalizadas con las condiciones estables del consumo en el 2016.
- ▶ Esperamos una expansión ligeramente más agresiva en este 2016, de aproximadamente 3% de aumento en piso de venta; posibles planes para la apertura de entre 4 a 5 nuevas tiendas en los EU.
- ▶ Cabe la posibilidad de adquirir 14 tiendas que Soriana tendrá que poner a venta el próximo año; tampoco descartamos la posibilidad de la adquisición de una cadena regional; el poder de apalancamiento para adquirirla existe, dado su actual cómodo nivel de deuda.

Esperamos un buen avance en VMT en México a niveles de cifras de un dígito medio como máximo, de hecho podría estimarse entre un 3 a 4% en sus ventas a unidades comparables. En este sentido, el comparativo de crecimiento será difícil vs el desempeño del 2015, especialmente con la segunda (fuerte) mitad de este año, lo que impedirá que se pueda lograr un crecimiento notoriamente superior en el 2016. Su guía de resultados para el 2016 se publicará durante la primera mitad de enero, por lo que ya veremos afinados los parámetros oficiales de crecimiento de la empresa, y sobre todo el plan detallado de expansión.

Buen desempeño de VMT en los EU, y apoyo de estas operaciones a partir del efecto de mejora en la paridad. Se espera en términos generales la apertura de 5 a 6 unidades en ese país, casi al doble de lo que se ha logrado avanzar en esa plaza durante el 2015. Las tiendas de Chedraui están ubicadas principalmente en California, por lo que se estima que el estado de Texas pueda ser la zona candidata más factible para un futuro crecimiento.

En cuanto a su expansión, veremos un crecimiento de piso de venta de poco menos de un 3% en el 2016, un poco mayor que el nivel de alrededor de un 2.0% de más superficie con el que se estima concluir el 2015.

Por otra parte, creemos que existen buenas posibilidades de adquisición de una cadena regional si las condiciones se dieran, especialmente en la zona Noroeste del país donde su presencia es escasa o nula. Tal vez vaya en apuesta a la venta de 14 tiendas por parte de Soriana; esta una posibilidad abierta a las condiciones de precio, oportunidad y conveniencia en las ubicaciones; nuestra visión va en el sentido de que Chedraui debería tomar esta coyuntura, en función de la complementariedad que daría a sus formatos Premium y en su diversificación geográfica. Vale recalcar que con la consolidación de Soriana y Comerci, Chedraui enfrentará ahora a sólo dos competidores en lo que se refiere a tiendas de gran formato, esto es, Walmart y Soriana.

Seguirá desarrollando centros comerciales en donde su propia marca actuará como ancla; en este sentido la participación de la división Inmobiliaria seguirá creciendo, en especial su flujo Uafida, con una de las más altas rentabilidades dentro del grupo.

Vemos crecimiento de sus formatos *Selecto* en desafío directo a los formatos de alto

Expectativas financieras

COMERCI: 2016

Principales cifras de nueva "LaComer"

Análisis comparativo anual 2014 vs 2013					
	2014	2013	2014	2013	Var %
Ventas totales	13,078	100.0%	12,071	100.0%	8.3%
Costo de ventas	9,781	74.8%	9,078	75.2%	7.7%
Utilidad bruta	3,297	25.2%	2,993	24.8%	10.2%
Gastos generales	2,166	16.6%	1,969	16.3%	10.0%
Otros ingresos y gastos	(54)	-0.4%	(43)	-0.4%	25.6%
Utilidad de operación	1,077	8.2%	981	8.1%	9.8%
Flujo operativo (Uafida)	1,378	10.5%	1,227	10.2%	12.3%
Gtos e ingresos financieros	105	0.8%	80	0.7%	31.3%
Impuestos a la utilidad	355	2.7%	318	2.6%	11.6%
Utilidad neta	827	6.3%	743	6.2%	11.3%

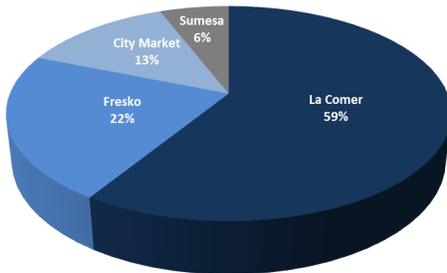
Análisis comparativo 9 meses 2015 vs 2014					
	sep-15	sep-14	2015	2014	Var %
Ventas totales	10,496	100.0%	9,727	100.0%	7.9%
Costo de ventas	7,779	74.1%	7,291	75.0%	6.7%
Utilidad bruta	2,717	25.9%	2,436	25.0%	11.5%
Gastos generales	1,792	17.1%	1,621	16.7%	10.5%
Otros ingresos y gastos	(64)	-0.6%	(58)	-0.6%	10.3%
Utilidad de operación	860	8.2%	757	7.8%	13.6%
Flujo operativo (Uafida)	1,094	10.4%	975	10.0%	12.2%
Gtos e ingresos financieros	104	1.0%	105	1.1%	-1.0%
Impuestos a la utilidad	289	2.8%	258	2.7%	12.0%
Utilidad neta	676	6.2%	604	6.2%	11.9%

▲ Fuente: Prospecto Informativo preliminar

- ▶ Sólo para efectos informativos se adjuntan y comentan datos en base al prospecto informativo preliminar de "LaComer", la nueva empresa escindida que sobrevivirá después de la venta de 160 unidades de Comerci a Soriana. Está pendiente de estructurar, valorar y echar a andar ya en forma la nueva compañía, algo que deberá suceder hacia la primera mitad de enero del 2016.
- ▶ Las cifras adjuntas que sirven como antecedente al arranque de LaComer nos dan una buena idea de la escala y rentabilidad que tendrá su nueva estructura, misma de la cual iremos conociendo más en las próximas semanas de arranque de sus operaciones; pendiente todavía la valuación en términos razonables de este papel.

Una nueva etapa comenzará junto con este 2016 para las unidades que permanecen dentro de esta disminuida emisora, luego de la venta de 160 tiendas a Soriana. Veremos a partir de ahora una compañía un poco distinta a la que conocíamos, incluso con un nuevo ticket en bolsa –LACOMER- y un nuevo nivel de cotización. La nueva empresa, arrancará con una naciente plataforma de poco más de 54 tiendas, mismas que tendrán una superficie promedio más reducida que antes (alrededor de 2,600 m2 por unidad vs más de 8,000 m2 de antes), con un surtido más denso y selecto, con mayor valor agregado y dirigido a un estrato consumidor de mayor nivel socioeconómico. El plan de arranque el primer año contempla la rápida reconversión de tiendas -que hoy son de su propiedad- hacia nuevos formatos premium, esto a través de las marcas de LaComer (con nueva identidad corporativa inspirada en su logo anterior), City Market, Sumesa y Fresko, principalmente.

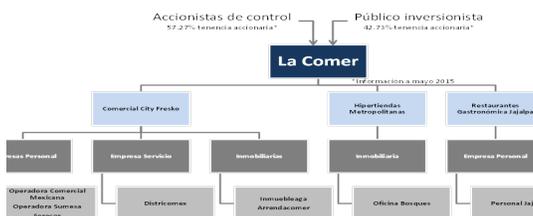
Participación de ventas por formato "LaComer"



▲ Fuente: Prospecto preliminar informativo, BMV

Si bien tenemos una muy buena idea y bosquejo de lo que se pretende con el nuevo formato de la nueva compañía (LaComer) a través de su prospecto informativo, gran parte de este plan maestro está aún pendiente de quedar ya definido al momento de escribir este comentario. Junto con los detalles de expansión de esta nueva emisora están por conocerse aspectos clave como son los estados financieros definitivos u oficiales para el arranque de la nueva compañía, el probable mecanismo de valuación (pricing por subasta) que se estima que el mercado haga para este nuevo valor, y sobre todo la fecha definitiva de inicio de la cotización de la nueva empresa, misma que por ahora se ha estimado pueda concretarse entre la primera y segunda semana de enero del 2016, si todo marcha bien.

Estructura Corporativa de "LaComer"



▲ Fuente: Prospecto preliminar informativo, BMV

También está aún pendiente de corroborar es la permanencia de esta acción dentro de la muestra del IPC, junto con otros detalles no menores, como sería el probable reparto de algún dividendo extraordinario, derivado del alto nivel de efectivo con el que estimamos emprenda la nueva empresa, además de otras consideraciones como es la de su valuación de arranque y el nivel del float que estará asociada a la cotización de esta nueva acción, entre varios pendientes. Es pertinente agregar que, comprensiblemente, el reciente prospecto informativo de LaComer establece como un factor de riesgo que “el grupo comercial en formación no tiene historia operativa independiente y que no ha sido administrada como un negocio autónomo”, aclaración que vale la pena contextualizar a la luz de que se trata de un naciente proyecto comercial, basado en una empresa escindida y en condiciones de pretender desarrollar a plenitud un nuevo concepto comercial en México, el cual ha sido

Expectativas financieras

ELEKTRA: 2016

Principales cifras

COMPROA		VI: 12M \$ 460.00			
Precio (MXN) (serie -)			357.99		
Mxk/mín (18M)		587.18 /	275.75		
Rendimiento esperado			26.5%		
Valor de mercado (MXN M)			84,425		
Valor de la empresa (MXN M)			113,284		
Acciones en circulación (M)			236		
Flotante			27%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			120		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e	% var.
Ingresos netos	74,002	79,842	4%	83,452	3%
UAFIDA/EBITDA	6,016	11,191	30%	12,733	14%
Margen	11.0%	14.0%		15.3%	
Utilidad de operación	5,789	7,907	37%	8,898	13%
Margen	7.8%	10.3%		10.7%	
Impôts. a la utilidad	1,391	(1,099)	N.C.	2,078	N.C.
Utilidad neta	7,555	(5,250)	N.C.	6,819	N.C.
Activos totales	195,828	199,345	1%	206,512	4%
Efectivo y equivalentes	71,673	81,932	14%	83,542	2%
Prop. planta y equipo	7,103	8,104	14%	8,728	8%
Pasivos totales	140,041	138,571	-2%	141,398	2%
Pasivo corto plazo	115,152	129,731	13%	132,319	2%
Pasivo largo plazo	25,788	8,841	-66%	9,069	3%
Pasivo con socio	119,874	113,622	-3%	115,888	2%
Capital cont. mayoritario	54,778	59,645	9%	64,993	9%
Deuda neta	45,201	31,691	-30%	32,377	2%
PAU	11.2x	-16.2x		14.4x	
VE/UA/FIDA	15.1x	10.4x		9.2x	
P/VL	1.5x	1.4x		1.3x	
ROE	15.9%	-9.1%		6.4%	
ROA	4.2%	-2.7%		2.9%	
Apalancamiento	2.1x	1.9x		1.8x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ El rebote, consolidación y recuperación de las ventas en su división comercial es un hecho, luego de un año muy complicado. Este nuevo despegue ha servido sin embargo sólo para compensar el sorpresivo retroceso en su división financiera.
- ▶ Hacia el 2016 esperamos ver un impulso mayor por la vía de las operaciones de Advance América en los EU, subsidiaria que sin embargo ha quedado por debajo de nuestras expectativas desde su adquisición hace tres años.
- ▶ La valuación castigada de esta acción, a la luz de la todavía fortaleza operativa del grupo, nos da luz verde para continuar recomendando su Compra.

Tras un complicado año de transición operativa en el 2014, de un posterior ciclo de marcado rebote en este 2015, y con una recuperación cada vez más evidente en la abatida división comercial, Elektra se alinea en este próximo 2016 para continuar consolidando sus operaciones financieras y comerciales con el desarrollo mayor de Advance America en los EU, y especialmente con la apertura de un mayor número de tiendas en nuestro país, aunque reconociblemente a un ritmo de crecimiento más moderado que en el pasado.

Después de más de dos años y medio de integración de Advance América con Banco Azteca, en la que su impacto ha quedado sin embargo por debajo de nuestras expectativas, Elektra estima poder seguir creciendo especialmente en los EU – vía Advance America- a través de una aumentada actividad de préstamos con garantía. En este sentido, las últimas cifras consolidadas de Banco Azteca, Advance America y Banco Azteca Latinoamerica mostraron que su cartera bruta se mantuvo alrededor de los \$70 mil millones, con una tendencia de control de su morosidad (IMOR) del 7.7%, cifra que a nuestro juicio y de acuerdo a los estándares de la industria ciertamente todavía está elevada y sin despegarse todavía mucho de sus máximos históricos; se espera que este IMOR continúe disminuyendo en función de la recuperación intensiva que se debería obtener hacia el cierre de este 2015 y algo más hacia la primera mitad del año siguiente.

Vale decir que la sorpresiva disminución en los ingresos financieros en el último 3T15 vs el año pasado, luego de muchos trimestres de constante aumento, ha llamado la atención, situación que en buena parte ha sido compensada con buenos crecimientos con el despegue de la parte comercial. En este sentido, y a falta de información detallada del comportamiento de las ventas comparables del grupo (VMT), nuestro estimado hacia el 2016 contempla por lo pronto un avance promedio del 6 al 7% en este indicador, crecimiento mínimo con el que hemos hecho avanzar nuestras cifras estimadas de ingresos en su división comercial; por otra parte, el avance de la división financiera, además del apoyo que dará el modesto número de aperturas de tiendas (15 unidades estimadas), deberá ser el complemento al crecimiento de 9% que estamos anticipando en los ingresos para este 2016.

Por el lado de sus resultados operativos, la expectativa que incorporamos es la de mejora en su margen Uafida en este 2016 hasta en ¾ de punto porcentual, esto a partir de la racionalización del rubro de gastos de operación, atribuible a un menor

Expectativas financieras

FEMSA: 2016

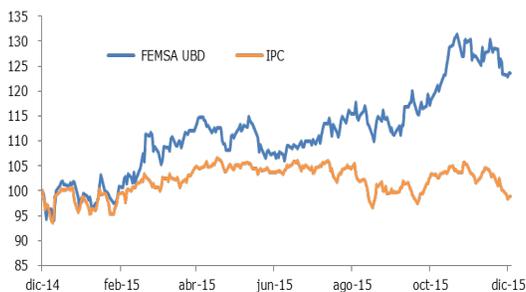
Principales cifras

COMPRO		VI: 12M \$ 183.00			
Precio (MXN) (serie UBD)		162.39			
Máx/mín (18M)		168.78 / 117.39			
Rendimiento esperado		12.7%			
Valor de mercado (MXN M)		581,068			
Valor de la empresa (MXN M)		701,352			
Acciones en circulación (M)		3,578			
Flotante		60%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		4.04			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e.	% var.	2016 e.	% var.
Ingresos Netos	203,449	306,461	16%	371,237	21%
UTIL/UEUFIDA	40,840	45,749	13%	53,128	16%
Margen	15.5%	14.9%		14.3%	
Utilidad de operación	30,491	32,817	8%	39,459	17%
Margen	11.0%	10.7%		10.4%	
Ingresos a la utilidad	6,253	6,400	34%	9,770	16%
Utilidad neta	10,701	10,571	11%	21,700	17%
Activos totales	376,173	431,881	15%	467,777	8%
Efectivo y equivalentes	26,641	44,242	24%	49,048	11%
Prop. propia y equipo	75,820	80,004	6%	90,128	13%
Pasivos totales	148,051	189,904	30%	207,133	9%
Pasivo corto plazo	45,318	80,899	63%	84,880	4%
Pasivo largo plazo	90,732	109,000	13%	112,243	3%
Pasivo con costo	84,492	106,431	26%	108,921	2%
Capital cont. mayoritario	170,473	183,419	8%	197,397	8%
Deuda neta	48,851	62,189	27%	59,873	-4%
EPS	34.8x	31.3x		28.8x	
VE/UEUFIDA	10.8x	15.3x		13.3x	
PV/L	3.4x	3.2x		2.9x	
ROE	7.4%	10.5%		11.4%	
ROA	4.5%	4.6%		4.8%	
Aplanchamiento	0.6x	0.6x		0.6x	

Los múltiplos se calculan con base al precio al 15 de Diciembre de 2015

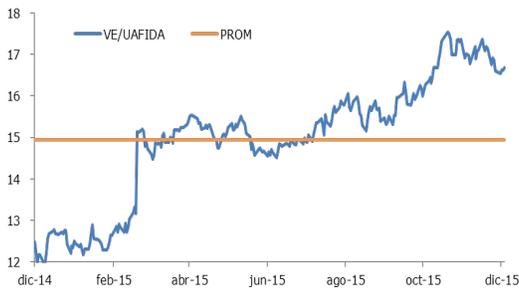
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UEUFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► El próximo año los ingresos en la división de FEMSA Comercio registrarán crecimientos en todos sus negocios, encabezados por Oxxo, aunque también habrá que considerar que el principal impulsor del crecimiento es la incorporación de los resultados de Grupo Socofar, con ventas que estimamos en alrededor de MXN 32,000 millones para todo 2016. La revaluación de la industria de cerveza, tras el anuncio de fusión entre AB InBev y SABMiller, ha sido favorable en la valuación de FEMSA.

En cuanto al sector de consumo básico, en donde ubicamos las categorías de productos en donde participa la empresa, para el caso de México prevemos un comportamiento favorable al menos hasta la primera mitad del año, con base en niveles de empleo estables, un aumento moderado en el salario real debido a que para el 2016 esperamos un repunte en la inflación, por un incremento también moderado en las remesas denominadas en USD y cierto acotamiento en su conversión a MXN por una depreciación del tipo de cambio que prevemos más reducida a la observada en el 2015, y finalmente por el efecto negativo, especialmente para la segunda mitad del próximo año, resultado del aumento en las tasas de interés. Para las principales economías de Latinoamérica, en donde tiene exposición la empresa, prevemos una situación estable en sus niveles de consumo, aunque su evolución dependerá del rumbo de la economía, en donde varios de estos países tienen una dependencia importante de la exportación de materias primas. Adicionalmente, está la volatilidad cambiaria en las monedas funcionales en cada territorio donde opera la empresa, las cuales también pueden influir de manera importante en los resultados financieros.

FEMSA Comercio, es la división que agrupa los negocios de tiendas de conveniencia (Oxxo; estimamos 15,135 tiendas al cierre de 2016), de farmacias en México (Yza, Moderna, Farmacon), comida rápida (Doña Tota), de venta de gasolina (Oxxo Gas) y, a partir del 4T15 los resultados de Grupo Socofar (empresa con presencia en Chile y Colombia que maneja la cadena de farmacias Cruz Verde y las tiendas de belleza Maicao). Estimados que los ingresos de FEMSA Comercio aumenten 32.8% A/A el próximo año, debido principalmente a la inclusión de los resultados de Grupo Socofar (+ MXN 31,770.7 mill., y que representarán el 15.8% de las ventas de FEMSA Comercio, y el 8.6% de las ventas a nivel consolidado). De esta forma, a partir del próximo año, FEMSA Comercio se convertirá en la división con la mayor participación en los ingresos del conglomerado (54.3%), seguido de KOF (43.6%) y el resto proveniente de sus negocios de logística y refrigeración. Sin embargo, en cuanto a la participación en la uafida del conglomerado, KOF mantiene la primera posición (64.0%), después FEMSA Comercio (34.3%) y el resto de sus negocios de logística y refrigeración. Lo anterior debido a que la rentabilidad de Comercio es menor que la división de bebidas. A este respecto, ubicamos el margen uafida de FEMSA Comercio en 9.0% para el próximo año, que implica una reducción de aproximadamente 70 p.b. respecto a nuestra proyección de cierre para 2015, debido principalmente a la incorporación de Grupo Socofar cuyo margen uafida estimamos en 5.5% y por la

Expectativas financieras

FIBRAMQ: 2016

Principales cifras

COMPROA		VI: 12M \$29.00			
Precio (MXN) (serie CPO)			22.68		
Máx/mín (18M)		28.16 /	21.35		
Rendimiento esperado			27.95%		
Valor de mercado (MXN M)			18,402		
Valor de la empresa (MXN M)			32,247		
CFBIA en circulación (M)			811		
Flotante			95%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			36		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 13 de diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Totales	2,200	2,730	24%	3,193	16%
Utilidad de operación	1,839	2,051	26%	2,399	16%
Margen	74.3%	75.3%		75.8%	
Ingreso Operativo Neto (NOI)	1,989	2,451	24%	2,993	20%
Margen	90.1%	89.9%		93.7%	
Fondos de la operación (FFO)	1,184	1,525	29%	1,842	21%
Margen	53.7%	55.8%		58.3%	
Utilidad neta	3,260	4,188	27%	5,277	45%
Margen	148.7%	152.3%		72.0%	
Activos totales	35,553	39,555	11%	40,485	2%
Efectivo y equivalentes	5,504	2,267	-59%	735	-88%
Propiedades de inversión	27,500	34,885	26%	36,953	6%
Pasivos totales	14,700	16,800	15%	18,215	8%
Pasivo corto plazo	355	281	-21%	18,297	6%
Pasivo largo plazo	14,345	16,519	15%	18,018	8%
Pasivo con costo	14,052	16,311	16%	17,700	9%
Patrimonio de los Intercomitentes	20,853	22,699	9%	22,171	-2%
Deuda neta	8,488	14,044	65%	16,954	21%
Ingreso / Propiedades de inversión	8.0%	7.8%		8.0%	
NOI / Propiedades de inversión	7.2%	7.1%		8.0%	
Apalancamiento	39.6%	41.2%		43.7%	

▲ Fuente: VectorAnálisis

► El desempeño de Fibramq estará determinado por el efecto de la incorporación de nuevas propiedades a su portafolio, aunado a un sostenido nivel de ocupación, su posicionamiento geográfico, la diversificación de inmuebles e inquilinos y el dinamismo esperado de la economía en EEUU que seguirá impulsando la demanda de nuevas plantas industriales, centros de distribución y almacenes.

Al cierre de septiembre de 2015 el portafolio de Fibramq estaba conformado por 274 inmuebles industriales con un Área Bruta Arrendable (ABA) de 2.96 millones de metros cuadrados (M2) y 17 inmuebles comerciales y de oficina con un ABA aproximada de 444,700 M2 (incluyendo 9 propiedades comerciales con aproximadamente 192,004 M2 de ABA, a través de una coinversión de 50%-50% con Frisa).

Propiedades

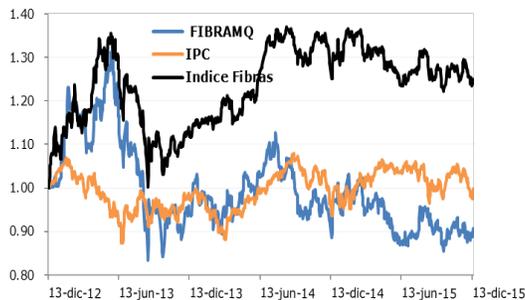
Número de propiedades al 3T15	291
Propiedades estabilizadas	291
Área bruta arrendable (M2) al 3T15	3,400,500
Industriales (m2)	2,955,800
Comerciales (m2)	444,700
Oficinas (m2)	0
Propiedades en desarrollo o para desarrollo	0
Area Bruta Arrendable estimada (M2)	0

▲ Fuente: La empresa y VectorAnálisis

Esperamos que durante el primer trimestre de 2016 se concrete la adquisición de 2 propiedades industriales y un terreno adyacente ubicados en Ciudad Juárez con un valor total de US 21.7 millones. Ambas propiedades están conformadas por 35,300 m2 de área bruta arrendable (ABA), mientras que el terreno brinda la oportunidad de expandir uno de los edificios existentes y agregar 6,500 m2 de ABA. Para el resto del año creemos que la fibra utilizará el 25.5% restante (aproximadamente US 94 millones) de los recursos provenientes del aumento de capital ejecutado en septiembre de 2014. Con ello, estimamos la incorporación de aproximadamente 65,000 m2 de ABA nueva, con lo que en el año, el ABA total de Fibramq estaría creciendo un 3.0%.

Derivado a la depreciación del peso frente al dólar prevemos que la renta base por M2 en el segmento industrial aumentará en el año un 8.6%, mientras que para el segmento comercial y de oficinas esperamos aumentos del 2.8% en promedio, en línea con la inflación esperada en México.

Precio vs IPC e Índice de fibras



▲ Fuente: VectorAnálisis

Los niveles de ocupación promedio anuales en el ramo industrial prevemos pasen de un 90.9% estimado para 2015 a un 92.1% en 2016. Por su parte en el segmento comercial y de oficinas esperamos un incremento del 94.6% al 95.4%. Consideramos que dichos incrementos son conservadores ya que se anticipa se mantenga la favorable dinámica de la economía norteamericana, lo que podría incidir en una mayor demanda de inmuebles por parte de empresas multinacionales.

Como resultado de lo anterior prevemos que los ingresos totales crezcan un 16%, lo cual se traducirá en un incremento del 20% en su Ingreso Neto Operativo (NOI) y del 21% en sus Fondos provenientes de la Operación (FFO)

Esperamos una estructura de capital balanceada la cual le permitirá seguir incrementando gradualmente su nivel de deuda, en el caso de que se detecten

Expectativas financieras

FIHO: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M		\$21.00	
Precio (MXN) (serie CPO)				13.86	
Mx\$/m ² (18M)			24.5 /	13.84	
Rendimiento esperado				21.5%	
Valor de mercado (MXN M)				6,922	
Valor de la empresa (MXN M)				6,246	
CFBtA en circulación (M)				499	
Eficiencia				84%	
Importe prom. 60 días (MXN M)				5	
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2015 e	% var.
Ingresos Totales	1,531	1,992	30%	2,531	32%
Unidad de operación	298	291	40%	460	58%
Margen	13.6%	14.6%		17.5%	
Ingreso Operativo Neto (NOI)	603	630	26%	831	32%
Margen	32.9%	31.6%		31.6%	
Fondos de la operación (FFO)	417	456	12%	597	28%
Margen	27.2%	23.4%		22.7%	
Unidad neta	254	272	7%	360	40%
Margen	16.6%	13.6%		14.4%	
Activos totales	10,005	10,496	4%	11,070	6%
Efectivo y equivalentes	2,092	774	-63%	427	-45%
Propiedades de inversión	7,499	9,219	23%	10,265	11%
Pasivo total	238	768	222%	2,311	201%
Pasivo corto plazo	238	265	13%	311	16%
Pasivo largo plazo	-	500	n.d.	2,000	300%
Pasivo con costo	9,767	9,639	-1%	9,759	-9%
Patrimonio de los fideicomitentes	(2,092)	(274)	-87%	1,573	-674%
Ingreso / Propiedades de inversión	20.41%	21.61%		25.63%	
NOI / Propiedades de inversión	8.11%	6.83%		8.00%	
Apalancamiento	0.00%	4.00%		18.07%	

Fuente: VectorAnálisis

► En nuestra opinión el crecimiento y dinamismo de Fiho en 2016 estará sustentado en la consolidación de su actual portafolio hotelero, sustentado en el impulso que esperamos genere el dinamismo de la economía norteamericana en las diferentes regiones en las que tiene presencia. A lo anterior se sumará la entrada en operación de nuevos hoteles actualmente en distintas etapas de desarrollo, además de que esperamos continúe con su agresivo plan de adquisiciones.

Los activos de Fiho se han concentrado en hoteles orientados a viajeros de negocios en México, caracterizándose por un agresivo plan de expansión desde su colocación en el mercado. A la fecha su portafolio está compuesto por 86 hoteles y 11,886 habitaciones, de los cuales 62 hoteles se encuentran actualmente en operación (8,503 habitaciones) y 24 hoteles en desarrollo, incluyendo seis hoteles que se construirán dentro de los proyectos de usos mixtos premium de GICSA.

Propiedades

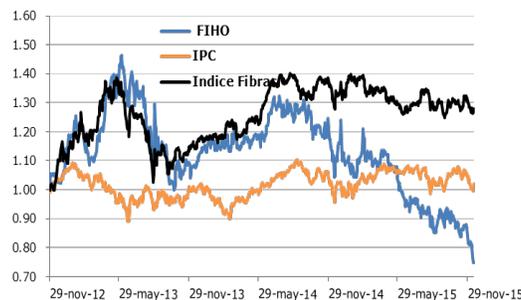
Número de propiedades al 3T15	71
Propiedades estabilizadas	59
Área bruta arrendable (M2) al 3T15	8,077 cuartos
Industriales (m2)	NA
Comerciales (m2)	NA
Oficinas (m2)	NA
Propiedades en desarrollo o para desarrollo	19
Area Bruta Arrendable estimada (M2)	2,690 cuartos

Fuente: La empresa y VectorAnálisis

La operación de Fiho está dividida en cuatro segmentos de mercado, Servicios Selecto (63.7% de los cuartos), Servicio Limitado (24.9%), Servicio Completo (7.5%) y Estancia Prolongada (3.9%), contando con cuatro operadores de gran prestigio nacional e internacional, Posadas, Marriott, Grupo Real Turismo y Starwood.

De acuerdo a nuestros estimados durante 2016 se integrarán a la operación 1,560 nuevas habitaciones, lo que implica un crecimiento del 18% sobre su plataforma actual. El 58% de los nuevos cuartos corresponderán al segmento de Servicio Selecto, el 25% a Servicio Limitado y el 17% restante a Servicio Completo.

Precio vs IPCe Índice de fibras



Fuente: VectorAnálisis

Respecto a la tarifa diaria promedio estimamos una recuperación gradual a lo largo del año, promediando un incremento anual del 3.3%, mientras que los niveles de ocupación estimamos vayan mejorando a lo largo del año, pasando de un promedio estimado para 2015 de 61.5% a 61.8% en 2016, impulsado básicamente por el impacto que generará en ciertas regiones del país el dinamismo de la actividad económica de EEUU, principalmente en aquellas regiones en donde se concentran industrias altamente exportadoras, maquiladoras y proveedores de componentes para empresas americanas. Aparentemente el crecimiento en los niveles de ocupación es reducido, sin embargo es importante considerar que dicho efecto obedece a la apertura de nuevos hoteles cuyos niveles de ocupación se van estabilizando gradualmente.

Como resultado de lo anterior prevemos que los ingresos totales crecerán en 2016 un 32%, lo cual se traducirá en un incremento del 32% en su Ingreso Neto Operativo (NOI) y del 28% en sus Fondos provenientes de la Operación (FFO).

Desde el punto de vista financiero, el fideicomiso se había caracterizado de una estrategia de endeudamiento conservadora, financiando su crecimiento con los recursos captados desde su oferta pública. Al cierre del 3T15 FIHO contaba con una

Expectativas financieras

FINN: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M	\$ 17.00
Precio (MXN) (Serie CPO)			13.50
Máx./mín. (18M)		18.82 /	12.66
Rendimiento esperado			25.00%
Valor de mercado (MXN M)			5,900
Valor de la empresa (MXN M)			6,249
CFBIs en circulación (M)			437
Flotante			92%
Importe prom. 60 días (MXN M)			3

Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 16 de diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Totales	884	1,300	48%	1,920	47%
Utilidad de operación	78	153	97%	249	62%
Margen	8.8%	11.7%		12.9%	
Ingreso Operativo Neto (NOI)	322	470	46%	701	47%
Margen	36.4%	36.3%		36.5%	
Fondos de la operación (FFO)	257	327	27%	430	32%
Margen	29.1%	25.0%		22.3%	
Utilidad neta	67	145	116%	162	12%
Margen	7.5%	11.1%		8.4%	
Activos totales	7,560	9,448	25%	11,754	24%
Efectivo y equivalentes	1,107	1,300	17%	438	-60%
Propiedades de inversión	6,041	7,200	18%	10,164	41%
Pasivos totales	322	2,065	456%	4,491	117%
Pasivo corto plazo	298	206	-31%	131	-30%
Pasivo largo plazo	74	1,859	2400%	4,360	134%
Pasivo con costo	66	1,848	2698%	4,348	135%
Patrimonio de los fideicomisarios	7,189	7,383	3%	7,253	-2%
Deuda neta	(1,041)	548	-153%	3,910	613%
Ingreso / Propiedades de inversión	14.64%	16.17%		18.97%	
NOI / Propiedades de inversión	5.32%	6.50%		6.88%	
Apalancamiento	0.97%	19.56%		36.99%	

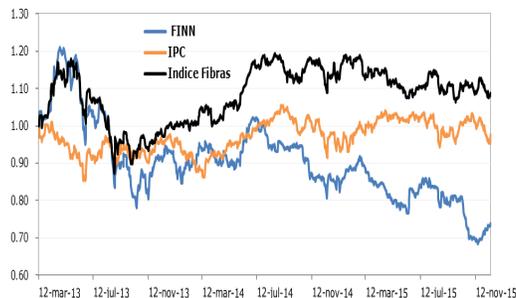
▲ Fuente: VectorAnálisis

Propiedades

Número de propiedades al 3T15	37
Propiedades estabilizadas	35
Área bruta arrendable (M2) al 3T15	5,707 cuartos
Industriales (m2)	NA
Comerciales (m2)	NA
Oficinas (m2)	NA
Propiedades en desarrollo o para desarrollo	2
Area Bruta Arrendable estimada (M2)	531 cuartos

▲ Fuente: La empresa y VectorAnálisis

Precio vs IPC e Índice fibras



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Esperamos que en 2016 el fideicomiso siga muy activo en su estrategia de crecimiento, y expansión, apoyado en una razonable estrategia de endeudamiento. Los resultados esperados están sustentados en el impulso que esperamos genere el dinamismo de la economía norteamericana en las diferentes regiones en las que tiene presencia.

Actualmente el portafolio de Finn está conformado por 39 hoteles en operación y dos en desarrollo, sumando un total de 6,834 habitaciones; de las cuales 548 están en construcción. Dicho portafolio está segmentado en tres tipos de servicio: limitado, selecto y completo.

Para el cierre de 2016 estimamos que el número de habitaciones en operación ascenderá a 9,138, es decir un 45% más de las esperamos tendrá en operación al cierre de 2015, derivado de la entrada en operación de los inmuebles en desarrollo y nuevas expansiones y adquisiciones.

Cabe destacar que a principios de octubre se realizó una emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios por MXN 1,875 millones al amparo de un programa de hasta MXN 5,000 millones. Con dichos recursos se pagó deuda bancaria por MXN 600 millones y el resto se destinará a nuevos proyectos de inversión.

Prevedemos que la tarifa diaria por cuarto aumentará en el año un 5.1% en promedio, mientras que el ingreso por habitación disponible (RevPAR) lo estamos proyectando con una tasa de crecimiento del 6.0% en promedio.

Estimamos que los niveles de ocupación se ubicarán en promedio en el año en un nivel del 58.8%, es decir 50 puntos básico por encima de nuestro estimado de 2015. Cabe destacar que dichos incrementos los consideramos relativamente bajos, sin embargo, dado el moderado dinamismo que estamos previendo para la economía nacional es factible que la combinación de una demanda modesta y una mayor oferta hotelera limite la expansión de los niveles de ocupación.

Como resultado de lo anterior prevemos que los ingresos totales crezcan en 2016 un 47%, lo cual se traducirá en un incremento del 47% en su Ingreso Neto Operativo (NOI) y del 32% en sus Fondos provenientes de la Operación (FFO).

En lo que se refiere a su nivel de endeudamiento estimamos que este pasará de un 20% al cierre de 2015 hasta un 37% al cierre de 2016, debido al uso gradual a lo largo del año de su programa de deuda bursátil, el cual asciende a MXN 5,000 millones.

El mayor riesgo que podríamos esperar par Finn está relacionado con un inesperado

Expectativas financieras

FUNO: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M \$ 44.00			
Precio (MXN) (serie CPO)			37.04		
Máx/mín (18M)		47.89 /	34.31		
Rendimiento esperado			16.8%		
Valor de mercado (MXN M)			113,219		
Valor de la empresa (MxM M)			155,370		
CFBIs en circulación (M)			3,052		
Eficiencia			75%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			161		
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Totales	7,922	10,970	38%	13,400	20%
Utilidad de operación	5,754	7,988	39%	10,200	28%
Margen	72.6%	74.9%		75.8%	
Ingreso Operativo Neto (ION)	6,405	8,633	35%	10,955	27%
Margen	81.9%	80.9%		81.1%	
Fondos de la operación (FFO)	4,144	5,726	38%	7,351	28%
Margen	53.0%	53.7%		54.6%	
Utilidad neta	1,051	1,982	89%	5,619	194%
Margen	13.4%	18.6%		43.2%	
Activos totales	144,143	166,983	16%	170,031	2%
Efectivo y equivalentes	501	7,069	1311%	2,064	-71%
Propiedades de inversión	113,831	144,195	27%	155,800	8%
Pasivos totales	39,067	55,800	42%	55,856	0%
Pasivo corto plazo	4,305	9,392	118%	9,150	-3%
Pasivo largo plazo	34,763	46,208	33%	46,716	1%
Pasivo con costo	35,921	52,507	46%	52,984	1%
Patrimonio de los fideicomisarios	102,075	111,393	9%	115,055	3%
Deuda neta	15,891	43,558	174%	49,011	12%
Ingreso / Propiedades de inversión	6.87%	7.40%		8.64%	
ROI / Propiedades de inversión	5.63%	5.99%		7.01%	
Apalancamiento	24.92%	31.44%		31.00%	

Fuente: VectorAnálisis

Tal y como le ha caracterizado desde su listado en la Bolsa, en 2016 el fideicomiso seguirá marcando la pauta en el segmento de Fibras en cuanto a crecimiento de ingresos, captación de recursos públicos en los diferentes mercados financieros y una agresiva estrategia de adquisición de nuevas propiedades de inversión.

Al cierre de 3er trimestre de 2015 Funo poseía 477 propiedades en operación con un Área Bruta Arrendable (ABA) de 6.83 millones de M2, así como un stock de propiedades que se encuentran en diferentes etapas de desarrollo y que se incorporarán al portafolio en el periodo (2016 - 2017) con un ABA de 958 mil M2.

Propiedades

Número de propiedades al 3T15	507
Propiedades estabilizadas	495
Área bruta arrendable (M2) al 3T15	6,833,281
Industriales (m2)	3,356,790
Comerciales (m2)	2,774,091
Oficinas (m2)	702,400
Propiedades en desarrollo o para desarrollo	12
Area Bruta Arrendable estimada (M2)	957,536

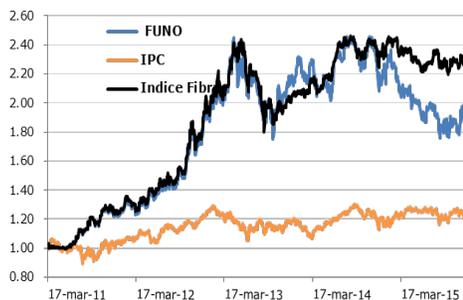
Fuente: La empresa y VectorAnálisis

A la plataforma actual, se irán incorporando a lo largo de 2016 nuevas adquisiciones que el fideicomiso estima por un valor total de MXN 19,617 millones, los cuales serán liquidados en un 27% en efectivo y el resto mediante entrega de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs). Con estas adquisiciones el ABA se estima crezca en 712 mil M2, de los cuales el 49% se concentrará en el segmento comercial, el 28% en el industrial y el 23% restante en oficinas.

En nuestro modelo de proyecciones estamos esperando que en 2016 su ABA se incremente en un 11.5% con respecto al estimado al cierre de 2015, alcanzando un área en operación de 7.97 millones de M2. En el segmento de oficinas se estima una expansión del 22%, seguida del sector industrial con un 12% y el sector comercial con un 8%.

Esperamos que la renta base trimestral por M2 registre en promedio un crecimiento anual del 7.2% en pesos, derivado del efecto de la inflación esperada en México del 3.4%, más el efecto de la depreciación del peso frente al dólar en las rentas denominadas en dólares y que estimamos contribuyen con aproximadamente un 32% de sus ingresos por renta.

Precio vs IPC e Índice de fibras



Fuente: VectorAnálisis

Por lo que respecta al nivel de ocupación promedio estimamos que en el segmento industrial dicho indicador crezca cerca del 0.2% ubicándose al cierre de 2016 en niveles del 96.4%, para el segmento de oficinas esperamos un incremento del 0.6%, aproximándose a niveles del 92.3% y para el ramo comercial prevemos una mejoría de 0.2 puntos porcentuales hacia el 93.4%. Cabe destacar que dichos incrementos los consideramos conservadores, sin embargo es importante señalar que en parte están incorporando la entrada en operación de nuevos desarrollos cuyo nivel de ocupación va creciendo gradualmente o la incorporación de nuevos activos que en algunos casos vienen con niveles de ocupación inferiores al promedio de la cartera de Funo.

Como resultado de lo anterior prevemos que los ingresos totales crecerán en 2016 un

Expectativas financieras

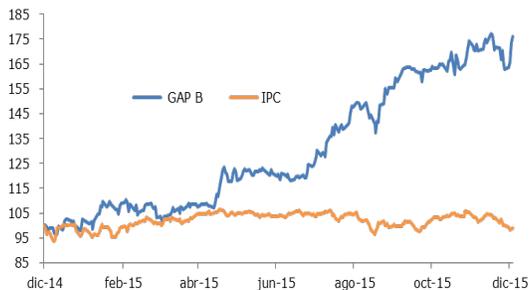
GAP: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M	\$ 169.00		
Precio (MXN) (serie B)			157.43		
Máx/mín (18M)		160.14 /	85.47		
Rendimiento esperado			7.33%		
Valor de mercado (MXN M)			75,070		
Valor de la empresa (MXN M)			79,154		
Acciones en circulación (%)			4.77		
Flotante			54%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			1.53		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 a.	% Var.	2016 e.	% Var.
Ingresos Netos	5,540	8,409	53%	10,150	20%
UTILIDAD/EBITDA	3,050	5,261	43%	5,930	12%
Margen	66.5%	62.3%		58.4%	
Utilidad de operación	2,766	4,110	49%	4,671	13%
Margen	49.9%	48.4%		46.0%	
Impatos a la utilidad	616	625	80%	1,039	12%
Utilidad neta	2,243	2,011	10%	3,104	19%
Activos totales	24,286	39,738	30%	40,438	24%
Efectivo y equivalentes	1,596	2,648	60%	3,787	49%
Prop. planta y equipo	815	1,422	72%	1,625	30%
Pasivos totales	3,000	10,738	258%	14,763	37%
Pasivo corto plazo	1,052	2,623	60%	4,001	72%
Pasivo largo plazo	1,418	8,115	472%	10,261	26%
Pasivo cont. con costo	1,719	8,309	266%	8,979	33%
Capital cont. mayoritario	21,286	21,001	-1%	24,510	17%
Deuda neta	124	3,753	2927%	4,592	22%
D/E	33.5%	28.7%		24.2%	
VE/UFIDA	20.4x	16.1x		13.0x	
P/VL	3.5x	3.9x			
ROE	18.0%	12.4%		13.6%	
ROA	0.2%	0.2%		0.6%	
Aplanchamiento	0.1x	0.3x		0.3x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Crecimiento del tráfico de pasajeros de 6.7%, equivalente a un multiplicador de 3.6x el crecimiento esperado del PIB, impulsado por el aumento en la capacidad de las principales aerolíneas que utilizan la red de aeropuertos del grupo. Lo anterior resultado de la estabilidad que prevemos en los precios del petróleo, y por el inicio de operaciones del Puente Binacional entre Tijuana y San Diego. Presencia en Jamaica con la operación del MBJ.

El sector mantendrá un desempeño favorable, en donde con base en nuestros estimados para los grupos aeroportuarios listados en bolsa, prevemos un aumento en el tráfico de pasajeros consolidado de 7.3% para 2016 respecto a nuestra estimación de cierre para 2015. Lo anterior implicaría un múltiplo de 4.0x nuestra estimación de crecimiento para el PIB el próximo año. Cabe señalar que el promedio en los últimos tres años de este multiplicador ha sido de 5.3x; sin embargo, prevemos un aumento más moderado para el próximo año debido a que las aerolíneas tendrán una base comparativa alta en cuanto al aumento de capacidad planeada para 2016. Los precios bajos en los combustibles y su efecto directo en una mayor rentabilidad para las aerolíneas, incentivará por parte de éstas últimas la apertura de nuevos destinos y un aumento de frecuencias en rutas de alta densidad. Asimismo, el dinamismo que prevemos para la economía de los EEUU podría ser un catalizador para el aumento de viajeros procedentes de este país hacia México; adicionalmente, la debilidad del MXN frente al USD mantendría el atractivo hacia destinos nacionales, especialmente los de perfil turístico. Finalmente, la implementación del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU, el cual podría iniciar a comienzos del próximo año, podría aumentar potencialmente el número de aerolíneas en destinos de alta densidad entre ambos países.

Separando el efecto de los ingresos por construcción de servicios y que corresponden a las inversiones comprometidas con la autoridad, los cuales no tienen repercusión alguna en el flujo de efectivo, éstas ascienden a MXN 1,228 mill. y MXN 1,780 mill. en 2015 y 2016 respectivamente (+44.9% A/A), la suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos crecerá 10.8%, impulsados principalmente por el aumento en los ingresos comerciales (+15.4%), por el incremento en el tráfico de pasajeros y, en menor medida, por la depreciación del MXN frente al USD en las Tarifas de Uso de Aeropuerto (TUA) internacional. Vale mencionar que la infraestructura hotelera en Los Cabos está funcionando en su totalidad después del paso del huracán Odile en septiembre de 2014 y en cuanto al paso del huracán Patricia en octubre de este año, solo se reportaron daños menores en los Aeropuertos de Puerto Vallarta y de Manzanillo. En nuestra opinión, el inicio de operaciones del Puente Binacional entre Tijuana y San Diego será un catalizador para la actividad comercial en el aeropuerto de Tijuana, así como un detonante de tráfico. En cuanto a la rentabilidad, sin considerar los ingresos por construcción de servicios, los cuales están incluidos en los ingresos totales, el margen uafida se ubicaría en 2016 en niveles de 70.8%, aproximadamente un 100 p.b. menor al estimado para 2015, debido a que para el

Expectativas financieras

GCARSO: 2016

Principales cifras

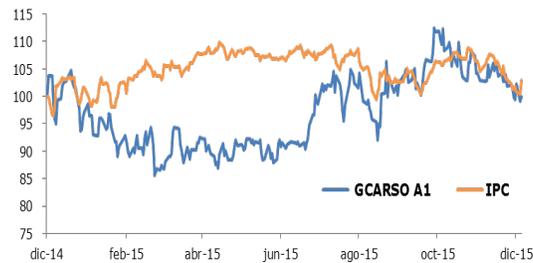
MANTENER		VE: 12M \$ 77.00			
Precio (MXN) (serie A1)		71.22			
Max/min (18M)		82.4 / 61.17			
Rendimiento esperado		8.1%			
Valor de mercado (MXN M)		161,949			
Valor de la empresa (MXN M)		169,310			
Acciones en circulación (M)		2,274			
Flotante		16%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		32			
Cifras Normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	22,388	29,855	9%	27,001	8%
UAFID/EBITDA	10,608	11,947	13%	13,113	10%
Márgen	12.0%	13.3%	4%	13.5%	4%
Utilidad de operación	9,050	9,482	4%	8,705	-40%
Márgen	11.0%	10.0%	-9%	9.9%	-9%
Imppto: a la utilidad	2,074	2,359	-11%	1,035	-50%
Utilidad neta	6,976	7,123	3%	7,670	1%
Activos totales	91,710	98,956	8%	108,410	10%
Efectivo y equivalentes	14,091	8,599	-39%	9,782	14%
Proq. planta y equipo	21,849	26,359	21%	27,319	4%
Pasivos totales	30,525	30,559	0%	36,668	20%
Pasivo corto plazo	22,511	22,148	-2%	25,640	16%
Pasivo largo plazo	8,014	8,413	5%	11,028	31%
Pasivo con costo	7,720	8,033	4%	11,500	44%
Capital cont. mayoritario	52,885	59,346	12%	62,254	8%
Deuda neta	(6,370)	(566)	-91%	(817)	N/C
PAJ	28.5x	27.7x		27.5x	
VE/UAFIDA	15.5x	14.3x		13.2x	
PAL	3.1x	2.7x		2.6x	
ROE	9.6%	10.4%		9.7%	
RCA	0.5%	0.1%		0.7%	
Apalancamiento	0.1x	0.1x		0.2x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

▶ Aunque se prevé un año positivo con incrementos modestos en ingresos y mejoras en márgenes, consideramos que la emisora se encuentra adelantada en su valuación a mercado con un múltiplo conocido VE/UAFIDA alrededor de 14.8x arriba de su promedio de los últimos 3 años en 9.4x, identificamos un Valor Intrínseco 12 meses para 2016 en MXN 77 con una opinión de inversión en Mantener debido al bajo potencial de ganancia que prevemos con relación a su valuación a mercado actual.

Se espera una buena perspectiva basada en la dinámica que podría traer la Ronda Uno y subsecuentes en la parte de la construcción de gasoductos donde ha tenido la mayor parte de su experiencia, asimismo, se espera que en las convocatorias publicadas por la CFE, Gcarso pudiera obtener alguna o algunas pues hasta la fecha ha estado publicando un promedio de 2 mensuales; en términos de los gasoductos marinos no prevemos que Gcarso pudiera estar interesado.

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

De igual forma el esquema de asociación de Gcarso prevemos que será más con empresas pequeñas y especializadas donde los equipos de ingeniería son evidentemente más compactos lo que podría facilitar las tomas de decisiones.

Prevedemos que las inversiones de capital (CAPEX) estarán más enfocadas a la división de infraestructura, es decir CICSA con MXN 4,000 millones y para la división comercial pensamos que podrían ubicarse en MXN 3,000 millones que en este caso serían para Sanborns.

La estrategia que deberá seguir Gcarso es la consolidación de proyectos rentables más que la incursión en nuevos proyectos por lo que estamos estimando que sus ingresos registren un avance anual en el 2016 en un 8% para cerrar en MXN 97,001 millones.

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

SANBORNS

Proyectamos que 2016 será un positivo año que cerrará con buenas cifras, alentadas por sus formatos iShop y Mixup donde prevemos que el elemento clave será continuar cuidando los inventarios en los mismos o menores niveles que pudiera tener por el impacto cambiario, así como márgenes operativos y uafida mejores en el próximo año. Asimismo, se prevé que continuarán las remodelaciones de las tiendas Sears con 6 tiendas, 6 Restaurantes Sanborn y 4 Ishop. Prevedemos que uno de los catalizadores en 2016 será que se alcance un aumento en el consumo con un aumento del 6% en Ventas Mismas Tiendas, promoviendo sus marcas propias en los formatos de ropa de las nuevas tiendas "Philosophy".

CONDUMEX

Proyectamos un crecimiento más conservador donde la estrategia deberá estar centrada en recuperar o ganar el mercado que han estado perdiendo, particularmente en cables, asimismo, conforme al propio Gcarso han renovado los contratos en el sector automotriz en la manufactura de arneses más complejos para las firmas Audi y

Expectativas financieras

GENEREA: 2016

Principales cifras

COMPRA	VE: 12M \$	36.00			
Precio (MXN) (serie "I")					
Máx/mín (18M)	33.82 / 25.39	32.34			
Rendimiento esperado		11.3%			
Valor de mercado (MXN M)		52,996			
Valor de la empresa (MXN M)		52,996			
Acciones en circulación (M)		1,639			
Flotante		6.3%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		98			
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos por intereses	14,451	17,027	18%	19,820	16%
Gastos por intereses	822	880	7%	1,233	40%
Margen financiero	13,629	16,147	18%	18,587	15%
Gastos de Admón y Prom	7,940	8,336	24%	11,577	18%
Resultado de la oper.	4,147	4,881	13%	5,394	10%
Resultado neto	3,161	3,176	0%	3,658	15%
Resultado neto incluy. Part.	3,124	3,168	1%	3,659	15%
Activo total	30,543	43,210	41%	49,141	14%
Inversiones en valores	220	3,951	1694%	983	-75%
Car. de Crédito Total	23,951	28,198	18%	32,889	17%
Car. de crédito vigente	23,166	27,322	18%	31,866	17%
Car. de Crédito Vencida	785	876	11%	1,023	17%
Est. Prev. para riesgos	(1,294)	(1,136)	-12%	(1,329)	17%
Pasivo	878	23,741	2604%	25,453	7%
Capital contable	12,058	13,785	14%	16,125	17%
PLU	15.6x	16.7x		14.5x	
P/VL	4.1x	3.6x		3.3x	
ROE	29.4%	25.0%		24.7%	
ROA	11.8%	8.9%		7.9%	
Índice de Eficiencia	70.1%	67.8%		68.2%	
Índice de Morosidad	3.3%	3.1%		3.1%	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

► *Mantenemos una opinión conservadora de crecimiento del sector de micro créditos y en el caso de Genera prevemos que el 2016 podría ser igual al año previo, con tasas de crecimiento en la derrama crediticia del 17% y en el resultado neto con un aumento del 15% para 2016, por lo que determinamos un Valor Intrínseco 12 meses en MXN 36 con una opinión de inversión en Compra.*

Prevedemos que Genera registrará un crecimiento relativamente más moderado en su actividad crediticia en el 2016, con un avance alrededor del 17% en el año, menor al 18% que proyectamos para el cierre del 2015 donde el crédito comerciante y el crédito individual que son productos más rentables, tendrán una mayor contribución al portafolio del banco respecto del crédito mujer que disminuirá su contribución del 55% que pesaba en el 2015 al 50% de la cartera en el 2016.

Asimismo, consideramos que Genera continuará con los controles de calidad de sus activos por lo que previsiblemente pensamos que registrará en el 2016 un índice de morosidad de la cartera similar al mostrado en el 2015 del 3.1% a pesar que los productos crédito comerciante y crédito individual representan mayor riesgo.

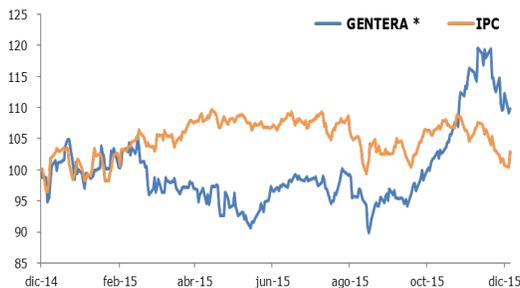
En términos del índice de eficiencia, estamos proyectando un indicador para 2016 en 68%, similar al 67.8% que prevemos registraría en el 2015, donde los gastos de administración continúan considerando los gastos en el sistema SAP y los relacionados con tecnología del proyecto de captación y afiliados de Yastas, así como la adaptación de la red de sucursales de Intermex para la operación de remesas.

Para 2016 proyectamos un resultado neto por MXN 3,659 millones, un crecimiento del 15% respecto del que prevemos cierre el 2015 en MXN 3,169 millones, con lo que la rentabilidad de capital (ROE) esperada pasaría del 25.0% en 2015 al 24.7% en el 2016, mientras que la rentabilidad de activos la proyectamos en 8.9% en 2015 y en 7.9% en 2016.

El principal riesgo que identificamos es un riesgo interno de ejecución debido a que Genera es una institución que ha tenido desde su constitución un contacto muy estrecho entre sus acreditados y sus promotores de crédito, desarrollando una lealtad mutua en la que incluso se premia al acreditado por su puntualidad en los pagos y al promotor con la calidad de su cartera, asimismo, no se podría descartar un riesgo regulatorio con un eventual tope en tasas, sin embargo, no hay discusiones sobre la mesa en este tema, sobretudo en el caso mexicano en el que hay una sub-bancarización y una falta de inclusión de los servicios financieros, donde Genera precisamente ha enfocado sus estrategias con gran éxito.

En términos de las oportunidades, el esquema de Micro créditos es ampliamente utilizado en toda la república mexicana donde participan más de 80 instituciones

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

P/VL vs PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

Expectativas financieras

GFAMSA: 2016

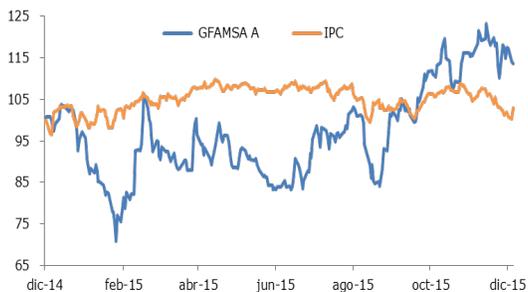
Principales cifras

COMPRA		VI: 12M \$ 19.00			
Precio (MXN) (serie A)		13.02			
Máx/mín (18M)		15.96 / 8.41			
Rendimiento esperado		39.5%			
Valor de mercado (MXN M)		7,762			
Valor de la empresa (MXN M)		31,826			
Acciones en circulación (M)		570			
Floating		25%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		0			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	14,856	10,251	9%	12,378	7%
UAFIDA/EBITDA	1,556	2,010	29%	2,409	20%
Margen	10.5%	12.4%		13.8%	26%
Utilidad de operación	1,023	1,512	48%	1,898	26%
Margen	6.9%	9.3%		10.9%	
Impatos a la utilidad	(254)	(245)	-4%	195	N.C.
Utilidad neta	370	610	65%	779	28%
Activos totales	35,108	30,063	11%	42,522	0%
Efectivo y equivalentes	1,868	3,333	79%	4,651	41%
Prop. planta y equipo	2,505	2,343	-7%	2,632	12%
Pasivos totales	24,827	26,790	16%	31,431	9%
Pasivo corto plazo	15,333	20,269	32%	20,364	0%
Pasivo largo plazo	9,494	16,524	10%	11,067	30%
Pasivo con costo	22,648	26,360	17%	29,899	10%
Capital cont. mayoritario	10,251	10,247	0%	11,053	8%
Deuda neta	20,690	23,017	11%	24,208	5%
PAJ	21.0x	12.7x		10.0x	
VE/UAFIDA	18.3x	15.3x		13.3x	
PVL	0.8x	0.8x		0.7x	
ROE	3.9%	6.0%		7.3%	
ROA	1.1%	1.0%		1.3%	
Apalancamiento	2.2x	2.6x		2.6x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

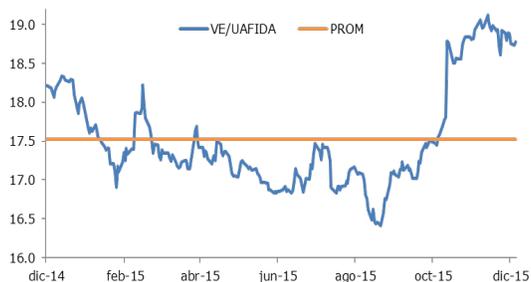
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ Con la modesta recuperación del consumo en México, más las reconversiones y aperturas contempladas para el 2016, Famsa tendría un crecimiento de un dígito medio a dígito alto en sus ingresos; sobre esta tendencia, el logro de eficiencias tanto por el lado de costos como de gastos aseguraría avances a doble dígito en su resultado operativo.
- ▶ Una de las partes más sensibles en su percepción seguirá siendo el tema de su deuda; con la restructuración que llevará a cabo a principios del próximo año, se estima que la duración de la misma se mantenga entre 3 a 3.5 años.

La recuperación más modesta del consumo en México hacia el 2016 deberá seguir favoreciendo su avance. Luego de un par de años desafortunados para la demanda en sus tiendas, Grupo Famsa ha demostrado a lo largo de los últimos tres trimestres una franca y sólida recuperación, muy importante debido a su baja base, en su indicador a ventas comparables, dato que quedó más que ratificado con el fuerte nivel logrado en este pasado 3T15.

En este sentido Famsa ha bosquejado que hacia el 2016 el crecimiento esperado en ventas mismas tiendas podría ubicarse en un nada despreciable rango de 6% a 8%. Por nuestra parte, calculamos que el flujo operativo podría crecer por nuevas eficiencias a ritmos de cifras de doble dígito, probablemente en el rango del 12% al 18%. Esto derivaría en mejoras en margen (Uafida) de posiblemente un cuarto de punto porcentual -o más- elevando nuestro actual nivel estimado de 12.4% hacia arriba del 13.0% que se tendría como uno de nuestros objetivos proyectados para el próximo año; ciertamente nos mantenemos muy optimistas en este sentido, si bien estaremos muy pendientes de observar esta evolución.

El factor EU ha venido apoyando las operaciones en México a través de la generación de divisas, con un mayor valor tipo de cambio que ha servido de impulso a las ventas del grupo. El desempeño en cuanto a ventas comparables en los EU también se ha recuperado, y se estima que hacia el 2016 el nivel de crecimiento en VMT se mantenga hacia un 3% a lo largo del año; actualmente se espera que el crecimiento en las ventas de estas unidades finalice en 3.4% en el comparativo año/año, y tal vez con un ritmo muy similar hacia el 2016.

Su división financiera, Banco Famsa, se estima siga creciendo en cuanto a captación, cuentas y reducción del costo del fondeo. Se ha dicho que la reciente campaña del Buen fin impulsó y aprovechó el desempeño en la colocación de nuevos créditos al consumo, además de créditos empresariales para la pequeña empresa; esto lo veremos reflejado en cifras hasta el próximo 4T15. Por su parte, la menor baja en la creación de reservas (por incobrables) vs el año antepasado ha beneficiado los resultados de la empresa, al aligerar el peso sobre el costo operativo. Por su parte, el índice de morosidad (IMOR) se prevé termine el año en un nivel de 10.4%, posiblemente el nivel mínimo alcanzable y con el que se piensa continuara a lo largo del 2016; esta relativa alta marca para los estándares de la industria se estima por parte de Gfamsa como el nivel natural con el que tendrá que operar el grupo hacia

Expectativas financieras

GFINBUR: 2016

Principales cifras

COMPRA		VL: 12M \$ 37.00			
Precio (MXN) (serie O)			31.41		
Máx./mín (18M)		42.48 / 30.64			
Rendimiento esperado			17.8%		
Valor de mercado (MXN M)			209,411		
Valor de la empresa (MXN M)			209,411		
Acciones en circulación (M)			6,667		
Flotante			30%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			128		
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e	% var.
Ingresos por intereses	22,987	22,749	-1%	25,556	9%
Gastos por intereses	8,449	8,433	0%	10,432	24%
Margen financiero	10,745	10,333	-4%	19,799	9%
Gastos de Admin y Prom	7,505	7,840	5%	8,765	12%
Resultado de la oper.	10,911	10,267	-6%	19,510	20%
Resultado neto	10,100	13,504	25%	14,138	4%
Resultado neto incl. Part. Contr.	10,001	13,555	25%	14,137	4%
Activo total	385,703	443,017	15%	482,370	9%
Inversiones en valores	89,361	90,255	1%	91,157	1%
Car. de Crédito Total	203,656	246,637	21.1%	284,276	15.3%
Car. de Crédito Vigente	199,226	238,555	22%	274,628	15%
Car. de Crédito vencida	7,429	8,072	9%	9,648	20%
Est. Prev. para riesgos	(15,354)	(10,404)	-32%	(12,542)	20%
Pasivo	288,389	334,880	16%	373,729	12%
Captación	171,158	193,952	13%	213,889	10%
Capital contable	97,505	109,198	12%	109,745	1%
PAJ	11.9x	15.4x		14.8x	
P/VL	2.5x	1.0x		1.9x	
ROE	20.1%	13.0%		13.6%	
RDA	4.9%	3.3%		3.1%	
Índice de Eficiencia	33.0%	33.9%		31.0%	
Índice de Morosidad	3.5%	3.3%		3.4%	

Los millones se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

P/VL vs PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

▶ Aunque GFINBUR se mantiene muy optimista en su entorno de negocios basado en su banca de menudeo y en el segmento de infraestructura y energía como parte de su cartera comercial, consideramos proyecciones en el 2016 más conservadoras con crecimientos en cartera alrededor del 15% y en utilidad neta del 4%, por lo que determinamos un Valor Intrínseco 12 meses en el 2016 en MXN 37 con una opinión de inversión en Compra por el "up-side" esperado.

Grupo Financiero Inbursa prevé un 2016 muy alentador con la plena operación del recientemente adquirido Banco Walmart (fusionado a partir del 1.sep.15) que le ha traído un canal muy valioso para la banca de menudeo, aumentando su base de clientes con la adición de 1.17 millones de nuevos clientes, 143 sucursales adicionales y un aumento en su cartera por MXN 5,827 millones equivalente al 2.5% de su cartera total, así como un aumento en la captación por MXN 4,591 millones, un 2.4% del total de depósitos.

De hecho el crecimiento que esperan en la cartera de crédito para 2016 lo ubican en la parte alta en un 20% y en la parte baja en un 15%, cuando el consenso ubica que el sector de la banca comercial podría estar creciendo en su conjunto un 12%.

En nuestra opinión, consideramos que el sector turismo, el sector exportador y el segmento de remesas se verá favorecido por una mayor depreciación de nuestra moneda.

Conforme Gfinbur, esperan que el segmento de infraestructura y de energía se deberían ver favorecidos con las inversiones esperadas en éste sector derivado de las Reformas a partir del 2016 en adelante, adicionalmente, el banco le ha dado un giro a partir de la adquisición de Banco Walmart cambiando el peso que representan los créditos de consumo y los créditos de apoyo a la vivienda de un 9.4% a un 10.6% y de un 0.64% a un 1.47% respectivamente de la cartera total, por lo que esperamos que esta tendencia continúe en el 2016 y dónde se esperarían mayores márgenes de ganancia.

Dentro de los principales riesgos que identificamos es que el crecimiento esperado en cartera se encuentre bien fondeado con una base de depósitos de bajo costo, asimismo, otro de sus riesgos es la volatilidad de sus posiciones en instrumentos financieros y en derivados como lo es la tenencia todavía de 14 millones de acciones de la empresa petrolera argentina YPF (hace 2 años habían recibido como garantía de un financiamiento 26 millones de acciones) y el derivado contratado para cubrir las posiciones de créditos a tasa fija a largo plazo.

Como oportunidad para Gfinbur, es su holgada situación financiera y en términos regulatorios el amplio índice de coeficiente de liquidez que registra (a sep.15 en 250% vs 60% requerido en 2015 y 100% requerido en 2016 por las autoridades regulatorias

Expectativas financieras

GFNORTE: 2016

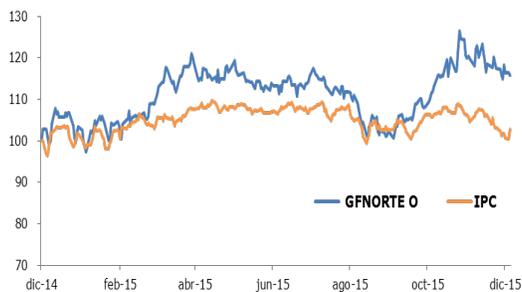
Principales cifras

COMPRA		VL: 12M \$ 103.00			
Precio (MXN) (serie O)			91.19		
Máx/mín (18M)		96.27 / 74.02			
Rendimiento esperado			13.05%		
Valor de mercado (MXN M)		252,909			
Valor de la empresa (MXN M)		252,909			
Acciones en circulación (M)		2,774			
Flotante		98%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		500			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e	% var.
Ingresos por intereses	72,976	72,107	-1%	92,889	29%
Gastos por intereses	27,851	24,591	-12%	30,994	26.0%
Margen financiero	44,095	47,559	9%	61,430	7%
Gastos de Admón y Prom	29,232	31,441	8%	34,159	9%
Resultado de la oper.	19,901	21,005	6%	23,447	12%
Resultado neto	15,453	17,279	12%	20,045	16%
Resultado neto incluy. Part. Cont.	15,228	17,041	12%	19,692	15%
Activo total	1,007,982	1,158,276	6%	1,286,193	11%
Inversiones en valores	431,649	448,915	4%	453,404	1%
Car. de crédito (neto)	489,051	544,421	12%	616,192	13%
Car. de crédito vigente	471,768	530,195	12%	599,626	13%
Car. de Crédito Vencida	14,283	14,226	0%	16,566	16%
Est. Prev. para riesgos	(15,287)	(15,570)	2%	(17,154)	10%
Pasivo	973,311	1,019,297	5%	1,137,115	12%
Capitacion	497,822	576,244	16%	662,681	15%
Capital contable	154,972	140,000	-9%	149,079	6%
P/VL	14.8x	14.8x		12.8x	
P/VL	1.8x	1.8x		1.7x	
ROE	13.1%	12.8%		13.1%	
RDA	1.4%	1.4%		1.5%	
Índice de Eficiencia	48.5%	49.7%		49.4%	
Índice de Morosidad	2.9%	2.5%		2.5%	

Los millones se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

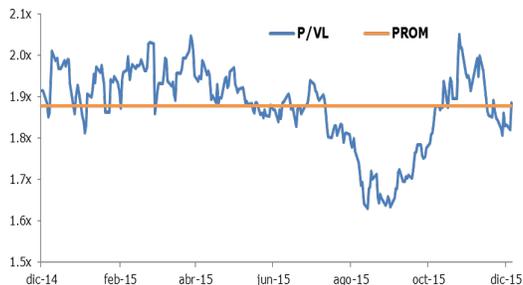
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

P/VL vs PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Preveamos un resultado favorable para el 2016, donde el crecimiento en su cartera será un poco más bajo que el mostrado históricamente y con un resultado neto que reflejará márgenes conservadores y mayores controles en el gasto, por lo que reiteramos nuestra valuación fundamental con un V.I. 12 meses en MXN 103, con una opinión de inversión en Compra.

La banca comercial en México ha registrado en los últimos 6 años una tasa anual de crecimiento compuesta (CAGR) del 12% en la cartera total de crédito, mientras que Banorte en el mismo período registró un mayor avance al mostrar un CAGR del 15%, cabe destacar, que Banorte ha ganado participación de mercado en estos últimos 6 años al pasar de un 11.7% en el 1T09 al 13.3% en el 3T15, después de que a partir del 2T11 se integró IXE a sus operaciones; asimismo, la penetración de la cartera de la banca respecto del PIB total (nominal) aumentó su proporción de un 15.6% en el 3T09 a un 20.2% al 3T15.

Desde nuestra perspectiva proyectamos que continuará el buen desempeño de la banca en la economía en el 2016, pero nos sentimos muy cómodos al considerar que el crecimiento anual en la cartera de Gfnorte podría ser conservador alrededor del 13%, menor al CAGR del 15% histórico.

Estimamos que Gfnorte seguirá con un plan de crecimiento basado en su estrategia de explotar la base actual de clientes, con el propósito de colocar un mayor número de productos por cliente, aprovechando la maduración promedio de su cartera que es de 3 años, por ello, no se ve un problema de deterioro de cartera en el mediano plazo por lo que calculamos que el índice de morosidad se podría mantener entre 2.6% y 2.5%.

Calculamos que el índice de eficiencia de Gfnorte se mantendrá en el 2016 similar al registrado históricamente, es decir, alrededor del 49%, al igual que su Rentabilidad de Capital (ROE) en 13%.

Consideramos que continuará la vocación crediticia de Gfnorte donde casi el 65% de los préstamos se encuentran entre la PYMES y las entidades gubernamentales, manteniendo un 15% de su cartera en créditos al consumo y un 20% en apoyos a vivienda media y residencial.

Conforme a Gfnorte, el beneficio neto que traerá el aumento en las tasas locales con motivo del aumento en la tasa de la Reserva Federal de los EUA es que por cada 100 puntos base de aumento representaría ingresos por tesorería, mesas y la afore de MXN 1,300 millones; nuestra estimación es más conservadora y proyectamos un resultado por MXN 880 millones en 2016.

Expectativas financieras

GFREGIO: 2016

Principales cifras

COMPRA		VL: 12M \$ 105.00			
Precio (MXN) (serie O)			87.68		
Máx/min (18M)		96.4 /	68.04		
Rendimiento esperado			19.8%		
Valor de mercado (MXN M)			28,753		
Valor de la empresa (MXN M)			28,753		
Acciones en circulación (M)			328		
Flotante			28%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			53		
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015.0	% var.	2016.0	% var.
Ingresos por intereses	7,487	8,248	11%	10,252	24%
Gastos por intereses	3,874	3,791	2%	4,531	20%
Margen financiero	3,613	4,457	20%	5,720	27%
Gastos de Admón y Prom	2,167	2,452	14%	2,852	15%
Resultado de la oper.	2,215	2,452	13%	3,170	27%
Resultado neto	1,544	1,789	9%	2,065	15%
Resultado neto incluy. Part. Contr.	1,544	1,789	9%	2,065	15%
Activo total	99,612	100,733	1%	117,139	16%
Inversiones en valores	38,293	26,798	-30%	30,014	12%
Car. de Crédito (neto)	53,677	63,518	18%	74,152	17%
Car. de crédito vigente	52,848	62,353	18%	72,840	17%
Car. de Crédito Vencida	828	1,165	41%	1,312	13%
Est. Prev. para riesgos	(1,408)	(1,748)	24%	(1,968)	13%
Pasivo	95,060	88,101	-7%	102,628	16%
Captación	49,121	53,207	9%	64,672	21%
Capital contable	9,552	12,632	32%	14,511	15%
PAJ	14.8x	16.1x		13.9x	
P/VL	2.5x	2.3x		2.0x	
ROE	18.4%	18.5%		15.1%	
RCA	1.0%	1.0%		1.0%	
Índice de Eficiencia	49.5%	47.7%		42.8%	
Índice de Morosidad	1.5%	1.6%		1.6%	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
* = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

► Consideramos que GFREGIO continuará privilegiando la calidad de sus préstamos con un balance de crecimiento en cartera y captación, e impulsando su nueva línea de créditos para el arrendamiento financiero de maquinaria y equipos de alta tecnología, donde se prevé un crecimiento en cartera más moderado en el 2016; proponemos un nuevo Valor Intrínseco 12 meses para 2016 en MXN 105 con una opinión de inversión en Compra.

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

Un banco regional que poco a poco se ha estado convirtiendo en un banco con una mayor cobertura geográfica, aprovechando el modelo de negocio que aplica en las plazas donde tiene presencia a través de un servicio personalizado al sector empresarial y con un modelo de banca donde se privilegia ante todo la calidad crediticia y la captación bancaria como reciprocidad a los préstamos.

Históricamente, la tasa anual de crecimiento compuesta (CAGR) de la cartera de crédito en los últimos 5 años en Banregio ha sido del 27%, más del doble de la que registra el sistema (del 12%), asimismo, el índice de cartera vencida o de morosidad en Banregio se ubica en 1.41% mientras el sistema está en más del doble en 2.86%.

Sin embargo, a pesar del bajo nivel de morosidad en Banregio, éste nivel aumentó en el último año de 1.29% a 1.41%, cuando el sistema registró un movimiento contrario al pasar del 3.41% al 2.86%.

Por ello, aunque porcentualmente no es significativo el nivel de morosidad en Banregio, consideramos que el 2016 será un parteaguas en la velocidad del crecimiento de su cartera por lo que prevemos que el crecimiento será mucho menor, equivalente a una tasa entre el 16% y 17%, más bajo del 18% que proyectamos para 2015.

P/VL y PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

Cabe recordar que en el 2015, adquirió una arrendadora financiera especializada en maquinaria y equipo de cómputo y tecnología que complementa el perfil de la cartera del banco enfocada al crédito empresarial y particularmente a las PYMES, de hecho tan sólo Bancomer y Banregio ofrecen esta línea de negocios en el mercado.

De esta forma, estamos proyectando que la captación crezca en el 2016 a una tasa del 21%, mientras que el IMOR lo ubicamos en 1.8% de la cartera total.

Prevemos que el resultado neto se ubique en MXN 2,065 millones, registrando un aumento respecto de nuestros estimados para 2015 en 15%.

Dentro de los principales riesgos que identificamos para Gfregio, es si continuará con el mismo éxito en el crecimiento de cartera en las plazas donde ha abierto sus centros financieros y convertirse más en un banco de procesos que en una banca personalizada, asimismo, el reto será mantener la calidad de la cartera en los más

Expectativas financieras

GMEXICO: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE:12M	\$	41.00	
Precio (MXN) (serie B)			36.54		
Máx/min (18M)		49.96 /	35.00		
Rendimiento esperado			12.2%		
Valor de mercado (MXN M)			284,464		
Valor de la empresa (MXN M)			386,078		
Acciones en circulación (M)			7,285		
Flotante			37%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			4.10		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	%Var.	2016e	%Var.
Ingresos Netos	127,398	130,919	-5%	143,410	10%
UAF/UA/FIDA	67,676	66,779	-1%	66,703	0%
Margen	41.9%	43.4%	-1%	30.5%	-1%
Utilidad de operación	48,195	43,185	-10%	42,845	-1%
Margen	35.3%	33.0%	0%	28.9%	-15%
Impulso a la utilidad	14,183	14,201	0%	12,068	-15%
Utilidad neta	26,498	21,855	-17%	19,453	-11%
Activos totales	313,779	301,410	20%	415,227	6%
Efectivo y equivalentes	36,399	40,641	36%	29,789	-42%
Prop. planta y equipo	180,348	240,574	20%	261,187	17%
Pasivos totales	138,272	191,451	38%	197,732	3%
Pasivo corto plazo	25,879	34,500	29%	37,143	7%
Pasivo largo plazo	111,392	156,851	41%	160,590	2%
Pasivo con costo	87,114	132,235	52%	135,955	2%
Capital cont. mayoritario	166,379	172,157	10%	187,255	6%
Deuda neta	60,715	82,594	63%	106,255	29%
PLJ	10.7x	13.0x		14.6x	
VE/UA/FIDA	6.2x	7.0x		7.4x	
PVL	1.8x	1.7x		1.5x	
ROE	15.9%	13.3%		10.8%	
ROA	9.4%	6.2%		4.8%	
Apalancamiento	0.6x	0.8x		0.7x	

Fuente: VectorAnálisis

El precio de la acción continuará estrechamente ligado a las variaciones en el precio del cobre, cuya perspectiva en el corto plazo es incierta. Una mayor desaceleración de la economía China tendría repercusiones negativas, si bien existe la posibilidad de que una menor producción mundial de cobre favorezca el precio. En el mediano plazo, creemos que la perspectiva para el cobre es positiva.

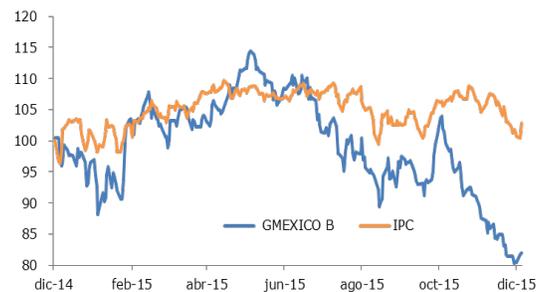
El próximo año persistirá la incertidumbre y la volatilidad en los precios de los metales industriales, en particular del cobre que es el principal producto de la empresa. Por el lado de la demanda, continuará el riesgo de una mayor desaceleración de la economía China y de su consumo de metales. Por el lado de la oferta, se considera que el crecimiento de la producción de cobre podría disminuir ante el entorno de precios bajos. El consenso del mercado anticipa en promedio una recuperación cercana al 20% en el precio del cobre al ubicarlo en USD 2.5 por libra al cierre de 2016, pero en nuestra opinión la recuperación podría tardar más tiempo en llegar, tomando en consideración que sólo hasta 2018 se estima que existirá un déficit de producción de este metal.

A pesar del entorno adverso provocado por la caída en los precios de los metales, la empresa se encuentra en medio de un importante plan de expansión en sus tres divisiones. En minería esperamos que la producción de cobre aumente 12% en 2016. El crecimiento sería resultado de las inversiones realizadas en la mina de Buenavista, en concreto en la planta de lixiviación ESDE III y en una nueva concentradora de cobre. Para 2017 entrará en producción la expansión de la mina de Toquepala, mientras que en 2018 tal vez podría iniciar operaciones la mina Tía María en Perú, esto en caso de que la empresa logre solucionar el conflicto social que ha impedido el avance de este proyecto. Se prevé que la producción de cobre de la empresa aumente 38% en los próximos tres años.

En la División de Transporte, la empresa recientemente adquirió nuevas locomotoras y carros de ferrocarril, y se encuentra analizando el crecimiento de su red ferroviaria en donde se estiman inversiones importantes para responder a una mayor demanda generada por el auge de la industria automotriz. En la División Infraestructura, se anticipa que el inicio de operaciones de múltiples proyectos generen un crecimiento en uafida de 50% en 2016 y de 24% en 2017.

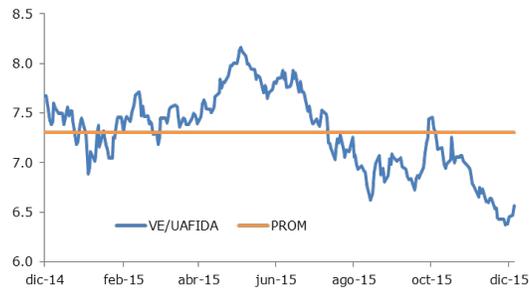
Hemos determinado un valor intrínseco a 12 meses para Gmexico de MXN 41 con una recomendación fundamental de Compra, asumiendo que el precio de la libra de cobre se ubique en promedio durante 2016 en USD 2.1. Nuestra valuación está basada en un modelo de flujos de efectivo descontados con una WACC de 11.4% y un crecimiento residual de 1.0%, esto en combinación con una valuación por medio del múltiplo ve/uafida en un nivel de 8x. Los principales riesgos de nuestra valuación se encuentran en la volatilidad del precio de los metales, cobre y molibdeno

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



Fuente: VectorAnálisis

Expectativas financieras

GRUMA: 2016

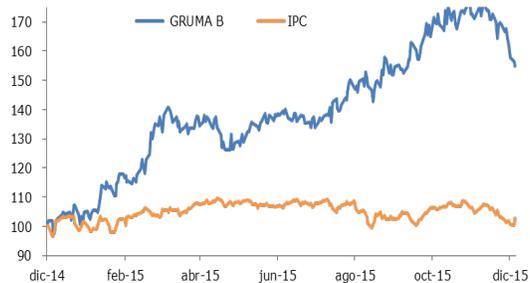
Principales cifras

COMPRO		VE 2015M \$ 290.00			
Precio (MXN) (serie B)		240.19			
Máx./mín (18M)		259.41 / 137.69			
Rendimiento esperado		30.2%			
Valor de mercado (MXN M)		103,942			
Valor de la empresa (MXN M)		115,661			
Acciones en circulación (M)		433			
Piñatas		193			
Importe prom. 60 días (MXN M)		27%			
<i>Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015</i>					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos totales	49,935	58,979	18%	67,188	14%
UAFIDA/EBITDA	7,493	9,227	23%	10,981	19%
Márgen	15.0%	15.6%		16.3%	
Utilidad de operación	6,023	7,379	22%	8,955	22%
Márgen	12.1%	12.5%		13.3%	
Impostos a la utilidad	1,050	1,999	79%	2,349	24%
Utilidad neta	4,973	4,798	-3%	5,731	19%
Activos totales	40,637	51,983	28%	63,342	22%
Efectivo y equivalentes	1,455	5,333	264%	8,126	52%
Proc. planta y equipo	17,614	21,105	18%	25,977	23%
Pasivos totales	22,552	26,753	19%	29,737	4%
Pasivo corto plazo	8,806	11,148	27%	11,989	8%
Pasivo largo plazo	13,746	14,608	6%	14,747	1%
Capital con costo	10,701	12,716	18%	12,710	0%
Capital cont. mayoritario	16,564	24,380	47%	34,024	40%
Deuda neta	9,236	7,383	-21%	4,590	-38%
PAJ	24.2%	21.7%		18.1%	
VE/UAFIDA	16.3%	12.3%		10.1%	
PVL	6.3%	4.3%		3.1%	
ROE	26.1%	23.4%		19.6%	
RCA	10.3%	10.4%		9.8%	
Apalancamiento	0.6x	0.5x		0.4x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

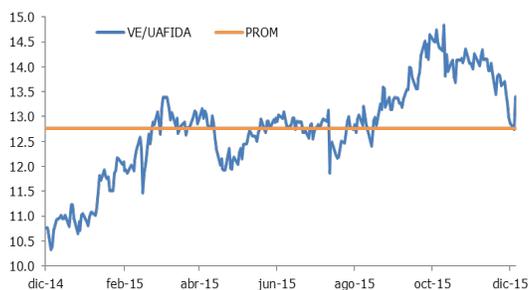
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▲ *Habiendo demostrado su capacidad de gestión para inyectar nuevos ahorros y mejores economías de escala, la empresa ha prometido logros adicionales hacia este 2016 e incluso hacia el año posterior; el mercado sigue atento estos avances.*
- ▲ *La mayor parte de sus nuevas eficiencias provendrán de su división internacional, la cual transparentará a partir del 2016 la contribución de los EU vs el resto del mundo, en especial las operaciones del Reino Unido.*
- ▲ *Podrían llegar nuevas adquisiciones en el extranjero, aprovechando la popularidad creciente de la comida mexicana.*

El entorno del sector en el que se desenvuelve Gruma continúa en franco y pleno crecimiento y expansión. A pesar de la importancia y peso que siguen teniendo las operaciones en México, Gruma dejó de depender atrás para su crecimiento hace varios años de la actividad ya muy madura en nuestro país, a pesar que aquí también se obtienen crecimientos (marginales) en volumen. Su avance real y más importante se da y se seguirá generando fuera de México, especialmente con las operaciones en EU y más recientemente con su más franca expansión hacia Europa (Reino Unido) y otros países. De hecho se espera que ya en este 2016 veamos la separación de las operaciones de Europa de las de EU en cuanto al reporte de cada actividad; actualmente la división Europa representa algo menos del 10% de las operaciones globales, pero es una división que sin duda seguirá en crecimiento.

Hace poco menos de tres años la empresa se comprometió seriamente a implementar una fuerte campaña y detallado programa de ahorro en gastos y en costos, tomado desde varios frentes; este compromiso, en un inicio creo susceptibles, dadas las altas marcas que se había fijado para conseguir economías. Transcurrido prácticamente todo 2014 y 2015 con avances mucho muy bien demostrados a través de sus mejorados resultados y nuevos niveles de eficiencia, poca duda quedó sobre la capacidad de gestionar nuevas eficiencias en la empresa.

Desde entonces, Gruma ha seguido introduciendo mayores mejoras a partir de seguir enfocándose a racionalizar y recortar el número de productos ofertados (SKU's), el control de paquetes y ofertas promocionales (en EU en especial); en administrar mejor sus gastos de marketing y publicidad, en reducir gastos administrativos (especialmente los corporativos) y en racionalizar su gasto de capital (Capex) a proyectos que demuestren un mejor retorno sobre la inversión.

Dicho lo anterior, hacia adelante, Gruma estima conseguir para los próximos trimestres nuevas eficiencias en gastos y costos, incluso con compromisos de ahorros de hasta 200 pb en sus márgenes operativo y Uafida hacia los próximos 3 años, lo cual debería colocar el margen Uafida en alrededor de un nivel tope de cerca de 17%, lo que podría ser un nuevo "estándar" para el grupo. Mucho de este avance se obtendrá de las operaciones fuera de México, en donde se ha alcanzado ya un nivel de madurez suficiente en cuanto a márgenes; los nuevos ahorros y nuevas eficiencia provendrán principalmente de la operación en los EU.

Expectativas financieras

HCITY: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE 12M \$ 29.00			
Precio (MKN) (serie T)			22.29		
Máx/min (18M)		26.86 /	20.85		
Rendimiento esperado			30.35%		
Valor de mercado (MKN M)			8,577		
Valor de la empresa (MKN M)			8,612		
Acciones en circulación (M)			385		
ROE (%)			66%		
Importe prom. 60 días (MKN M)			31		
Cifras Normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	1,412	1,721	22%	2,068	20%
UAFDA/UEFIDA	457	575	26%	688	20%
Margen	32.4%	33.4%		33.3%	
Utilidad de operación	250	306	22%	350	15%
Margen	17.7%	17.8%		16.9%	
Impôts a la utilidad	21	50	135%	95	30%
Utilidad neta	125	198	58%	210	6%
Activos totales	9,921	10,648	7%	12,035	13%
Efectivo y equivalentes	3,184	2,488	-22%	2,294	-8%
Prop. planta y equipo	6,291	7,738	21%	9,217	20%
Pasivos totales	2,267	2,503	10%	2,876	15%
Pasivo corto plazo	360	431	20%	460	7%
Pasivo largo plazo	1,905	2,071	9%	2,416	17%
Pasivo con costo	1,882	2,077	10%	2,416	16%
Capital cont. mayoritario	9,255	7,383	-8%	6,300	-12%
Deuda neta	(1,292)	(413)	-68%	-122	HC
PAJ	68.8x	43.2x		40.9x	
VE/UEFIDA	17.5x	16.5x		13.8x	
PAL	1.5x	1.5x		1.0x	
ROE	2.0%	2.8%		2.7%	
RCA	1.4%	1.9%		1.9%	
Apalancamiento	0.3x	0.3x		0.3x	

Fuente: VectorAnálisis

Estimamos una tendencia de crecimientos operativos sostenidos y estables bajo la condición de respaldo de un ritmo favorable de nivel de la demanda de la industria manufacturera de exportación automotriz y de maquila. El desempeño de dichos sectores estará ligado a su vez al cumplimiento de la expectativa de evolución económica de EEUU y de un efecto de tipo de cambio depreciado. Estos factores, en conjunto con el cumplimiento del número de apertura de hoteles programada podrían compensar en buena medida el menor panorama de crecimiento económico nacional para el 2016.

La dinámica de la demanda de habitaciones del sector hotelero y en específico el de la industria enfocada en la oferta de servicios limitados para viajeros de negocios se encuentra estrechamente ligada al desempeño económico del país. Para 2016 estamos previendo un crecimiento económico de 1.8% -menor al estimado para 2015 de 2.1%-, un gasto público como porcentaje del PIB de alrededor de 24.5% en 2016 -también por debajo del 25.7% previsto para 2015- y afectaciones a la inversión en infraestructura y construcción por menores ingresos petroleros.

Precio vs. IPC

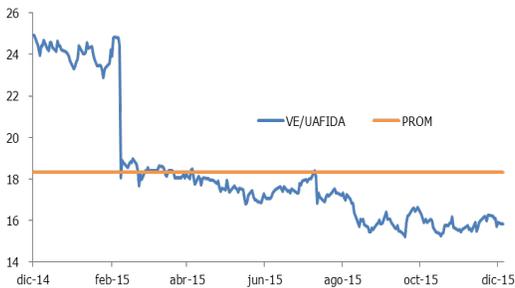


Fuente: VectorAnálisis

Sin embargo es preciso destacar que estos temas podrían verse compensados por la dinámica de sectores relacionados con la actividad económica de EEUU, propiamente de la industria de exportación automotriz y manufactura, que estimamos reportarán tendencias positivas sustentadas también por un tema de tipo de cambio depreciado como resultado de la incertidumbre generada por el inicio de alza de tasas de interés de referencia.

Contemplando estas variables del contexto de la industria, el crecimiento estimado de los ingresos estará apoyado por una buena perspectiva para la demanda que veremos reflejada en niveles de ocupación promedio para la cadena proyectados en un 63%, un aumento de 3.7% en tarifa promedio diaria (ADR) y en tarifa efectiva (RevPAR) de hasta un 5.4%. Adicionalmente prevemos que la empresa incremente su infraestructura hotelera, alcanzando alrededor de 126 hoteles en operación al cierre de 2016 que sumarían un total de 14,239 habitaciones (+16.5%).

VE/UEFIDA



Fuente: VectorAnálisis

En cuanto a utilidad operativa consideramos un nivel estable de crecimiento por la mayor escala de la plataforma hotelera y por la contribución de flujo que esta implica, sin embargo, esto mismo conlleva una ligera reducción en margen por el incremento en costos y gastos derivados de la mayor capacidad de cuartos instalados. Asimismo estas cifras estarían trasladándose también hacia el resultado de +21% en uafida ajustada por el efecto de los gastos no recurrentes derivado del programa de expansión y apertura de nuevos hoteles.

El menor ritmo de crecimiento en utilidad neta en 2016 viene de una base de comparación desfavorable en términos de costos financieros y también por el efecto de un ligeramente menor margen de la utilidad de operación por los gastos por aperturas. Asimismo, la posición financiera de la empresa continuará en niveles saludables y estables dado el efectivo que aún conserva de la oferta pública

Expectativas financieras

ICA: 2016

Principales cifras

VENTA		VE: 12M		\$ 8.90	
Precio (MXN) (serie *)				5.44	
Máx./mín (18M)			25.09 / 3.22		
Rendimiento esperado			63.6%		
Valor de mercado (MXN M)			3,304		
Valor de la empresa (MXN M)			65,925		
Acciones en circulación (M)			607		
Flotante			90%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			13		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	%var.	2014	%var.
Ingresos Netos	36,757	34,300	-7%	34,857	2%
UAFIDA/EBITDA	6,138	5,484	-11%	6,650	21%
Margen	16.7%	16.0%		19.1%	34%
Utilidad de operación	4,375	3,190	-27%	4,272	2%
Margen	11.9%	9.3%		12.3%	-8%
Impuestos a la utilidad	(1,003)	(1,587)	58%	(188)	N.C.
Utilidad neta	(3,024)	(3,599)	22%	592	
Activos totales	118,286	127,524	8%	127,864	0%
Efectivo y equivalentes	7,026	6,467	35%	10,479	11%
Prop. plantas y equipo	6,322	6,669	4%	6,847	4%
Pasivos totales	96,416	101,913	6%	103,573	2%
Pasivos corto plazo	37,846	37,180	-2%	37,895	2%
Pasivo largo plazo	58,470	64,733	11%	65,667	1%
Pasivo con costo	56,792	61,921	9%	62,836	1%
Capital cont. mayoritario	16,199	16,263	0%	15,482	-5%
Deuda neta	48,678	52,455	6%	52,157	-1%
PIJ	-1.1%	-0.9%		0.9%	
VE/UFIDA	9.5x	11.9x		9.7x	
PVL	0.2x	0.2x		0.2x	
ROE	-13.2%	-22.8%		3.6%	
ROA	-2.7%	-3.0%		0.4%	
Apalancamiento	3.5x	3.8x		4.0x	

Fuente: VectorAnálisis

Ante un esperado recorte en la inversión física del gobierno, el próximo año promete poco en términos de nuevos contratos. Mientras tanto, la empresa enfrenta una carga financiera demasiado elevada que ha puesto en riesgo su futuro. 2016 será un año decisivo, en el que ICA se estabilizará o caerá en concurso mercantil.

Para el próximo año la perspectiva del sector de construcción civil es negativa. El principal impulsor de obras de infraestructura en el país, el gobierno mexicano, se enfrentará a sus propios problemas fiscales provocados por el bajo precio del petróleo, lo que se espera terminará afectando el desarrollo de nuevas obras. También es de esperarse que ante una menor obra pública la competencia en las licitaciones sea mayor, esto en detrimento de la rentabilidad de los nuevos contratos y en la misma posibilidad de ganarlos. En el sector construcción industrial, el panorama es ligeramente más positivo debido a una mayor participación de la inversión privada en el sector, en combinación con una imperante necesidad de Pemex de renovar sus refineras.

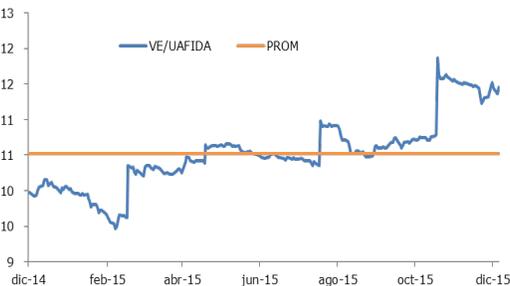
Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

En los primeros nueve meses de 2015 los resultados de ICA en su negocio principal, construcción civil, se vieron seriamente afectados por una reducción en rentabilidad. Si bien los ingresos sólo disminuyeron 3%, la uafida se desplomó 66%. En este periodo el margen uafida se redujo 530pb al pasar de 8.1% a 2.8%. Más aún, la rentabilidad del último trimestre conocido se redujo a sólo 0.1%. La empresa sólo ha señalado que la contracción en márgenes se debe a cambios en la composición de proyectos y a retrasos en la ejecución. En este sentido, el lento avance de las obras, debido a supuestos atrasos en los pagos y a otros problemas, ha provocado que los costos fijos mermen la rentabilidad. Cabe destacar que no existe visibilidad alguna sobre el momento en que este problema de rentabilidad se solucione, la empresa no ha proporcionado mayores detalles al respecto.

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Para 2016, en el negocio de construcción civil la empresa cuenta con obra contratada por un monto de MXN 35 mil millones y preveemos que los ingresos de este segmento se mantengan estables. Adicionalmente, estamos asumiendo que habrá una recuperación de 310pb en el margen de rentabilidad que provocaría un aumento de 130% en uafida, sobre lo cual insistimos se trata de un supuesto optimista. En el resto de los segmentos de negocios esperamos resultados positivos, como es el caso de aeropuertos, concesiones, así como asociadas y negocios conjuntos. En el consolidado, esperamos un aumento en ingresos de 1.6%, en uafida de 21.4% y una utilidad neta en terreno positivo.

Más allá de los resultados operativos, cabe advertir que el apalancamiento de ICA se encuentra en niveles que se consideran insostenibles, y al mismo tiempo enfrenta un grave problema de liquidez. Al cierre del 3T15 la razón deuda neta a uafida se elevó a

Expectativas financieras

ICH: 2016

Principales cifras

MANTENER		VI: 12M	\$ 66.00		
Precio (MXN) (serie D)			54.89		
Máx/min (18M)		75.87 /	54.89		
Rendimiento esperado			20.2%		
Valor de mercado (MXN M)			23,555		
Valor de la empresa (MXN M)			22,660		
Acciones en circulación (M)			429		
Flotante			26%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			33		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016	% var.
Ingreso Netos	30,931	30,129	-3%	33,773	12%
UAFIDA	2,481	3,617	48%	3,842	6%
Margen	8.0%	11.7%		11.4%	
Utilidad de operación	941	2,271	137%	2,524	13%
Margen	3.0%	7.4%		7.5%	
Impuesto a la utilidad	273	1,984	627%	785	-60%
Utilidad neta	653	292	-55%	1,667	471%
Activos totales	43,232	42,506	-2%	44,740	3%
Efectivo y equivalentes	7,749	8,019	3%	8,021	0%
Prop. fijas y equipo	16,136	16,015	-1%	16,082	4%
Pasivos totales	8,890	6,803	-23%	8,052	18%
Pasivo corto plazo	8,481	4,340	-31%	5,507	27%
Pasivo largo plazo	2,439	2,463	1%	2,546	3%
Pasivo con costo	4	5	24%	6	2%
Capital cont. mayoritario	28,266	29,239	3%	30,046	3%
Deuda neta	(7,745)	(8,013)	3%	(8,015)	0%
PIJ	36.1x	80.6x		14.1x	
VE/UFIDA	8.8x	6.3x		5.8x	
PV/L	0.8x	0.8x		0.8x	
ROE	1.0%	1.0%		5.0%	
ROA	1.0%	0.7%		3.8%	
Aplazamiento	0.0x	0.0x		0.0x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

Fuente: VectorAnálisis

La industria del acero se encuentra en una crisis provocada por una baja demanda global que ha provocado una sobreoferta de esta aleación en los mercados internacionales. Si bien la especialización de la empresa le ha permitido evitar en cierta medida la complicada situación del sector, existe la posibilidad de que ante un mayor deterioro el segmento de mercado de Ich también se vea afectado.

El acero ha sido uno de los productos más afectados por el reciente ciclo bajista en el precio de los commodities. Esto se ha debido a: un menor consumo en China que ha provocado una sobreoferta de esta aleación en los mercados internacionales, a la creciente producción de mineral de hierro que a pesar del bajo precio ha seguido aumentando y se espera continúe durante 2016, y a la disminución en el precio de los energéticos que ha reducido los costos de producción. Adicionalmente, también ha influido la expectativa del inicio de una normalización en la política monetaria de Estados Unidos y la consecuente apreciación del dólar.

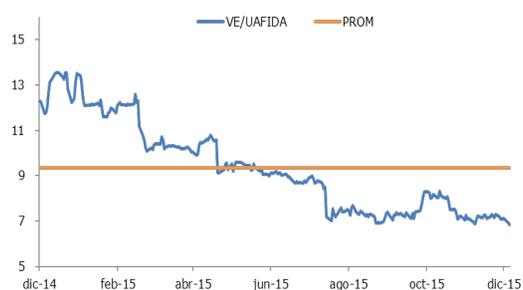
Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

En el caso del mercado mexicano se estima que en el 1S15 el consumo de acero creció 10%. Sin embargo, la mayor parte de este avance se habría registrado en el consumo de acero importado que ha venido desplazando a la producción nacional, en donde destaca un aumento de casi 50% en las importaciones de acero provenientes de China. Cabe señalar que el segmento del mercado más afectado por el crecimiento de las importaciones ha sido el de aceros planos, mientras que Ich se dedica primordialmente a la producción de aceros no planos y aceros especiales, de tal forma que su especialización le ha permitido evitar en cierta medida la complicada situación del sector.

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

El grupo Worldsteel estima que en 2016 la demanda de acero en México, Estados Unidos y Canadá crecerá 2.1%. Esperamos que este crecimiento se vea reflejado en las operaciones actuales de ICH con un avance en uafida de 2.6%. Adicionalmente, en octubre inició operaciones una nueva planta ubicada en Brasil la cual cuenta con una capacidad de producción de 500 mil toneladas anuales. Si bien la economía brasileña se encuentra en recesión, la capacidad de la nueva planta representa sólo el 2% del consumo de acero en Brasil y la empresa confía en poder ganar suficiente participación de mercado para poder operar en un nivel cercano al 60% de su capacidad. Considerando este nuevo proyecto esperamos que la uafida de Ich aumente 9.2% en 2016. Por otra parte, en 2017 iniciará operaciones otra planta ubicada en México con una capacidad de 600 mil toneladas, la cual estará orientada a la producción de aceros especiales con el objetivo de atender la creciente demanda de la industria automotriz.

En función de nuestros estimados hemos determinado un valor intrínseco a 12 meses de MXN 66 con una recomendación fundamental de Mantener. Nuestra valuación está basada en un modelo de flujos de efectivo descontados con una WACC de

Expectativas financieras

IENOVA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M	\$	96.00	
Precio (MXN) (serie T)				73.39	
Máx/mín (18M)				92.12 / 69.03	
Rendimiento esperado				32.6%	
Valor de mercado (MXN M)				83,540	
Valor de la empresa (MXN M)				94,896	
Acciones en circulación (M)				1,316	
Flotante				0%	
Importe prom. 60 días (MXN M)				85	
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2015	2016 e	%var.	2016 e	%var.
Ingresos Netos	12,124	10,958	-10%	12,081	10%
UAFIDA	4,142	4,481	8%	5,164	10%
Margen	34.2%	40.7%	8%	42.7%	10%
Utilidad de operación	3,248	3,400	5%	3,745	10%
Margen	26.8%	31.0%	0%	31.0%	-30%
Imposto a la utilidad	1,640	1,632	0%	1,149	-43%
Utilidad neta	2,018	2,219	10%	3,162	43%
Activos totales	49,807	63,035	27%	66,656	6%
Efectivo y equivalentes	1,075	1,021	-5%	364	-64%
Prop. Bienes y equipo	35,036	48,523	38%	60,435	8%
Pasivos totales	16,876	22,308	32%	23,461	5%
Pasivo corto plazo	9,628	9,103	-5%	9,649	6%
Pasivo largo plazo	11,248	13,205	17%	13,821	5%
Pasivo con costo	6,820	12,503	42%	12,841	3%
Capital cont. mayoritario	33,143	40,728	23%	43,195	6%
Deuda neta	7,145	11,482	61%	12,477	9%
P/L	41.4%	37.7%		26.4%	
VE/UA/FIDA	21.8x	21.3x		18.8x	
P/VL	2.5x	2.1x		1.9x	
ROE	6.3%	6.0%		7.6%	
RDA	4.3%	3.9%		4.9%	
Ahorcamiento	0.3x	0.3x		0.3x	

Los múltiplos se calculan con base al precio al 15 de Diciembre de 2015

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Sus resultados seguirán siendo favorecidos por el inicio de operaciones de sus proyectos. Adicionalmente, la empresa se encuentra en proceso de consumir la adquisición de GdC y continúan existiendo oportunidades de crecimiento en el sector de infraestructura energética. La falta de éxito en las licitaciones de 2015 y una posible oferta de acciones en 2016 mantienen bajo presión al precio de la acción.

El próximo año los resultados de lenova se verán beneficiados por el inicio de operaciones de tres proyectos. En este sentido, estimamos que la uafida podría ubicarse en los USD 309.2 millones con un crecimiento de 8.5%, mientras que la uafida ajustada (que incluye la participación en negocios no consolidados) se posicionaría sobre los USD 488.9 millones con un aumento de 21.3%. Los proyectos específicos que iniciarán operaciones son: el gasoducto Los Ramones Norte en el 1T16, la segunda fase del gasoducto de Sonora en el 3T16, y el tercer segmento del Ducto de Etano que iniciará operaciones en el 4T15.

La empresa se encuentra a la espera de recibir la autorización por parte de la Cofece para completar la adquisición del 50% de participación del negocio conjunto Gasoductos de Chihuahua (GdC). En caso de ser aprobada, lenova pagará a Pemex USD 1,325 millones y adicionalmente asumirá una deuda neta de USD 170 millones. Calculamos que lo adquirido se habría valuado con un múltiplo ve/uafida de cerca de 13.2x, y si bien consideramos que se trata de un precio justo, la adquisición es aditiva y existe la posibilidad de sinergias. Sin embargo, se debe destacar que la empresa planea realizar una oferta de acciones para financiar esta adquisición, lo que podría mantener presionado a la baja el precio de la acción.

Creemos que el mayor catalizador en el rendimiento de lenova serán los resultados en las licitaciones de gasoductos que se llevarán a cabo en los próximos meses, que en caso de ser favorables le daría credibilidad al plan de crecimiento de largo plazo de la empresa. Por el momento se encuentran en proceso cinco licitaciones con una inversión estimada de USD 5,675 millones, y adicionalmente existen otros seis proyectos de gasoductos por un monto de USD 4,146 millones que potencialmente podrían licitarse en 2016. Por otra parte, el próximo año podrían ver la luz las primeras oportunidades de inversión en proyectos de transmisión eléctrica, un segmento de negocio nuevo con una estructura similar al de los gasoductos en el que la empresa planea incursionar.

Hemos determinado para lenova un valor intrínseco a 12 meses de MXN 96 con una recomendación fundamental de Compra. La valuación de la empresa la hemos realizado mediante un modelo de flujos de efectivo descontados, asumiendo una WACC de 7.2%. Respecto a los proyectos potenciales futuros, en nuestro escenario base asumimos que la empresa invertirá anualmente un monto de USD 812 millones durante los próximos 10 años en proyectos que le darán una TIR de 9.0% en

Expectativas financieras

KIMBER: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M	\$45.00		
Precio (MXN) (serie A)			40.38		
Máx/mín (18M)		41.39 / 28.05			
Rendimiento esperado		11.4%			
Valor de mercado (MXN M)		124,999			
Valor de la empresa (MXN M)		134,616			
Acciones en circulación (M)		3,096			
Floating		3%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		166			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015.9	% var.	2016.9	% var.
Ingresos Netos	29,107	31,079	9%	33,071	6%
UAFIDA/EBITDA	7,495	8,283	10%	9,432	13%
Margen	25.7%	27.1%	15%	28.5%	10%
Utilidad de operación	5,870	6,895	17%	7,555	11%
Margen	20.2%	21.8%	24%	22.8%	11%
Impostos a la utilidad	1,530	1,800	24%	2,000	11%
Utilidad neta	3,544	4,200	19%	4,554	11%
Activos totales	29,932	35,432	18%	36,907	4%
Efectivo y equivalentes	5,050	8,423	67%	8,344	-1%
Prop. planta y equipo	15,980	15,513	-3%	16,513	6%
Pasivos totales	22,999	26,125	14%	25,930	-1%
Pasivo corto plazo	7,876	9,553	21%	9,409	-2%
Pasivo largo plazo	15,122	16,562	10%	16,521	0%
Pasivo con costo	14,537	16,375	13%	16,571	2%
Capital cont. mayoritario	6,934	9,305	34%	10,977	18%
Deuda neta	9,527	8,553	-10%	9,227	-4%
PAJ	35.3x	29.7x		26.8x	
VE/UAFIDA	18.0x	15.0x		14.1x	
PVL	18.0x	13.4x		11.4x	
ROE	60.3%	51.8%		46.0%	
ROA	11.1%	12.9%		12.9%	
Apalancamiento	2.1x	1.8x		1.5x	

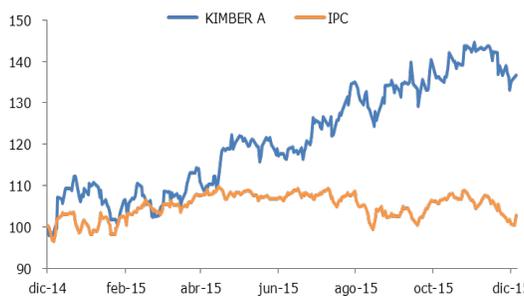
Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
* = Estimado

Fuente: VectorAnálisis

- Se prevé un 2016 sin grandes sorpresas y con un crecimiento mucho más atenuado que durante el 2015, año en el que el alza recuperada en precios derivó en crecimientos operativos sólidos.
- Es posible que a partir de los compromisos hechos de obtener mayores ahorros en gastos y nuevas economías en la producción se puedan conseguir resultados superiores en ritmo al de los ingresos; estos últimos podrían ser de poco más de un dígito medio, dependiendo del crecimiento de la mezcla precio-volumen.
- Esta acción seguirá entre las favoritas como refugio de valor, dada sus características de quasi-bono, debido al flujo constante de dividendos trimestrales.

Seguirá tratándose de uno de los grupos industriales favoritos dentro de la línea de productos al consumidor que mantiene el clásico estilo conservador de operar y hacer negocios, lo cual le seguirá posicionando entre las empresas consentidas de los portafolios, tanto por su flujo predecible en dividendos, y sobre todo por su consistente ausencia de sorpresas.

Precio vs IPC

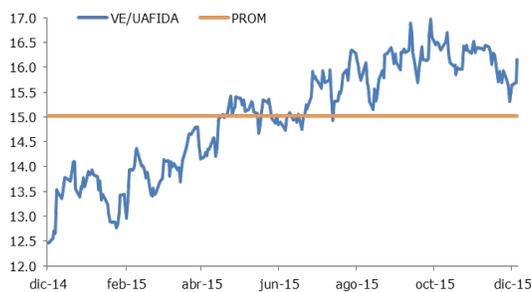


Fuente: VectorAnálisis

Teniendo un claro dominio de Mercado en sus marcas más representativas, Kimber transcurrió en este pasado 2014-2015 por un año de ajuste experimental en sus precios con el consecuente impacto negativo en sus resultados que le valió también una fuerte baja en su cotización, para mostrar después un marcado rebote durante todo el 2015, esto tras volver a elevar precios en este año, además de volver al camino del crecimiento en cuanto a volúmenes. Kimber se ha caracterizado por la introducción cada año de ciertas novedades y mejoras a sus productos existentes, así como en el desarrollo de nuevas líneas. Preveamos que este tipo de innovaciones seguirá impulsando durante el 2016 el avance en volumen, y sobre todo el mantenimiento de su actual cuota de mercado.

En este sentido, hacia este 2016 Kimber se perfila más como un año con crecimientos más "normalizados", es decir, que estarán más en función del aumento moderado tanto en volumen (3%) como en precios (2% a 3%), los que en cada caso serán a ritmos de crecimiento de poco más de un dígito medio como máximo.

VE/UAFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Kimber mantiene posibilidades también de adquisición adicional de marcas o líneas de negocio. Ya en ocasiones pasadas la empresa reiteró su voluntad de incursionar y complementar sus ingresos con otras vetas, tal y como lo ha hecho con Evenflo, su más reciente línea de jabones, y por supuesto con el crecimiento ya mucho más en serio de su División profesional (hospitales, principalmente). No nos sorprendamos de un posible futuro anuncio que diversifique más radicalmente el actual abanico de frentes en el que opera, pero siempre dentro de la línea de productos de consumo.

Ya más específicamente en cuanto a sus resultados, Kimber ha comprometido para el 2016 ahorros adicionales en sus costos y gastos, similares a los \$250m logrados en el 2T15 y \$300m del 3T15; Kimber ha dicho que espera conseguir ahorros anuales equivalentes hasta por el 5% de sus costos, si bien esta meta va a ir resultando cada vez más difícil de superar en los trimestres subsecuentes; en este sentido, factorizar tales economías previstas en los resultados previos para el 2016 resulta a nuestro

Expectativas financieras

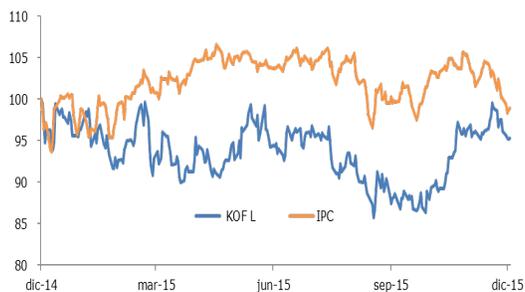
KOF: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 13M \$ 152.00			
Precio (MXN) (serie L)		124.89			
Mbx/min (18M)		151.08 / 113.51			
Rendimiento esperado		21.7%			
Valor de mercado (MXN M)		258,867			
Valor de la empresa (MXN M)		319,409			
Acciones en circulación (M)		2,073			
Flotante		1.5%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		1.00			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	147,299	147,200	0%	161,800	10%
UAFIDA/VE/UFIDA	28,407	30,212	6%	33,977	12%
Margen	19.3%	20.5%	6%	21.0%	13%
Utilidad de operación	21,246	21,218	1%	24,389	13%
Margen	14.4%	14.6%	1%	16.1%	21%
Ingreso, a la utilidad	3,861	4,754	23%	6,769	21%
Utilidad neta	10,542	10,041	-5%	12,074	20%
Activos totales	212,366	212,302	0%	226,038	7%
Efectivo y equivalentes	12,958	14,336	14%	15,903	7%
Prop. Bienes y equipo	50,527	50,225	-1%	58,432	16%
Pasivos totales	102,248	108,745	6%	113,327	4%
Pasivo corto plazo	28,403	32,197	13%	35,172	9%
Pasivo largo plazo	73,845	76,548	4%	78,155	2%
Pasivo con costo	66,927	74,135	12%	75,248	2%
Capital cont. mayoritario	105,717	99,840	-6%	109,247	9%
Deuda neta	55,909	59,300	12%	59,645	1%
PIV	24.0%	25.0%		21.4%	
VE/UFIDA	11.1%	10.7%		9.5%	
PVAL	2.4%	2.6%		2.4%	
ROCE	9.4%	9.8%		11.5%	
ROA	4.9%	4.7%		5.5%	
Aplanchamiento	10.6%	10.7%		10.7%	

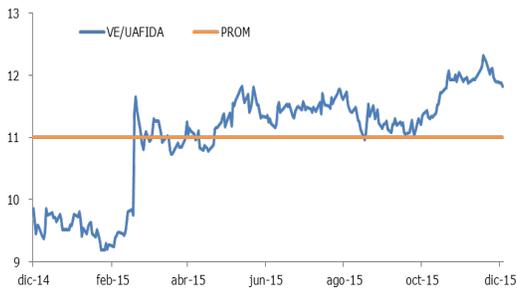
Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

▶ Ante un año caracterizado por efectos desfavorables, particularmente por la conversión de resultados en Venezuela, 2016 podría ser un año en que la empresa muestre una normalización en sus resultados, especialmente en Sudamérica. Prevemos sólidos resultados en México, debido al dinamismo en el consumo observado a lo largo de 2015 y su efecto "arrastre" al menos hacia la primera mitad del próximo año. Si bien las previsiones para Brasil en materia económica no son favorables, prevemos cierta estabilización en el volumen de ventas.

En cuanto al sector de consumo básico, en donde ubicamos las categorías de productos en donde participa la empresa, para el caso de México prevemos un comportamiento favorable al menos hasta la primera mitad del año, con base en niveles de empleo estables, un aumento moderado en el salario real debido a que para el 2016 esperamos un repunte en la inflación, por un incremento también moderado en las remesas denominadas en USD y cierto acotamiento en su conversión a MXN por una depreciación del tipo de cambio que prevemos más reducida a la observada en el 2015, y finalmente por el efecto negativo, especialmente para la segunda mitad del próximo año, resultado del aumento en las tasas de interés. Para las principales economías de Latinoamérica, en donde tiene exposición la empresa, prevemos una situación estable en sus niveles de consumo, aunque su evolución dependerá del rumbo de la economía, particularmente en Brasil, Venezuela y Argentina, en donde varios de estos países tienen una dependencia importante de la exportación de materias primas. Adicionalmente, está la volatilidad cambiaria en las monedas funcionales en cada territorio donde opera la empresa, las cuales también pueden influir de manera importante en los resultados financieros.

Debido a que los resultados en 2015 estuvieron afectados en gran medida por efectos de divisas, especialmente por la utilización del tipo de cambio SIMADI en Venezuela y por la fuerte depreciación del real brasileño, nuestras estimaciones para 2016, y asumiendo pronósticos del consenso en cuanto a los tipos de cambio de los territorios en Sudamérica, prevén un 2016 con aumentos normalizados, especialmente en los ingresos. En cuanto a los volúmenes de venta, consideramos que México (+1.3% 2016e) mantendrá la recuperación vista en 2015 después de la aplicación del IEPS a bebidas con alto contenido calórico en 2014; para Centroamérica prevemos un aumento de 3.0%; Colombia estaría creciendo 5.9%; Argentina moderaría su desempeño ante un 2015 muy sólido, pero aún vemos un incremento de 2.8%; en Brasil, aunque la perspectiva de la economía será aun débil para el próximo año, prevemos una caída moderada del volumen en 2016 (-1.9%) en comparación con la que estimamos para este año (-5.3%); finalmente, para Venezuela estimamos una caída cercana al 4%, debido al empeoramiento de las expectativas económicas para 2016. Respecto a los precios por caja unidad, nuestros estimados reflejan al menos la inflación esperada para cada territorio donde opera la empresa. En cuanto a la rentabilidad, el aumento que proyectamos en el margen uafida para 2016 respecto al año anterior es resultado principalmente de los incrementos de precios, actividades de optimización de ingresos para impulsar categorías o presentaciones con mayores

Expectativas financieras

LAB: 2016

Principales cifras

VENTA		VI: 12M \$ 13.00	
Precio (MXN) (serie B)			11.80
Máx/mín (18M)		36.64 / 10.78	
Rendimiento esperado			10.2%
Valor de mercado (MXN M)			12,375
Valor de la empresa (MXN M)			16,604
Acciones en circulación (M)			1,049
Flotante			65%
Importe prom. 60 días (MXN M)			35

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016e	% var.
Ingresos Netos	11,541	10,836	-6%	11,195	3%
UTIL/UA/FIDA	2,543	1,775	-30%	1,877	6%
Margen	22.0%	16.4%	-32%	16.8%	6%
Utilidad de operación	2,445	1,667	-32%	1,734	6%
Impagos a la utilidad	824	827	-32%	857	7%
Utilidad neta	1,445	827	-43%	1,033	25%
Activos totales	25,428	21,348	-16%	22,402	6%
Efectivo y equivalentes	1,182	1,735	47%	1,991	15%
Prop. social y equipo	458	448	-3%	521	17%
Pasivos totales	14,825	10,198	-32%	9,957	-2%
Pasivo corto plazo	7,596	3,669	-52%	3,716	1%
Pasivo largo plazo	7,329	6,529	-11%	6,241	-4%
Pasivo con costo	6,908	6,083	-12%	5,709	-5%
Capital cont. mayoritario	10,293	10,001	-6%	12,227	12%
Deuda neta	5,724	4,348	-24%	3,778	-13%
ROE	8.6%	15.0%	12.0x		
VE/UA/FIDA	7.2x	9.9x	8.8x		
PV/L	1.2x	1.1x	1.0x		
ROCE	15.1%	7.9%	8.9%		
ROA	7.2%	3.5%	4.7%		
Aplanchamiento	0.7x	0.6x	0.5x		

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

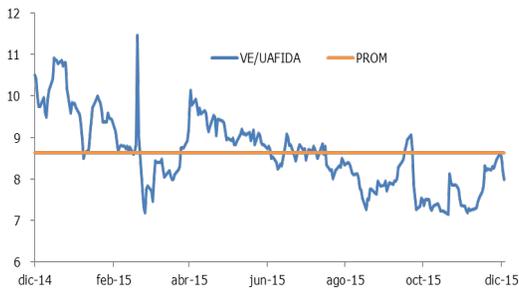
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► La empresa mantendrá su estrategia de reducción de inventarios en sus principales canales de distribución en México, situación que tendrá como resultado un año débil en resultados. El principal impulsor de crecimiento seguirá siendo la operación internacional, de forma similar al año que termina, sin embargo esperamos un crecimiento más moderado. El enfoque de la administración es privilegiar un flujo libre de efectivo positivo, por lo que no veremos adquisiciones al menos en los próximos doce meses.

De acuerdo a las categorías de productos en donde participa la empresa (~40% medicamentos de libre suscripción (OTC) y ~60% productos de cuidado personal) ubicamos a LAB en dos tipos de consumo: Básico, para productos OTC y discrecional para productos de cuidado personal. En cuanto al sector de consumo básico, para el caso de México prevemos un comportamiento favorable al menos hasta la primera mitad del año, con base en niveles de empleo estables, un aumento moderado en el salario real debido a que para el 2016 esperamos un repunte en la inflación, por un incremento también moderado en las remesas denominadas en USD y cierto acotamiento en su conversión a MXN por una depreciación del tipo de cambio que prevemos más reducida a la observada en el 2015, y finalmente por el efecto negativo, especialmente para la segunda mitad del próximo año, resultado del aumento en las tasas de interés. En cuanto al consumo discrecional, con base en la expectativa de un debilitamiento de la economía nacional y un eventual incremento de las tasas de interés, el panorama no es favorable. A nivel internacional, consideramos que la evolución positiva de la economía de EEUU será un factor que incida favorablemente en la demanda de productos de la empresa. En cuanto a sus principales mercados en Latinoamérica, su desempeño estará muy ligado a la evolución de sus economías, las cuales tienen una relación importante con la exportación de commodities.

El incremento en los ingresos será resultado principalmente de aumento moderado que prevemos en las ventas provenientes de la operación internacional (+5.0%), debido a un comparativo normalizado en EEUU (particularmente en las ventas a Walgreens), así como en sus principales mercados en Latinoamérica (Brasil, Argentina y Colombia). En el caso de Brasil, si bien las malas condiciones económicas persistirán en 2016 aunque en un menor grado, no vemos una afectación muy relevante debido a que la empresa tiene un número muy reducido de SKUs en este mercado. En el caso de México, estamos previendo prácticamente un nulo crecimiento (+0.2%) debido principalmente a la estrategia de la empresa para reducir sus inventarios en sus principales canales de distribución, con el objeto de reflejar un aumento en la venta del canal al cliente (sell out o desplazamiento). De acuerdo a estimaciones de la propia empresa, se espera que este proceso dure al menos hasta la primera mitad del próximo año, para reflejar a partir del segundo semestre una reducción drástica en sus inventarios el canal de ventas. En cuanto a la rentabilidad, después de la fuerte caída observada en 2015 debido a la contracción en los ingresos, prevemos para el próximo año un ligero aumento en la rentabilidad,

Expectativas financieras

LALA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M	\$46.00		
Precio (MXN) (serie B)			39.73		
Máx./mín (18M)		44.60 /	26.34		
Rendimiento esperado			15.39%		
Valor de mercado (MXN M)			98,309		
Valor de la empresa (MXN M)			88,571		
Acciones en circulación (M)			2,474		
Flotante			1.9%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			31		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 a	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	44,993	48,051	7%	50,454	5%
UTILIDAD NETA	5,471	6,734	23%	7,258	8%
Margen	12.2%	14.0%	25%	14.4%	6%
Utilidad de operación	4,470	5,672	27%	6,345	6%
Margen	9.9%	11.6%	17%	12.0%	10%
Ingreso a la utilidad	1,436	1,819	27%	2,208	10%
Utilidad neta	3,032	3,854	26%	4,311	11%
Activos totales	30,070	36,225	17%	41,918	19%
Efectivo y equivalentes	7,190	9,759	36%	13,939	42%
Prop. bienes y equipo	12,381	14,238	15%	15,567	9%
Pasivos totales	6,709	9,337	38%	9,761	5%
Pasivo corto plazo	4,041	7,200	78%	7,552	5%
Pasivo largo plazo	2,127	2,137	0%	2,209	3%
Pasivo con costo	81		-100%		N.C.
Capital cont. mayoritario	23,025	25,604	11%	31,804	24%
Deuda neta	(7,116)	(9,759)	37%	(13,939)	42%
EPS	21.9x	26.3x		29.2x	
VE/UFIDA	16.7x	13.2x		11.7x	
PV/L	4.3x	3.9x		3.1x	
ROE	13.2%	18.0%		16.0%	
ROA	10.2%	11.9%		11.2%	
Aplazamiento	0.9x	n.a.		n.a.	

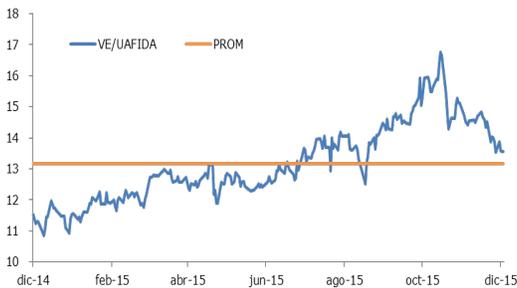
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► La empresa aprovechará su sólida participación de mercado en sus diferentes categorías para consolidar su crecimiento orgánico, así como también buscará seguir capitalizando las eficiencias operativas debido a sus inversiones en manufactura y logística para mantener su rentabilidad. Altos niveles de ROIC (~20%). Posición financiera muy holgada y con exceso de efectivo, situación que el mercado podría penalizar en caso de no concretar alguna adquisición relevante. Historia defensiva, patrimonial y con dividendos recurrentes.

En cuanto al sector de consumo básico, en donde ubicamos las categorías de productos en donde participa la empresa, para el caso de México prevemos un comportamiento favorable al menos hasta la primera mitad del año, con base en niveles de empleo estables, un aumento moderado en el salario real debido a que para el 2016 esperamos un repunte en la inflación, por un incremento también moderado en las remesas denominadas en USD y cierto acotamiento en su conversión a MXN por una depreciación del tipo de cambio que prevemos más reducida a la observada en el 2015, y finalmente por el efecto negativo, especialmente para la segunda mitad del próximo año, resultado del aumento en las tasas de interés.

El aumento en ingresos que prevemos proviene de un estimado de crecimiento en volumen (+1%, alrededor de 0.7x nuestra proyección para el PIB), un aumento de precios alineado con la inflación esperada (~3%) y un efecto positivo por mezcla de productos con mayor contenido funcional (+1%). A este respecto, la composición de ventas por categoría para el próximo año es de 64.7% de leches, derivados lácteos representará un 30.3% de las ventas totales, y el resto provendrá de bebidas y otros productos. Adicionalmente, la empresa ha invertido de forma importante en tecnologías de información con el objeto de robustecer su inteligencia de mercado, particularmente en el canal tradicional (ej. Abarrotes) para obtener datos del punto de venta para soportar estrategias comerciales que permitan profundizar su penetración de productos con el cliente actual, y explorar la incorporación de nuevos clientes que justifiquen la creación de nuevas rutas de reparto. Por otra parte, la empresa mantiene un programa piloto limitado a ciertos puntos de venta en la zona metropolitana de la Ciudad de México con el objeto de introducir una marca de embudidos propia, categoría en la que han mostrado interés en participar activamente en el futuro. En cuanto a la rentabilidad, esperamos un 2016 con expansión en márgenes, aunque de manera moderada en comparación a la que estimamos se presente en 2015 (+185 p.b.). Los impulsores seguirán siendo las eficiencias en cuanto a las actividades de reconversión de manufactura y de logística, tanto en la distribución primaria como secundaria, debido a la utilización de flota propia en lugar de con terceros lo cual implica ahorros importantes. Asimismo, esperamos que la empresa reinicie con un programa de coberturas cambiarias para tratar de neutralizar el efecto desfavorable de la depreciación del tipo de cambio MXN/USD en sus materias primas dolarizadas (~20% del costo de ventas). Respecto a la posición financiera, prevemos que se mantendrá muy sólida, con generación creciente de

Expectativas financieras

LIVEPOL: 2016

Principales cifras

VENTA		VL: 12M \$ 193.00			
Precio (MXN) (serie C-1)			213.01		
Max/min (18M)		247.63 / 139.14			
Rendimiento esperado		-5.4%			
Valor de mercado (MXN M)		285,901			
Valor de la empresa (MXN M)		295,304			
Acciones en circulación (M)		1,342			
P/E ratio		0%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		104			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015e	% var.	2016e	% var.
Ingresos Netos	81,027	92,129	14%	105,529	15%
UAFID/EBITDA	13,024	14,789	14%	16,512	12%
Margen	15.7%	15.9%		15.6%	
Utilidad de operación	11,113	12,533	13%	14,012	12%
Margen	13.7%	13.6%		13.3%	
Impostos a la utilidad	2,797	6,091	118%	6,949	14%
Utilidad neta	7,763	6,355	-18%	7,133	12%
Activos totales	103,438	113,496	10%	124,037	9%
Efectivo y equivalentes	5,891	5,114	-13%	5,978	17%
Prog. planta y equipo	48,031	48,310	0%	59,039	23%
Pasivos totales	40,772	41,021	1%	45,880	12%
Pasivo corto plazo	23,521	22,432	-5%	25,029	10%
Pasivo largo plazo	17,251	18,589	8%	19,859	7%
Pasivo con costo	13,344	14,041	5%	15,158	8%
Capital cont. mayoritario	62,663	72,469	16%	78,151	8%
Deuda neta	7,452	8,927	20%	9,180	3%
PAJ	36.8x	44.9x		40.1x	
VE/UAFIDA	22.2x	19.9x		17.9x	
PVL	4.6x	3.9x		3.7x	
ROE	13.2%	9.4%		9.5%	
RCA	8.0%	5.9%		6.0%	
Apalancamiento	0.2x	0.2x		0.2x	

Los números se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ Mantendrá sano y aún más sólido su ritmo de expansión durante este 2016, creciendo y desarrollando hacia el interior de la república nuevos centros comerciales, en los que actúa como tienda ancla, además del llenado de sus superficies con nuevas tiendas y franquicias que recientemente ha ido incorporando a su abanico.
- ▶ Como el resto del sector comercial, el alto desempeño del 2016 se erige como un reto para el avance en los ingresos de sus unidades comparables; no obstante, prevemos posibles crecimientos en ingresos de doble dígito alto, si bien su rentabilidad podría quedar algo mermada por los gastos de preapertura que se

Continuará su avance con la apertura de tiendas y construcción de nuevos centros comerciales en la periferia del DF y Zona Metropolitana; en especial en las regiones del interior de la república con una población con creciente potencial de compra. Además, Liverpool enriquecerá su expansión con nuevas ubicaciones, nuevas franquicias y nuevas boutiques. Para este 2016 el plan preliminar de aperturas es de 3 tiendas Liverpool, y cerca de 8 a 10 Fábricas de Francia, un número relativamente ambicioso para un mayor número de tiendas que requerirá esta vez cerca de \$7mm de inversiones de capital (Capex), comparado con un estimado de \$5.5mm de inversiones con el que debería terminar el 2015.

Complementariamente, Liverpool pretende la apertura de al menos 30 boutiques para este 2016, esto es, tiendas de aproximadamente 300m2 y relativamente menores a los tamaños actuales del piso de las tiendas de Liverpool; las marcas recientes asociadas a estas boutiques, además de las ya conocidas Aeropostal, Sfera (El Corte Inglés), etc, serán tiendas independientes (stand alone) ubicadas en centros comerciales, destacando por su incorporación más reciente Pottery Barn, Williams Sonoma y West Elm.

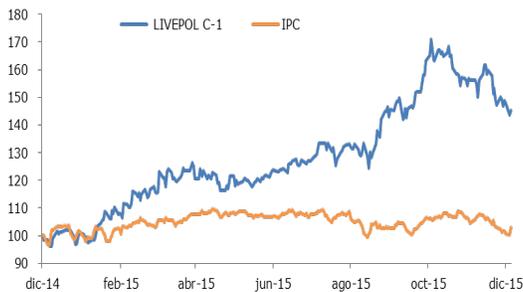
Se antepone un reto en su crecimiento en VMT (ventas mismas tiendas) para 2016 dada la alta base del 2015, sin embargo la empresa espera mantener al menos para el cierre de este año los niveles de dígito alto que ha caracterizado a la mayor parte de su desempeño en este 2015.

Igualmente, también veremos el avance de su división inmobiliaria, vía la división rentas. El enfoque adoptado en los últimos años es hacia el desarrollo de nuevos centros comerciales en los que Liverpool actúa como ancla a través de su propia marca y ahora con sus nuevas marcas logradas vía nuevas franquicias.

Por su parte, también prevemos un buen crecimiento de cerca de 8% a 12% en este 2016 en su emisión de tarjetas propias, veta de negocios que se traduce en la obtención de mayores ingresos por la vía de intereses cobrados y nuevas comisiones.

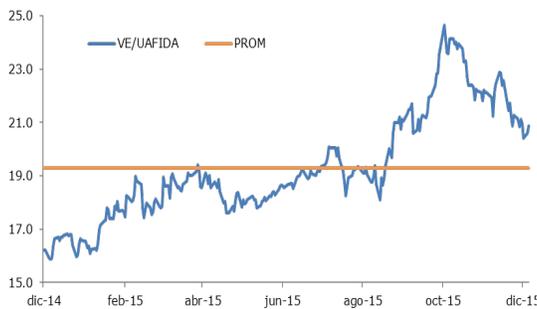
Colateralmente, es alta la posibilidad de una adquisición importante en nuestro país, especialmente si Walmart decidiera desprenderse de las tiendas Suburbia. Igualmente se ha hablado de otras posibles adquisiciones en Sudamérica, especialmente con la cadena chilena Ripley. Cualquiera que sea la decisión en este

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE / UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

Expectativas financieras

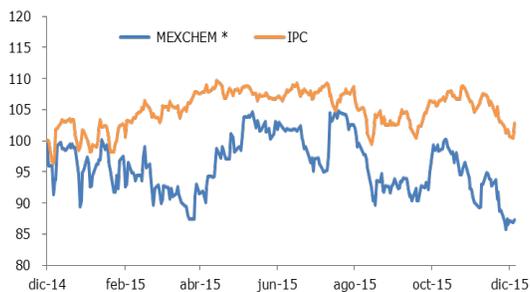
MEXCHEM: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M	\$ 49.3		
Precio (MXN) (serie ~)			40.05		
Máx/mín (18M)		58.14 /	28.83		
Rendimiento esperado			23.1%		
Valor de mercado (MXN M)			84,126		
Valor de la empresa (MXN M)			126,841		
Acciones en circulación (M)			2,100		
Flotante			32%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			98		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016	% var.
Ingresos Netos	82,260	93,237	13%	100,533	8%
UAFID/UEFIDA	12,057	13,009	15%	16,191	16%
Margen	14.7%	14.0%		16.1%	26%
Utilidad de operación	6,940	7,335	29%	9,786	26%
Margen	7.2%	8.2%		9.7%	
Impulso a la utilidad	625	1,493	139%	1,838	23%
Utilidad neta	1,835	2,576	40%	3,240	26%
Activos totales	128,279	143,307	11%	155,708	9%
Efectivo y equivalentes	9,129	7,950	-14%	2,298	-71%
Prop. planta y equipo	64,900	66,175	2%	81,073	23%
Pasivos totales	77,109	81,722	6%	83,925	3%
Pasivo corto plazo	26,788	27,212	2%	28,504	3%
Pasivo largo plazo	50,394	54,510	8%	55,422	2%
Pasivo con costo	35,779	38,887	8%	39,033	1%
Capital cont. mayoritario	44,883	49,770	11%	58,021	17%
Deuda neta	26,950	30,810	16%	36,745	19%
EV	45.8x	32.7x		25.0x	
VE/UFIDA	9.7x	9.1x		8.3x	
PVL	1.9x	1.7x		1.4x	
ROE	3.7%	5.4%		6.0%	
ROA	1.0%	1.9%		2.2%	
Apalancamiento	0.8x	0.8x		0.7x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Mexchem continuará enfrentándose a un entorno complicado por una mayor fortaleza del dólar, debilidad en las economías emergentes, y la volatilidad en el precio del petróleo, lo que podría afectar negativamente sus ingresos y márgenes. Sin embargo, consideramos que existen otros factores que permiten prever una mejora en sus resultados.

Para 2016 identificamos tres factores que prevemos favorecerán a Mexchem. El primero de ellos es un plan de expansión en Vestolit y Duraline, empresas adquiridas a finales de 2014 y que fueron integradas en 2015. Por lo que se refiere a Dura-Line, una nueva fábrica fue abierta en la India y otra reinició operaciones en Estados Unidos. Adicionalmente, se están realizando las adecuaciones necesarias para que las operaciones de Colombia y Brasil empiecen a elaborar productos de Dura-Line; y se están construyendo dos plantas nuevas, una en la India y otra en Estados Unidos. Respecto a Vestolit, se encuentra en marcha un plan de expansión de 10% o 40 mil toneladas en la capacidad de producción de PVC de especialidad, sin embargo esta expansión quedará concluida hasta 2017.

El segundo factor es la estabilización en los resultados de PMV. Este negocio conjunto con Pemex había venido mostrando resultados erráticos, pero las cifras más recientes anticipan una mejoría en 2016. Por otro lado, la capacidad de producción de PMV se espera haya aumentado a 300 mil toneladas de VCM al término de 2015, y para 2016 se anticipa se eleve a 360 mil. El tercer factor se encuentra en el grupo de negocio de Flúor. Si bien en 2015 la demanda de fluorita grado metalúrgico se vio disminuida por la crisis en la industria del acero, para compensar esto la empresa se encuentra impulsando su producto en la industria del cemento, que se considera cuenta con una base de clientes más amplia y con el potencial de generar márgenes y volúmenes similares al negocio metalúrgico.

Esperamos que la uafida de Mexchem alcance los USD 960 millones en 2016 frente a un estimado de USD 867 millones para 2015, lo que significaría un crecimiento de 10%. No obstante, el 40% de la expansión estimada sería producto de partidas no recurrentes y costos de reestructura que impactaron al año que termina. En este sentido, sobre una base normalizada la expansión esperada en 2016 es de un modesto 5.6%. Será sólo hasta 2017 que esperamos ver mejores resultados, cuando iniciará producción el cracker de etileno actualmente en desarrollo en alianza con Oxychem, el cual contará con una capacidad de 550 mil toneladas anuales.

Hemos determinado para Mexchem un valor intrínseco a 12 meses de MXN 49.3 con una recomendación fundamental de Compra. Nuestra valuación está basada en un modelo de flujos de efectivo descontados con una WACC de 9.4% y un crecimiento residual de 1.0%, esto en combinación con una valuación por medio del múltiplo ve/uafida en un nivel de 9.5x. Mexchem está avanzando en su estrategia de largo

Expectativas financieras

OHLMEX: 2016

Principales cifras

MANTENER		VE: 12M	\$ 28.50		
Precio (MXN) (serie *)		19.46			
Máx/min (18M)		42.17 / 18.46			
Rendimiento esperado		46.5%			
Valor de mercado (MXN M)		33,708			
Votaciones en circulación (M)		67,138			
Acciones en circulación (M)		1,732			
Flotante		27%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		61			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	16,911	14,009	-12%	16,881	13%
UAFIDA/VE/IFA	14,019	13,086	-7%	15,007	19%
Margen	82.9%	87.8%	5%	91.0%	17%
Utilidad de operación	13,259	12,250	-8%	14,361	17%
Margen a la utilidad	78.4%	82.2%	5%	85.1%	53%
Impuesto a la utilidad	2,852	2,228	-22%	3,418	8%
Utilidad neta	7,189	6,838	-5%	7,380	8%
Activos totales	104,826	115,707	11%	123,125	8%
Efectivo y equivalentes	3,032	4,168	37%	3,864	-7%
Prop. dñts y equipo	36	30	-17%	33	10%
Pasivos totales	49,708	49,771	0%	50,208	1%
Pasivos corto plazo	9,808	9,875	0%	9,825	-1%
Pasivo largo plazo	40,100	46,077	15%	46,580	1%
Pasivo con costo	35,359	33,374	-6%	33,374	0%
Capital cont. mayoritario	54,782	58,463	7%	64,637	11%
Deuda neta	32,327	28,216	-13%	28,521	1%
PIJ	4.7%	4.9%		4.6%	
VE/UFIDA	4.7%	5.3%		4.5%	
PVL	0.5%	0.5%		0.5%	
ROE	13.9%	12.1%		12.0%	
ROA	7.3%	6.2%		6.2%	
Aplanchamiento	0.6%	0.6%		0.5%	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

Fuente: VectorAnálisis

La incertidumbre sobre las implicaciones legales que podría o no haber en respuesta al escándalo de corrupción seguirá siendo el principal determinante del comportamiento de la acción. Han pasado cerca de ocho meses desde la primera filtración que inició el escándalo, y las autoridades todavía no han dado a conocer los resultados de las investigaciones que determinarán la situación de la empresa.

Si bien en 2016 se esperan nuevas oportunidades de inversión en el sector, esto ante el anuncio de la SCT del próximo lanzamiento de cuatro nuevas licitaciones de autopistas, creemos que debido al escándalo de corrupción la probabilidad de que gane alguno de estos procesos de licitación es reducida o nula.

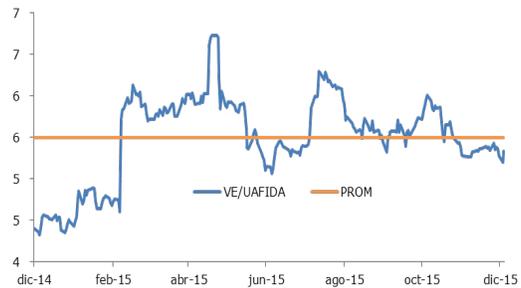
Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

En nuestra opinión, el tema del próximo año para OHL continuará siendo la evolución de las investigaciones que realizan las autoridades estatales y federales, así como la resolución de los procedimientos que inició la CNBV. Adicionalmente, no se puede descartar que continúe filtrándose nueva información que genere mayor incertidumbre sobre la empresa. Por lo que se refiere a las investigaciones en curso, el gobierno del Estado de México y el gobierno federal se encuentran evaluando los procesos de licitación en los que la empresa obtuvo sus concesiones. De encontrarse una irregularidad, las sanciones a las que estaría sujeta la empresa son inciertas, si bien se debe considerar que en el peor escenario el gobierno podría retirar las concesiones afectadas.

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Por otra parte, la CNBV recientemente realizó señalamientos a la empresa por supuestos incumplimientos relacionados con: i) una inadecuada aplicación de los principios de contabilidad reconocidos por la autoridad, al considerar la rentabilidad garantizada como un activo financiero, ii) una indebida información al mercado acerca de las diferencias entre los niveles de tráfico actuales en sus concesiones y las proyecciones de los mismos, y iii) un aducido incumplimiento en el procedimiento de autorización de operaciones con partes relacionadas. Al respecto, consideramos que persiste el riesgo de la imposición de una multa y de que la empresa sea obligada a modificar su información financiera, por lo que podría dejar de reconocer ingresos por rentabilidad garantizada (otros ingresos de operación).

Por lo que se refiere a sus resultados, estimamos para 2016 un aumento de 13.2% en ingresos. De forma desagregada, calculamos un incremento de 18.4% en los ingresos de concesiones, en otros ingresos de operación (los cuales no representan flujo de efectivo) anticipamos un alza de 13.0%, mientras que en el segmento construcción prevemos un retroceso. En términos de uafida esperamos un alza de 18.5%, misma que sería producto de un incremento de 25.0% en la uafida proveniente de concesiones. En general, prevemos que los resultados de la empresa continúen siendo favorecidos por alzas en tarifas en términos reales y por un rápido crecimiento en aforo vehicular. No obstante, cabe señalar que el resultado esperado implicaría

Expectativas financieras

OMA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M \$103.00			
Precio (MXN) (serie B)			79.54		
Máx/mín (18M)		91.54 / 52			
Rendimiento esperado			29.39%		
Valor de mercado (MXN M)			26,609		
Valor de la empresa (MXN M)			29,031		
Acciones en circulación (M)			333		
Flotante			41%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			302		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014 e	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	3,730	4,071	25%	5,263	13%
UTILIDAD/UTILIDA	1,710	2,330	37%	2,656	12%
Margen	45.9%	50.1%	25%	49.9%	6%
Utilidad de operación	1,469	1,630	25%	1,956	6%
Margen	39.4%	39.4%	0%	37.9%	-4%
Impatos a la utilidad	252	454	95%	470	4%
Utilidad neta	1,025	1,067	6%	1,194	10%
Activos totales	12,418	12,308	-1%	13,006	8%
Efectivo y equivalentes	2,808	2,654	-6%	2,567	-3%
Prop. planta y equipo	2,584	2,411	-6%	2,684	10%
Pasivos totales	6,301	7,249	15%	8,024	11%
Pasivo corto plazo	813	1,146	41%	1,322	15%
Pasivo largo plazo	5,488	6,103	11%	6,702	10%
Pasivo con costo	4,742	5,142	8%	5,708	11%
Capital cont. mayoritario	6,005	5,586	-8%	5,606	4%
Deuda neta	1,934	2,488	29%	3,141	26%
PIJ	26.0x	24.5x		22.3x	
VE/UA/FIDA	10.7x	12.5x		11.4x	
PVL	4.4x	4.9x		4.5x	
ROE	17.0%	18.7%		21.0%	
ROA	8.5%	8.6%		8.9%	
Apalancamiento	0.8x	0.9x		1.0x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

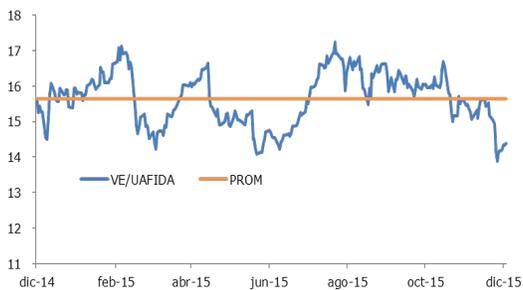
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UA/FIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Crecimiento del tráfico de pasajeros de 7.6%, equivalente a un multiplicador de 4.1x el crecimiento esperado del PIB, impulsado por el aumento en la capacidad de las principales aerolíneas que utilizan la red de aeropuertos del grupo. Fuerte posicionamiento del Aeropuerto de Monterrey como hub para destinos al norte de México y sur de EEUU. Consolidación de proyectos para la diversificación de ingresos, tal como el hotel Hilton Garden Inn y el Aero Parque Industrial, ambos en el Aeropuerto de Monterrey.

El sector mantendrá un desempeño favorable, en donde con base en nuestros estimados para los grupos aeroportuarios listados en bolsa, prevemos un aumento en el tráfico de pasajeros consolidado de 7.3% para 2016 respecto a nuestra estimación de cierre para 2015. Lo anterior implicaría un múltiplo de 4.0x nuestra estimación de crecimiento para el PIB el próximo año. Cabe señalar que el promedio en los últimos tres años de este multiplicador ha sido de 5.3x; sin embargo, prevemos un aumento más moderado para el próximo año debido a que las aerolíneas tendrán una base comparativa alta en cuanto al aumento de capacidad planeada para 2016. Los precios bajos en los combustibles y su efecto directo en una mayor rentabilidad para las aerolíneas, incentivará por parte de éstas últimas la apertura de nuevos destinos y un aumento de frecuencias en rutas de alta densidad. Asimismo, el dinamismo que prevemos para la economía de los EEUU podría ser un catalizador para el aumento de viajeros procedentes de este país hacia México; adicionalmente, la debilidad del MXN frente al USD mantendría el atractivo hacia destinos nacionales, especialmente los de perfil turístico. Finalmente, la implementación del Tratado Bilateral de Transporte Aéreo entre México y EEUU, el cual podría iniciar a comienzos del próximo año, podría aumentar potencialmente el número de aerolíneas en destinos de alta densidad entre ambos países.

Separando el efecto de los ingresos por construcción de servicios y que corresponden a las inversiones comprometidas con la autoridad, los cuales no tienen repercusión alguna en el flujo de efectivo, éstas ascienden a MXN 638 mill. y MXN 762 mill. en 2015 y 2016 respectivamente (+19.4% A/A), la suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos crecerá 11.6%, impulsados principalmente por el aumento del tráfico de pasajeros (+7.6%) y en los ingresos comerciales (+15.1%) y, en menor medida, por la depreciación del MXN frente al USD en las Tarifas de Uso de Aeropuerto (TUA) internacional. Monterrey seguirá siendo un centro de desarrollo industrial de talla mundial, y atraerá inversión extranjera directa, especialmente en manufactura de exportación (autopartes), energía y servicios. Asimismo, esperamos que los proyectos de diversificación de ingresos que inició la empresa durante 2015, tal como el Hotel Hilton Garden Inn y el Aero Parque Industrial ambos en el Aeropuerto de Monterrey, alcancen cierto grado de estabilización en el transcurso del año que viene. En cuanto a la rentabilidad, sin considerar los ingresos por construcción de servicios, los cuales están incluidos en los ingresos totales, el margen uafida se ubicaría en 2016 en niveles de 58.3%, aproximadamente un 30 p.b. más que nuestro estimado para 2015, debido principalmente al apalancamiento operativo por el aumento en los ingresos,

Expectativas financieras

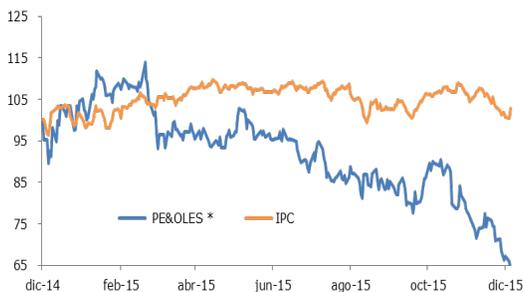
PENOLE: 2016

Principales cifras

MANTENER	VE: 12M	\$233.00			
Precio (MXN) (sem "		183.39			
Máx/min (18M)	372.96 / 178.02				
Rendimiento esperado		27.1%			
Valor de mercado (MXN M)		72,893			
Valor de la empresa (MXN M)		93,283			
Acciones en circulación (M)		39.7			
Flotante		3%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		34			
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingreso Neto	61,556	64,040	4%	65,889	3%
UAFIDA/EBITDA	15,084	14,690	-3%	14,697	-1%
Margen	24.6%	22.9%	-1%	22.2%	-2%
Utilidad de operación	6,489	5,859	-10%	5,740	-1%
Margen	10.6%	9.1%	-15%	8.7%	-4%
Ingreso a la utilidad	3,057	1,672	-45%	1,533	-8%
Utilidad neta	1,199	3,451	189%	3,605	4%
Activos totales	98,453	116,108	18%	141,392	22%
Efectivo y equivalentes	16,597	15,166	-9%	15,309	1%
Prop. plants y equipo	53,789	68,997	28%	80,040	31%
Pasivos totales	42,510	48,724	15%	50,323	3%
Pasivo corto plazo	19,371	11,880	-39%	12,471	5%
Pasivo largo plazo	33,139	36,844	11%	37,852	3%
Pasivo con costo	23,312	23,808	2%	24,354	2%
Capital cont. mayoritario	46,421	55,904	20%	75,553	35%
Deuda neta	6,716	8,542	26%	9,044	6%
EV	60.8x	21.1x		20.2x	
VE/UFIDA	5.9x	6.3x		6.7x	
PV/L	1.5x	1.3x		1.0x	
ROE	2.1%	6.9%		6.5%	
ROA	1.3%	3.2%		2.8%	
Aplanchamiento	0.5x	0.4x		0.3x	

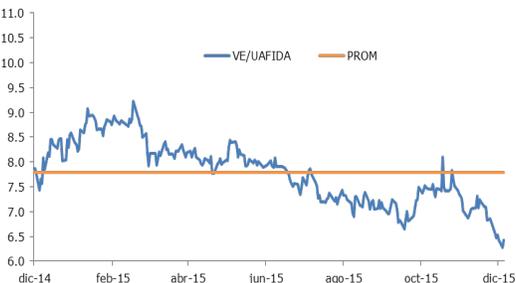
Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

► No esperamos una recuperación en el precio de los metales preciosos, y persiste el riesgo de una nueva disminución. El rendimiento que estimamos en la acción provendría de una mejora en los términos de valuación de la empresa, lo que tal vez no suceda hasta que la perspectiva para el precio de los metales preciosos sea más positiva.

En 2016 no esperamos una recuperación en el precio de los metales preciosos. En nuestras estimaciones de Peñoles estamos asumiendo que el próximo año el precio del oro se ubicará en promedio en 1,076/onza, mientras que la plata en USD 14.2/onza. En términos generales, el mercado de los metales preciosos se ha visto afectado por la expectativa del inicio de un ciclo de alzas en las tasas de interés de Estados Unidos, la consecuente apreciación del dólar y una baja inflación global, lo que le ha restado atractivo a este tipo de activo. Adicionalmente, se ha venido observando una menor demanda proveniente de China e India.

El precio del oro y la plata han reaccionado poco ante recientes episodios de alta volatilidad, lo que parece indicar que los inversionistas han perdido interés en usar a los metales preciosos como un activo refugio ante la incertidumbre en los mercados. Cabe señalar que persiste el riesgo de una nueva disminución en el precio de los metales en el corto plazo, si bien hay quien considera que niveles más reducidos no son sostenibles en el largo plazo para el caso del oro. En este sentido, la empresa de consultoría Wood Mackenzie estima que el 10% de la producción global de oro no es económicamente viable con precios menores a USD 1,100/onza y este porcentaje se eleva a 40% respecto a los proyectos mineros en desarrollo.

Por lo que se refiere a Peñoles, esperamos que sus resultados se vean beneficiados por el inicio de operaciones de la primera fase del proyecto minero San Julián a partir del 1S16, y por una mejora esperada en la producción de la mina Fresnillo. De esta forma, prevemos incrementos en la producción de 4% en oro y 16% en plata, lo que ayudaría a compensar los precios de los metales que asumimos se podrían encontrar 7% y 9% por debajo de su nivel promedio en 2015. Con estas cifras, anticipamos un incremento de apenas 2.9% en ingresos. Sin embargo, estimamos una contracción de 0.64% en la uafida debido a una menor rentabilidad ocasionada por los menores precios de venta.

Hemos determinado un valor intrínseco a 12 meses de MXN 233 con una recomendación fundamental de Mantener. El rendimiento esperado provendría de una mejora en los términos de valuación de la empresa, lo que creemos tal vez no suceda hasta que la perspectiva para el precio de los metales preciosos sea más positiva. Nuestra valuación está basada en un modelo de flujos de efectivo descontados con una WACC de 8.7%, esto en combinación con una valuación por medio del múltiplo ve/uafida en un nivel de 7.8x. Los principales riesgos que afectan a

Expectativas financieras

PINFRA: 2016

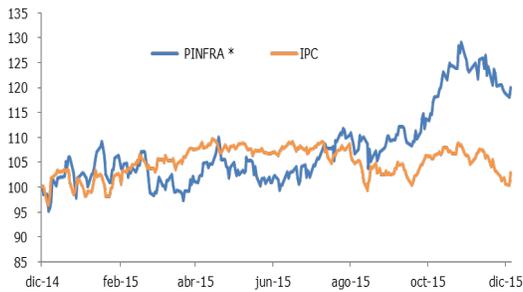
Principales cifras

COMPRA		VE: 12M	\$ 227.00		
Precio (MXN) (serie "I")			203.62		
Máx./mín (18M)		215.79 /	159.18		
Rendimiento esperado			11.5%		
Valor de mercado (MXN M)			86,985		
Valor de la empresa (MXN M)			83,680		
Acciones en circulación (M)			427		
Flotante			0%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			137		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016	% var.
Ingresos Netos	9,856	9,977	46%	9,661	-3%
Utilidad EBITDA	4,095	5,177	26%	5,527	7%
Margen	50.7%	51.0%	28%	57.2%	7%
Utilidad de operación	3,809	4,804	28%	5,230	7%
Margen	55.5%	48.0%	74%	54.2%	-4%
Impuestos a la utilidad	385	572	74%	642	-4%
Utilidad neta	2,217	4,260	92%	4,877	14%
Activos totales	27,010	32,271	19%	36,731	14%
Efectivo y equivalentes	9,395	10,006	7%	10,010	0%
Prop. editores y equipo	675	794	16%	855	8%
Pasivos totales	8,200	9,212	12%	9,107	-1%
Pasivo corto plazo	1,411	3,335	135%	3,282	-2%
Pasivo largo plazo	6,789	5,877	-14%	5,825	-1%
Pasivo con costo	7,142	6,555	-8%	6,485	-1%
Capital cont. mayoritario	18,799	23,054	23%	27,618	20%
Deuda neta	(2,243)	(3,471)	55%	(4,425)	27%
PIJ	39.2x	20.4x		17.8x	
VE/UFIDA	20.7x	16.1x		14.9x	
PV/L	4.6x	3.9x		3.1x	
ROE	16.9%	20.4%		19.2%	
ROA	9.7%	14.4%		14.1%	
Aplazamiento	0.4x	0.3x		0.2x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

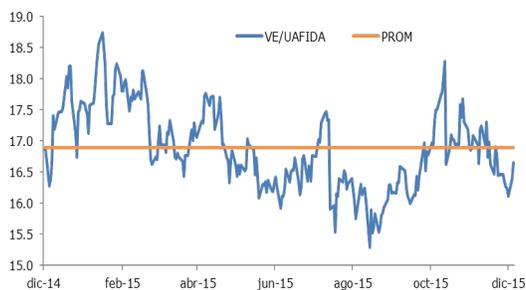
Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



Fuente: VectorAnálisis

Los ingresos del segmento concesiones se verán beneficiados por el reciente inicio de operaciones de dos proyectos. Por otra parte, se espera que el próximo año la SCT licite al menos cuatro nuevas autopistas. Pinfra cuenta con la posición financiera más sólida del sector, y consideramos que tiene amplias posibilidades de ganar una nueva concesión.

Creemos que el próximo año Pinfra podría encontrar nuevas oportunidades de crecimiento. En este sentido, la SCT ha anunciado que podría lanzar próximamente cuatro nuevos procesos de licitación de autopistas, a lo que se sumaría el relanzamiento de la recientemente fallida licitación del Viaducto La Raza-Indios Verdes-Santa Clara. Adicionalmente, ante las dificultades financieras por las que atraviesa Ica, a lo largo del año se podrían encontrar en el mercado secundario cinco autopistas que pudieran serle de interés. Cabe recordar que con un múltiplo deuda neta a uafida de -0.7x Pinfra cuenta con la posición financiera más sólida del sector, y se encuentra ávida de nuevas oportunidades de inversión.

Sobre los resultados de la empresa, para el próximo año esperamos un aumento de 8.2% en los ingresos del segmento concesiones. Por un lado, jugará a favor de este resultado el reciente inicio de operaciones de las autopistas Tlaxcala-Puebla y Peñón-Pirámides, para las cuales esperamos altas tasas de crecimiento en los próximos trimestres. Por otra parte, se espera que inicie operaciones el próximo año el tramo Jantetelco-Xicatlacotla de la autopista Siglo XXI. No obstante, después del importante avance que la empresa registró en la ejecución de proyectos durante 2015, creemos que es previsible una desaceleración por lo que anticipamos una disminución de 16% en el segmento construcción. En el agregado, esperamos una caída de 3.2% en los ingresos de la empresa. A pesar de los menores ingresos, estimamos un aumento de 6.8% en la uafida con una expansión en el margen de 530pb. La mayor rentabilidad y crecimiento de la uafida se deberían a la baja aportación de los ingresos del segmento construcción a la generación de uafida por su margen reducido.

La empresa cuenta en su pipeline de proyectos con la expansión de la autopista México-Toluca en el tramo La Marquesa-Lerma, el Viaducto Elevado Puebla y la autopista Pirámides-Textcoco. Se espera que estas obras inicien operaciones entre 2016 y 2017. Otro catalizador relevante para la empresa es la expectativa de que el Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México (NAICM) mejore el aforo vehicular de las concesiones Ecatepec-Peñón y Peñón-Textcoco. Si bien todavía faltan varios años para que se pueda observar ese efecto en su totalidad, consideramos que el inicio de trabajos de construcción en el NAICM podría reflejarse en una leve mejora en aforo vehicular.

Hemos determinado para Pinfra un valor intrínseco de MXN 227 con una recomendación fundamental de Compra. Nuestra valuación consiste en un modelo de

Expectativas financieras

POCHTEC: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M	\$21.00		
Precio (MXN) (serie B)			12.50		
Máx/mín (18M)			16.2 / 11.55		
Rendimiento esperado			65.0%		
Valor de mercado (MXN M)			1,632		
Valor de la empresa (MXN M)			2,252		
Acciones en circulación (M)			131		
Flotante			25%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			2		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015e	% var.	2016e	% var.
Ingresos Netos	6,032	6,085	1%	6,113	0%
UAFDA/UEBITDA	303	345	14%	350	4%
Margen	5.0%	5.7%	14%	5.9%	4%
Utilidad de operación	195	237	21%	247	4%
Margen	3.2%	3.9%	21%	4.0%	4%
Ingresos a la utilidad	13	0	-99%	1	1120%
Utilidad neta	5	2	-64%	5	181%
Activos totales	3,809	3,854	1%	3,827	-1%
Efectivo y equivalentes	324	234	-28%	205	-13%
Prop. planta y equipo	881	800	-9%	799	0%
Pasivos totales	2,639	2,757	5%	2,716	-1%
Pasivo corto plazo	1,487	1,630	10%	1,515	-1%
Pasivo largo plazo	1,152	1,127	-2%	1,100	-2%
Pasivo con costo	939	870	-7%	830	-5%
Capital cont. mayoritario	1,171	1,057	-9%	1,111	1%
Deuda neta	911	838	-8%	825	-2%
PAJ	360.7x	1011.5x		347.5x	
VE/UEAFIDA	7.4x	6.9x		6.3x	
PVL	1.4x	1.5x		1.5x	
ROE	0.4%	0.1%		0.4%	
ROA	0.1%	0.0%		0.1%	
Apalancamiento	0.9x	0.8x		0.7x	

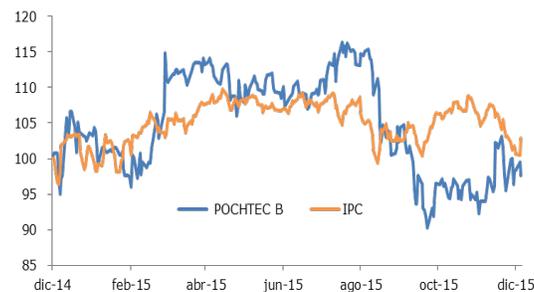
Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ El contexto de niveles de precios bajos del petróleo y sus derivados, así como el desempeño de la economía Brasileña serán presiones importantes en el 2016.
- ▶ Los sectores clave para Pochtec en México, ante el panorama de desaceleración económica pronosticada para el 2016, jugarán también en contra del crecimiento en ingresos.
- ▶ Sin embargo, su enfoque hacia productos de mayores márgenes y las eficiencias operativas que podría continuar desarrollando seguirán siendo un factor sumamente relevante para cuando las variables macroeconómicas que inciden en sus operaciones retomen una tendencia de recuperación.

El sector de distribución de químicos, lubricantes, solventes y mezclas, derivados del petróleo, complementos para materiales de construcción, minería y alimentos han presentado consistentemente niveles importantes de deflación. En conjunto con este efecto, el desempeño económico en Brasil se ha venido deteriorando de manera realmente preocupante.

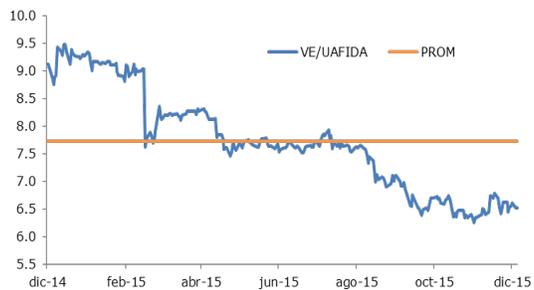
Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

De esta forma la perspectiva de los factores relevantes que determinan la evolución de los crecimientos en ingresos de la empresa atraviesa por un contexto complicado, así, no solo estamos esperando que la guía de crecimiento 2015 de la empresa difícilmente se cumpla, sino prevemos que en 2016 el crecimiento acumulado de los ingresos quedará prácticamente sin cambios respecto al presente año.

VE/UEAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

En tanto, la rentabilidad de la empresa podrá tornarse más favorable -a pesar de las circunstancias descritas- debido a la implementación de estrategias enfocadas en el control estricto de costos, la creciente y mayor relevancia en ventas de los productos con mayor valor agregado y margen, así como las sinergias generadas por el traslado de líneas de negocio entre México y Brasil. En especial en este último país, se podría lograr una mayor penetración de mercado de forma natural a través de los productos y líneas que se manejan en México, sin tener que incurrir en costos y gastos extraordinarios o inversiones elevadas adicionales en la logística, beneficios que se trasladarían en el mediano plazo al crecimiento en la uafida y su margen asociado.

Si bien el crecimiento en el rubro de la utilidad neta se beneficiará de las ventajas alcanzadas de la operación, el nivel de desempeño de su margen se verá coyunturalmente afectado por la volatilidad cambiaria; esto lo podríamos atestiguar a través de las pérdidas por fluctuaciones cambiarias del real brasileño frente al dólar. Si bien la perspectiva de la futura alza de tasas de referencia, conjugada con la incertidumbre económica y política en Brasil podría derivar en potencialmente un aumento de los intereses pagados en aquél país, es preciso recalcar como ya lo hemos anotado antes, que se ha negociado con acreedores una fuerte baja en el costo financiero contratado por Coremal. Debido a esto, estamos pronosticando ligeras mejoras en el múltiplo Deuda neta/uafida de la empresa, esto hacia un nivel de 1.7 veces.

El conjunto de oportunidades de la empresa para el año próximo vendrán enteramente por la mezcla de productos con mayores márgenes que podrían

Expectativas financieras

Q: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI 12M	\$29.00		
Precio (MXN) (serie T)			20.05		
Máx/mín (18M)			37.45 / 19.5		
Rendimiento esperado			-44.6%		
Valor de mercado (MXN M)			9,023		
Valor de la empresa (MXN M)			9,023		
Acciones en circulación (M)			450		
Flotante			32%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			38		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	%var.	2016 e	%var.
Primas de Retención Devengadas	15,356	19,550	27%	21,112	8%
(-) Costo Neto de Adquisición	4,143	4,470	8%	5,066	13%
(-) Costo Neto de Bienes/Activos, Recl	10,674	12,123	14%	14,180	17%
Utilidad (Pérdida) Técnica	539	1,231	128%	1,520	-1%
Gastos Administrativos y Operativos	724	855	18%	853	-4%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	25	375	1410%	397	6%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	624	659	6%	683	4%
Activo	24,423	28,079	15%	30,322	8%
Inversiones	13,144	15,141	15%	16,530	9%
Deudor en prima	24,423		N/C		N/C
Pasivo	20,055	22,520	12%	24,842	11%
Reservas Técnicas	15,450	17,881	16%	19,319	8%
Capital	4,368	5,550	27%	5,380	-3%
PAJ	21.8x	13.7x		13.2x	
PAL	3.1x	1.6x		1.7x	
ROE	11.4%	11.7%		14.2%	
ROA	2.0%	2.1%		2.4%	
Índice combinado	90.0%	95.3%		97.2%	
Costo de adquisición	23.2%	22.9%		24.0%	
Costo de siniestralidad	66.0%	68.0%		69.3%	

▲ Fuente: VectorAnálisis

► Proyectamos un escenario conservador para 2016 donde el índice combinado lo ubicamos alrededor del 97% y un crecimiento en primas del 8%; continuamos con una opinión de inversión en Compra y un VI 12 meses 2016 en MXN 29.

La perspectiva sectorial para Qualitas continúa positiva debido a que participa en un mercado donde el parque vehicular sólo se encuentra asegurado en un 30%, lo que demuestra que en México existe un gran potencial de crecimiento para las aseguradoras en los siguientes años donde también la cultura del seguro jugará un papel importante.

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

La participación de mercado de Qualitas en los últimos 10 años ha tenido un desempeño extraordinario debido a que ha pasado del 12.5% al 25.0% a septiembre del 2015 conforme información de la Asociación Mexicana de la Industria de Seguros en términos de las primas emitidas y devengadas.

Asimismo, el crecimiento acumulado de las primas (ingresos) en los últimos 10 años de Qualitas ha crecido a una tasa anual compuesta (TACC) del 15.7%, mientras que la competencia registra una tasa del 6.7%.

En términos de algunos indicadores financieros destaca el ROE de Qualitas que es del 13%, y mismo que es sensiblemente más elevado que el de sus competidores inmediatos GNP y AXA que registran 6 y 8% respectivamente, e incluso un poco mayor al promedio de ROE del mercado que registra un 12%.

P/VL vs PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

Por su parte, el índice combinado que considera los costos de emisión, de operación y de siniestralidad, Qualitas registra el 95%, indicador más bajo que el de sus pares como GNP, AXA y ABA que registran 97%, 106% y 105% respectivamente, e incluso Qualitas tiene un índice combinado más bajo que el del promedio de las 37 aseguradoras del ramo que asciende a 97%.

En los últimos 7 años Qualitas ha registrado un resultado de operación desde 2009 a la fecha, de MXN 1,776 millones, mientras que GNP, AXA y ABA/ACE han registrado pérdidas operativas por más de MXN 5,000 millones en conjunto, no así las aseguradoras asociadas con grupos bancarios que han registrado utilidades operativas por más de MXN 10,000 millones; desde nuestro punto de vista, esta situación no podría seguir así, por lo que se podría prever que GNP, AXA y ABA/ACE tendrán que aumentar sus tarifas con el propósito de alcanzar mayores niveles de rentabilidad, lo que abre una posibilidad de que Qualitas pudiera aumentar o cuando menos mantener su cuota de mercado ante un eventual cambio de estrategia comercial.

Expectativas financieras

SANMEX: 2016

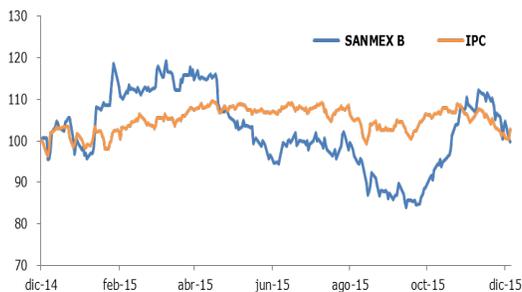
Principales cifras

COMPRA		VE: 12M \$	34.00		
Precio (MXN) (serie B)			39.50		
Máx/mín (18M)			39.16 / 24.52		
Rendimiento esperado			12.3%		
Valor de mercado (MXN M)			199,803		
Valor de la empresa (MXN M)			203,190		
Acciones en circulación (M)			5,273		
Flotante			2.5%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			1.39		
<i>Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015</i>					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos por intereses	57,124	62,418	9%	78,223	26%
Gastos por intereses	19,548	20,826	7%	29,939	44%
Margen financiero	37,576	41,592	11%	48,285	17%
Gastos de Admón y Prom	23,820	25,058	5%	28,190	19%
Resultado de la oper.	13,756	16,534	20%	19,095	17%
Resultado neto	14,016	13,452	-4%	10,711	24%
Resultado neto incluy. Part. Contr.	14,014	13,450	-4%	10,709	24%
Activo total	937,384	1,085,842	16%	1,214,961	12%
Inversiones en valores	203,455	252,988	24%	284,752	13%
Car. de Crédito (neto)	485,511	530,444	10%	618,253	16%
Car. de crédito vigente	449,086	520,798	16%	596,900	15%
Car. de Crédito Vencida	17,455	18,646	7%	21,353	15%
Est. Prev. para riesgos	(16,951)	(20,138)	19%	(23,082)	13%
Pasivo	832,001	976,907	17%	1,098,547	13%
Captación	485,582	514,013	6%	578,527	13%
Capital contable	105,384	109,176	4%	115,714	6%
PAJ	14.9x	14.9x		12.0x	
P/VL	2.0x	1.8x		1.7x	
ROE	13.7%	12.2%		15.1%	
RDA	1.5%	1.2%		1.4%	
Índice de Eficiencia	43.0%	60.2%		68.6%	
Índice de Morosidad	3.7%	3.5%		3.5%	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015
e = Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

P/VL vs PROM



▲ Fuente: VectorAnálisis

► *Prevedemos un crecimiento más conservador en cartera que el registrado históricamente donde consideramos que SANMEX pondrá énfasis en realizar mayores inversiones, sobretudo, en plataformas digitales, con lo que esperamos un mayor cobro de comisiones. Reiteramos nuestra valuación fundamental con un Valor Intrínseco 12 meses en 2016 en MXN 34, con una opinión de inversión en Compra.*

Consideramos que el 2016 será un año de cambios relevantes para Sanmex desde el punto de vista corporativo, pues está programado el ingreso de un nuevo Director General proveniente de Credit Suisse y con una mentalidad desde nuestro punto de vista de Banquero de Inversión que es Héctor Grisi Checa (49) y que sustituirá a Marcos Martínez Gavica quien será a partir del 1.ene.16 el nuevo Presidente del Consejo de Administración del Grupo tras la salida de Carlos Gómez y Gómez.

Estimamos que Banco Santander optará por una estrategia conservadora cuando menos en 2016 en términos del crecimiento de cartera, ubicando su crecimiento anual a una tasa del 14.6%, sensiblemente menor al 19.0% que registra en términos de su Tasa Anual de Crecimiento Compuesta (CAGR) de los últimos 5 años, aunque arriba del promedio del sector en 12%, debido al énfasis de su casa matriz de mejorar y privilegiar la calidad de sus activos, por lo que se prevé que impondrán mayores controles en la originación del crédito.

Identificamos como uno de sus principales riesgos en la cartera empresarial y que representa el 44% de la cartera total su exposición al sector de diversas empresas contratistas de Pemex que si bien no es ni el uno por ciento de la cartera, será un sector que podría verse afectado con la crisis de liquidez por la que está enfrentando Pemex, asimismo, para el caso de ICA y cuyos créditos representan el 0.5% de la cartera total del banco, eventualmente Sanmex tendría que crear nuevas provisiones al amparo de las disposiciones regulatorias actuales, aunque tenemos conocimiento que la cartera se encuentra debidamente garantizada con un equity swap de las acciones de OMA y que mantiene ICA como parte de su portafolio de inversiones.

Respecto a las oportunidades que identificamos, consideramos que Sanmex enfatizará en las mejoras internas en favorecer la lealtad de los clientes y "rentabilizarlos" a fin de alcanzar un mayor número de productos por cliente, por lo que consideramos que tendrán que continuar realizando inversiones en tecnología para mejorar las plataformas digitales y eventualmente también conforme lo ha expuesto el propio Sanmex en renovar su red de cajeros automáticos; por lo anterior esperaríamos una mayor transaccionalidad de pagos móviles y mayor uso de la banca electrónica.

Por lo anterior, estamos estimando que los beneficios que se obtendrán de un fondeo basado en un mayor crecimiento de la captación de bajo costo, compensará el

Expectativas financieras

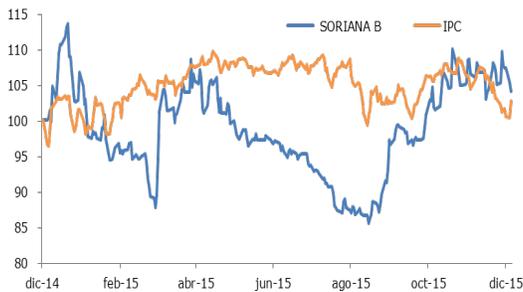
SORIANA: 2016

Principales cifras

COMPRA	VE 12M	\$46.00			
Precio (MXN) (serie B)		38.67			
Máx/mín (100d)	46.62 / 31.64				
Rendimiento esperado		19.0%			
Valor de mercado (MXN M)		69,606			
Valor de la empresa (MXN M)		68,820			
Acciones en circulación (M)		1,600			
Flotante		24%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		14			
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos Netos	101,829	106,038	7%	144,277	33%
Utilidad AJEUBIDA	7,000	7,033	0%	9,984	42%
Margen	6.9%	6.5%		6.9%	
Utilidad de operación	4,077	4,876	-2%	7,057	45%
Margen	4.0%	4.5%		4.9%	
Utilidad a la unidad	875	1,272	46%	719	-43%
Margen	3.704	4.205	14%	4.440	6%
Activos totales	80,720	88,895	10%	115,954	30%
Efectivo y equivalentes	2,673	1,786	-33%	1,974	-6%
Prop. planta y equipo	44,648	51,616	16%	70,716	37%
Pasivos totales	34,119	39,426	15%	69,081	75%
Pasivo corto plazo	22,292	26,994	21%	56,231	108%
Pasivo largo plazo	12,027	12,432	3%	12,850	3%
Pasivo con costo		7,000	N.C.	27,000	286%
Capital cont. mayoritario	46,400	49,469	7%	46,883	5%
Deuda neta	(2,673)	5,214	N.C.	25,326	386%
PAJ	18.8x	16.6x		15.8x	
VELAFIDA	9.5x	10.6x		9.5x	
FVL	1.5x	1.4x		1.5x	
ROE	8.2%	8.8%		9.2%	
RCA	4.8%	5.0%		4.3%	
Apalancamiento	n.a.	0.1x		0.6x	

▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ Junto con el año inicia un nuevo ciclo importante para Soriana: la integración de 160 tiendas en este 2016 agregará aproximadamente una tercera parte más de ingresos y poco más de un 40% de nuevo flujo Uafida a sus operaciones.
- ▶ La nueva escala de Soriana no llegará gratis: el nuevo alto nivel de apalancamiento con los intereses que esto acarrea será el costo que habrá que pagar durante unos años, en lo que el grupo incorpora el potencial de sus nuevas economías de escala.
- ▶ Permanece por lo mismo como riesgo el alto nivel de deuda de Soriana y la posible pérdida de las eficiencias que Comerci trae bajo el brazo.

El 2016 definirá una nueva etapa de fuerte expansión para el grupo a partir de la absorción de las 160 unidades de Comercial Mexicana, menos 14 de las que habrá de deshacerse hacia fines del año. Esta decisión de adquisición, que ya tenía para efectos prácticos un año de mucho rumor y que posteriormente fue ratificada a inicios del 2015, es la segunda más importantes en la vida del grupo, cuando en diciembre del 2007 se anunciara la adquisición de poco más de 200 tiendas del Grupo Gigante.

Con esta nueva operación, Soriana arrancará una nueva etapa con 160 tiendas a Comercial Mexicana en plena operación. Con esta adición, y con un número actual de 678 unidades operando -para acumular así un total de 824 unidades después de consolidar la adquisición neta- Soriana se ubicaría como la segunda cadena nacional tanto por ingresos como por número de unidades, si bien todavía habrá que ver el lugar que ocupará por su nivel de eficiencia entre las cuatro cadenas de autoservicios, esto en función de sus ingresos y rentabilidad por metro cuadrado.

Hemos estimado la consolidación de las nuevas tiendas desde el primer trimestre, y con base en la operación normal de las cadenas originales de Soriana creciendo a tasas de ventas mismas tiendas de entre 4 a 5%. Esto hará que los ingresos anuales terminen el 2016 con un muy probable aumento de alrededor del 33% año/año, y que la Uafida lo haga en hasta en un 42%, esto debido a la (esperada) mayor rentabilidad operativa de las tiendas adquiridas de Comerci como de los ahorros implicados de su nueva escala, ahorros que iremos viendo a partir del 2T16 si las cosas marchan conforme lo planeado.

Vale decir que en términos de utilidad neta, el crecimiento de sólo 6% año/año, implica un aumento no proporcional al de los ingresos y a la Uafida. Esto se debe principalmente al alto nivel de intereses que habrá que cubrir a partir de ahora, y que mermará el flujo operativo de forma importante, no obstante incluso que la base gravable resultará menor, a la par del nivel de impuestos asociado a la misma.

Entre los riesgos o debilidades más inmediatas para esta acción está el hecho de que esta adquisición no implique una gran diferencia operativa respecto a lo que el mercado estaría esperando, y que la rentabilidad de las tiendas de Comerci, más que beneficiar a Soriana, decaiga hacia los estándares ciertamente más bajos que hoy caracterizan a Soriana; esperemos que no. Otro inconveniente es también el nivel de apalancamiento de la empresa, esto como un posible obstáculo al atractivo y

Expectativas financieras

Sport: 2016

Principales cifras

COMPRO		VE 12M \$ 23.00			
Precio (MXN) (serie S)			19.70		
Máx./mín (18M)	26.05 / 16.93				
Rendimiento esperado			16.85%		
Valor de mercado (MXN M)			1,618		
Acciones en circulación (M)			1,998		
Flotante			60%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			3		
Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 a	% var.	2016 a	% var.
Ingreso Neto	1,062	1,203	13%	1,360	13%
UTILIDAD/UITOA	206	214	4%	244	14%
Margen	19.4%	17.8%	-8%	18.0%	60%
Utilidad de operación	80	64	-20%	75	67%
Margen a la utilidad	8.5%	5.3%	-37%	5.5%	4%
Impuesto a la utilidad	15	7	-53%	12	58%
Utilidad neta	49	21	-57%	33	58%
Activos totales	1,403	1,516	8%	1,746	8%
Efectivo y equivalentes	120	92	-23%	105	14%
Equip. libros y equipo	1,032	1,455	41%	1,220	6%
Pasivos totales	541	708	31%	867	22%
Pasivo corto plazo	286	200	-30%	268	3%
Pasivo largo plazo	245	448	83%	599	34%
Pasivo con costo	294	492	67%	642	31%
Capital cont. mayoritario	662	908	37%	879	-3%
Deuda neta	173	399	130%	537	34%
PIJ	33.4x	77.2x	132%	49.3x	36%
VE/UAUFIDA	8.7x	9.4x	8%	8.8x	1%
PV/L	1.0x	1.0x	0%	1.0x	0%
ROE	5.7%	2.4%	-58%	3.7%	55%
ROA	3.7%	1.4%	-62%	2.0%	43%
Apalancamiento	0.3x	0.5x	50%	0.7x	40%

Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



Fuente: VectorAnálisis

VE/UAUFIDA



Fuente: VectorAnálisis

► *Mantenemos perspectiva conservadora para 2016 dado un entorno esperado de menor crecimiento económico en México y el consecuente efecto de presión sobre el consumo discrecional para la fragmentada industria del fitness, misma que se encuentra en la antesala de una entrada de competidores de relativo bajo costo con acceso a recursos y marcas extranjeras. Adicionalmente lograr un ritmo más acelerado de apertura de clubes, alcanzar curvas de llenado idóneas y consolidar una estabilidad en tasas de deserción representarán también retos relevantes para la empresa bajo este contexto.*

El menor crecimiento esperado en términos económicos para México en 2016 representará afectaciones para el ingreso disponible de los consumidores que pudiera destinarse para las actividades consideradas en el sector del consumo discrecional. Particularmente la industria del fitness en el país se verá presionada por estos efectos, lo que se traduciría en un menor dinamismo entre los participantes del mercado, aumento generalizado en tasas de deserción o la migración de clientes activos en clubes hacia opciones y formatos más económicos.

El crecimiento en ingresos de la cadena para 2016 estará sujeto a la consolidación de una tendencia de recuperación en clientes activos mismos clubes, nuevas aperturas y la estabilización de los niveles de deserción a nivel consolidado, aumentos en cuotas de mantenimiento y mayor dinamismo en la proporción de ingresos por otros servicios. En estos términos estamos considerando hacia finales de año la operación de 50 clubes, niveles de ocupación promedio consolidados de alrededor de un 66% y una relativa estabilización de la tasa de deserción hacia tasas de 4.7%.

A nivel de utilidad operativa el crecimiento esperado estará sustentado por un margen menor de gastos corporativos respecto a ingresos, pero principalmente por una recuperación en la contribución marginal de los clubes por el control más efectivo de las tasas de deserción y el aumento en número de clientes activos, lo que estará compensando en mejor medida el efecto de los gastos por nuevas aperturas de clubes.

En términos de la uafida contribuirá a nuestra perspectiva de ligera recuperación en crecimiento y en margen precisamente la tendencia de mayor aportación de ingresos por club derivado de las estrategias implementadas para el control de la deserción, así como por la recuperación de clientes en clubes de mayor antigüedad tras las remodelaciones que se llevaron a cabo en éstos.

En suma, esta recuperación de ingresos en clubes se trasladará hacia la utilidad neta, cuyo crecimiento estimado y mejora de margen contrasta contra el desempeño observado en 2015. Si bien el programa de expansión y apertura de clubes representa disposiciones en las líneas de crédito que aumentan los intereses pagados y por ende la carga de costos financieros de la cadena, la conservadora mejora en la tendencia del desempeño operativo de la empresa podrá compensar estos efectos.

Expectativas financieras

TERRA: 2016

Principales cifras

COMPRA		VE: 12M \$ 35.00			
Precio (MXN) (serie CPO)			30.23		
Máx/mín (18M)		33.03 / 27.5			
Rendimiento esperado			12.8%		
Valor de mercado (MXN M)			18,355		
Valor de la empresa (MXN M)			23,393		
CFB's en circulación (M)			607		
Eficiencia			93%		
Importe prom. 60 días (MXN M)			-1		
<i>Cifras nominales en millones de pesos, precios al 17 de diciembre de 2015.</i>					
	2014	2015a	% var.	2016a	% var.
Ingresos Totales	1,194	2,194	11%	2,691	23%
Utilidad de operación	1,111	1,238	11%	1,534	24%
Margen	93.0%	56.4%		57.0%	
Ingreso Operativo Neto (NOI)	1,070	1,955	17%	2,411	23%
Margen	89.6%	89.1%		89.6%	
Fondos de la operación (FFO)	1,058	1,313	24%	1,686	28%
Margen	88.3%	59.8%		62.6%	
Utilidad neta	488	545	12%	1,315	142%
Margen	24.6%	24.8%		48.9%	
Activos totales	29,673	31,598	6%	33,251	6%
Efectivo y equivalentes	5,003	3,118	-38%	1,418	-55%
Propiedades de inversión	24,269	28,120	16%	31,479	12%
Pasivos totales	11,491	11,772	2%	12,105	3%
Pasivo corto plazo	354	346	-2%	416	20%
Pasivo largo plazo	11,137	11,426	3%	11,690	3%
Pasivo con costo	10,975	11,231	2%	11,488	2%
Patrimonio de los fideicomitantes	18,183	19,824	9%	21,145	7%
Deuda neta	5,972	8,113	36%	10,070	24%
Ingreso / Propiedades de inversión	8.2%	7.8%		8.5%	
NOI / Propiedades de inversión	4.9%	7.0%		7.7%	
Aplazamiento	37.0%	35.5%		34.5%	

▲ Fuente: VectorAnálisis

► El desempeño del fideicomiso estará determinado por la consolidación de su actual portafolio de inmuebles, la incorporación de propiedades recién adquiridas, la posibilidad de nuevas adquisiciones que le podrían llevar a ampliar en un 17% su área bruta arrendable (ABA), aunado a su estratégico posicionamiento geográfico, diversificación de inquilinos y el dinamismo esperado de la economía en EEUU.

Al cierre del tercer trimestre de 2015 el portafolio de Terra estaba conformado por 196 propiedades estabilizadas, todas ellas de corte industrial con un ABA de 2.63 millones de metros cuadrados (M2). Dichas propiedades están ubicadas en 16 estados, principalmente en las regiones Norte (56% del ABA), Bajío (23%) y Centro de México (21%). Asimismo, cuenta con 9 propiedades de reserva territorial que equivalen a 530 mil M2 de ABA para futuros desarrollos.

Propiedades

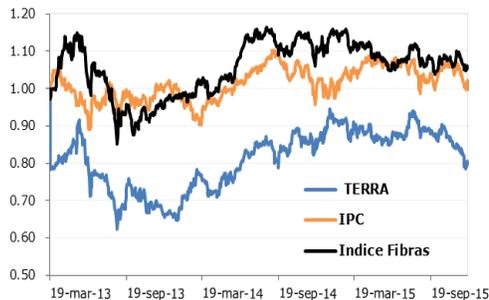
Número de propiedades al 3T15	230
Propiedades estabilizadas	196
Área bruta arrendable (M2) al 3T15	2,630,000
Industriales (m2)	2,630,000
Comerciales (m2)	0
Oficinas (m2)	0
Propiedades en desarrollo o para desarrollo	9
Area Bruta Arrendable estimada (M2)	530,000

▲ Fuente: La empresa y VectorAnálisis

El portafolio de Terra está especializado en inmuebles de uso industrial y cuya ABA está concentrada en un 70.5% a la actividad de manufactura y un 29.5% a la distribución.

A principios de año Terra estará consolidando un nuevo portafolio que consta de 17 propiedades industriales y 2 reservas de tierra ubicadas en San Luis Potosí, Irapuato, Monterrey, Ciudad Juárez y Reynosa con una ocupación de 90.5% y las cuales adicionarán un total de 177 mil m2 de ABA mientras que las reservas de tierra, contribuirán 399 mil m2 de ABA adicional. Todos los contratos se encuentran denominados en dólares. El cap rate estabilizado de esta transacción se estima en 8.3%.

Precio vs IPC e Índice fibras



▲ Fuente: VectorAnálisis

Adicionalmente, prevemos que a lo largo de 2016 Terra seguirá realizando diversas adquisiciones con el remanente de los recursos provenientes de su Follow-On de septiembre de 2014. En nuestra proyección esperamos que el ABA crezca a lo largo de 2016 un 17%, aumentando su ABA de 2.63 millones de M2 a 3.07 millones de M2.

Estimamos que la renta base trimestral por M2 crezca un 2.0% en dólares, en línea con la inflación esperada en EU, lo que se traducirá en un aumento promedio del 8.5% en pesos debido a la depreciación del peso frente al dólar. Cabe destacar que el 96% de sus ingresos son en dólares.

Por lo que respecta al nivel de ocupación estimamos que éste pase de 93.5% a 94% en promedio. Cabe señalar que dicho incremento lo consideramos conservador ya que se anticipa siga fortaleciéndose la dinámica de la economía norteamericana, lo que incidirá en una mayor demanda de inmuebles por parte de empresas multinacionales que estén dispuestas a expandir sus operaciones de manufactura y logística en nuestro país.

Expectativas financieras

TLEVISA: 2016

Principales cifras

MANTENER		VI: 12M	\$ 106.50
Precio (MXN) (serie CPO)			94.82
Máx./mín (18M)		122.93 /	87.33
Rendimiento esperado			12.3%
Valor de mercado (MXN M)			244,057
Valor de la empresa (MXN M)			315,522
Acciones en circulación (M)			2,674
Flotante			83%
Importe prom. 60 días (MXN M)			339

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015	% var.	2016 e.	% var.
Ingresos Netos	80,118	88,701	11%	94,568	7%
UTILIDAD	25,619	34,405	35%	39,024	7%
Margen	31.9%	38.8%		39.0%	11%
Utilidad de operación	13,926	20,192	44%	23,333	11%
Margen	17.4%	22.7%		23.8%	
Impuesto a la utilidad	2,981	6,452	116%	6,928	-25%
Utilidad neta	5,387	12,633	135%	9,942	-21%
Activos totales	235,552	273,478	16%	306,784	12%
Efectivo y equivalentes	34,518	49,017	42%	61,420	25%
Prop. fijas y equipo	62,010	72,830	18%	82,451	13%
Pasivos totales	147,037	161,995	10%	162,175	0%
Pasivo corto plazo	44,370	30,656	-31%	28,253	-7%
Pasivo largo plazo	103,267	131,300	27%	133,822	2%
Pasivo con costo	88,307	111,666	26%	113,316	1%
Capital cont. mayoritario	76,805	97,737	27%	126,734	30%
Deuda neta	51,769	62,549	21%	51,695	-17%
PIJ	48.3%	19.3%		24.5%	
VE/UFIDA	12.0x	9.3x		8.5x	
PV/L	3.2x	2.5x		1.9x	
ROE	6.4%	14.5%		9.9%	
ROA	2.0%	5.0%		3.4%	
Apalancamiento	1.1x	1.1x		0.9x	

Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015

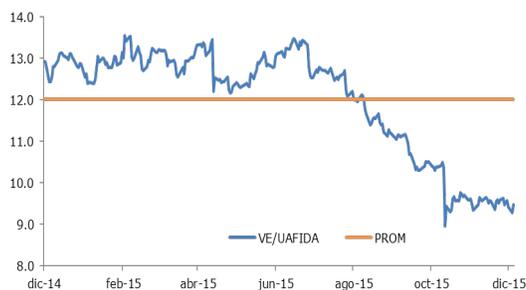
▲ Fuente: VectorAnálisis

Precio vs. IPC



▲ Fuente: VectorAnálisis

VE/UFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

► Si bien el negocio de Telecomunicaciones continúa mostrando un importante dinamismo, persisten las dudas sobre el negocio de Contenidos. La publicidad en televisión abierta parece enfrentarse a una tendencia a la baja debido a la creciente competencia de medios alternativos de publicidad.

Consideramos que en 2016 el rendimiento de la acción estará determinado en su mayor parte por: la evolución del segmento Contenidos, la potencial entrada de AMX al mercado de televisión de paga y la valuación del sector de medios en Estados Unidos. Con relación al segmento Contenidos, la fuerte caída que se observó en las ventas por publicidad en 2015 volvió al mercado más cauteloso respecto a la perspectiva de este negocio, siendo que se ha fortalecido la opinión de que la publicidad en televisión abierta se enfrenta a una tendencia a la baja debido a la creciente competencia de medios alternativos de publicidad, lo que estará por verse el próximo año cuando entrará adicionalmente un nuevo competidor al mercado.

Por otra parte, se espera que AMX solicite al IFT a principios de 2016 modificar su título de concesión de tal forma que se le permita ofrecer el servicio de televisión de paga en México. De aprobarse, las expectativas de crecimiento del negocio de Telecomunicaciones de Tlevisa se verían reducidas, no obstante todavía existe una alta incertidumbre al respecto. También, cabe señalar que la valuación de Tlevisa se encuentra estrechamente ligada a la del sector de medios de Estados Unidos, el cual se ha visto afectado por una desvalorización ante la perspectiva de una creciente migración de audiencias hacia servicios OTT (Netflix) que podría agravarse en los próximos trimestres.

Para 2016 prevemos que Tlevisa registrará un aumento en ingresos de 6.6%, que provendría en su mayor parte del negocio de Telecomunicaciones con un avance estimado de 12.6%. La empresa ha seguido una agresiva estrategia en ese negocio a través de su nueva marca IZZI, la cual ha mostrado un importante avance en suscriptores gracias a precios atractivos en la venta de paquetes triple play. En el negocio de Sky prevemos una desaceleración que se reflejaría en un aumento de 6.2% frente al 9.5% estimado para el año que termina.

Estimamos que en el negocio de Contenidos se podría observar un avance de 2.8% en ingresos, si bien creemos que el resultado en las ventas de publicidad en televisión abierta aún es incierto. El próximo año la empresa implementará un importante incremento en las tarifas de publicidad y existe el riesgo de que se presente una disminución aún mayor en el volumen de ventas, lo que provocaría una caída en ingresos. Calculamos que la uafida podría avanzar 7.3%, lo que sería resultado del impulso del segmento de Telecomunicaciones y de una recuperación parcial en las ventas de publicidad, que aún está en duda.

Expectativas financieras

WALMEX: 2016

Principales cifras

COMPRA		VI: 12M \$ 52.00			
Precio (MXN) (serie T)			43.59		
Máx/mín (18M)		46.92 / 28.44			
Rendimiento esperado			19.3%		
Valor de mercado (MXN M)		761,161			
Valor de la empresa (MXN M)		758,944			
Acciones en circulación (M)		17,462			
Piñatas		37%			
Importe prom. 60 días (MXN M)		617			
Cifras normalizadas en millones de pesos, precios al 15 de Diciembre de 2015					
	2014	2015 e	% var.	2016 e	% var.
Ingresos totales	440,988	493,201	12%	555,357	13%
UAFIDA/EBITDA	43,995	48,831	11%	59,040	21%
Márgen	10.0%	9.9%		10.6%	
Utilidad de operación	34,710	39,599	14%	48,653	23%
Márgen	7.9%	8.0%		8.8%	
Ingresos a la utilidad	0,521	11,125	17%	11,630	6%
Utilidad neta	30,426	29,802	-2%	35,925	18%
Activos totales	246,081	238,511	-3%	259,440	6%
Efectivo y equivalentes	28,048	15,445	-45%	17,517	13%
Proc. planta y equipo	125,905	133,448	6%	145,477	9%
Pasivos totales	95,835	93,292	-3%	102,701	10%
Pasivo corto plazo	75,528	72,893	-3%	82,112	12%
Pasivo largo plazo	20,307	20,299	0%	20,589	1%
Capital con costo	13,262	13,087	-1%	13,119	0%
Capital cont. mayoritario	150,223	145,194	-3%	156,717	8%
Deuda neta	(14,785)	(2,353)	-84%	(5,389)	86%
P/L	25.0x	25.5x		21.4x	
VE/UAFIDA	17.0x	15.5x		12.8x	
P/VL	5.1x	5.2x		4.9x	
ROE	22.6%	20.2%		23.6%	
ROA	13.3%	12.3%		14.3%	
Apalancamiento	0.1x	0.1x		0.1x	

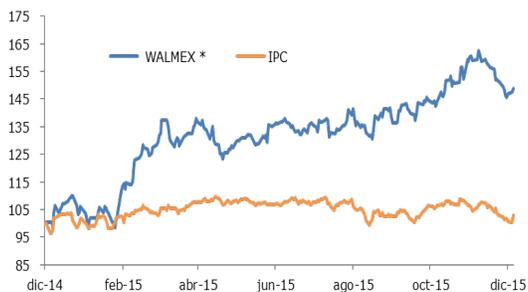
Los múltiplos se calculan con base al precio del 15 de Diciembre de 2015 e Estimado

▲ Fuente: VectorAnálisis

- ▶ A pesar del efecto positivo que esperamos en crecimiento en ingresos, derivado de una expansión sensata de entre 3% a 4% en superficie, el alto nivel de reto que presentará el desempeño en ventas comparables del 2015 se erige como el principal reto.
- ▶ Nuestra apuesta y la de la empresa también es la de obtener nuevas eficiencias, a través de un doble efecto de control de costos y gastos, mismo que podría hacer crecer los resultados operativos y Uafida al doble del ritmo de los ingresos.

Para este 2016 el crecimiento en número de tiendas/expansión esperada a ritmo similar del 2014 y 2015, con aproximadamente 4 a 5% de aumento en superficie de venta. Se tratará de un ritmo mucho más real y sensato que los altos crecimientos de 12% a 15% que mantenía en años pasados.

Precio vs IPC



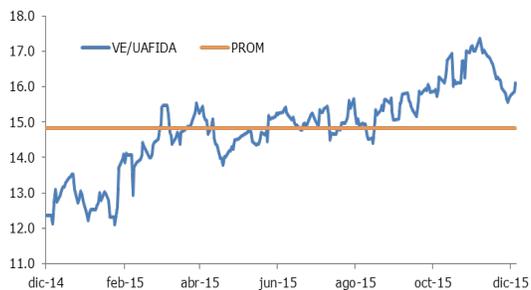
▲ Fuente: VectorAnálisis

Estimamos que seguirá la recuperación del consumo en México en base al efecto de un mayor valor en las transferencias debido a un mejor tipo de cambio. Igualmente prevemos que la relativa estabilidad en las variables económicas, especialmente con la inflación bajo control, así como por las nuevas aperturas y una mayor ganancia de participación de mercado, en la que la transición Comerci-Soriana podría jugar un rol clave para Walmart, al dejar relativamente vacante a un participante en cuanto al formato de grandes superficies dentro de las cuatro grandes cadenas.

Sin embargo creemos que debido al alto avance en las VMT durante todo el 2015 se antepone un reto para este 2016 debido a los altos niveles de aquel año; esto definiría un ciclo probable de crecimientos no tan agresivos como los del 2015.

En Centroamérica continuará con su avance de tiendas; en los cinco países en que opera las posibilidades de penetración son todavía muy amplias. Recientemente el caso de Guatemala rezagó los resultados de este bloque, sin embargo Walmart ha dicho que se enfocará a la mejora de su ejecución; con esta excepción, en términos generales, el avance de Centroamérica es hasta ahora uno de los más dinámicos.

VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

Hay expectativas de nuevas y fuertes eficiencias en lo operativo por la vía de enfrentar proporcionales menores costos debido a mayores eficiencias logísticas. También, la nueva administración ha demostrado una firme voluntad por un mayor control de sus gastos de operación, lo cual acoplaría, junto con los costos, en un doble efecto positivo sobre los resultados de este 2016. Con base en lo anterior, los avances en utilidad operativa, y en utilidad neta podrían fácilmente duplicar el ritmo del crecimiento de 13% estimado para los ingresos, con la consecuente mejora en márgenes.

También se ha puesto énfasis en el crecimiento que tendrá eCommerce, proyecto que buscar ganar terreno en el negocio de entrega de supermercado a domicilio. Tanto el aumento en los canales de pedido-entrega como el incremento en los ítems en catálogo, deberán contribuir al avance en la contribución de esta división;

Expectativas Financieras Anuales

Análisis técnico: 2016

IPC

Largo plazo



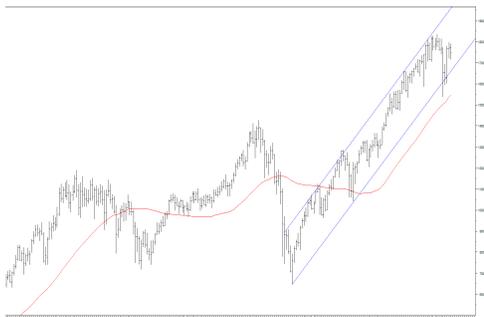
▲ Fuente: Vectoranálisis

PERSPECTIVAS TÉCNICAS PARA EL CORTO Y MEDIANO PLAZO 2016

El objetivo del IPC en el corto plazo (hacia finales del primer trimestre del 2016) tiene altas posibilidades de ubicarse hacia niveles de 46,402 puntos, considerando un ponderado de 40% de probabilidad de que el índice logre un escenario negativo de 40,433 puntos; y un 60% de posibilidad de que el índice avance hacia un objetivo optimista de los 48,383 enteros. Como resultado de lo anterior nuestro estimado ponderado de corto plazo se ubica en 45,203 enteros.

En un proceso de ajuste, consideramos que el mercado podría generar un desempeño negativo para ubicarse muy cerca de los mínimos que registró a finales del mes de septiembre, es decir, debajo de los 41,790 puntos, para posteriormente lograr un movimiento de recuperación tratando de alcanzar una zona muy congestionada en resistencia, alrededor de los 45,700 puntos.

Dow Jones

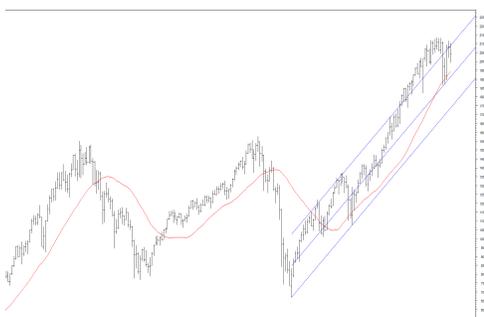


▲ Fuente: Vectoranálisis

En el mediano plazo hacia finales del 2016, vemos a un mercado con señales de debilidad, en donde su línea de precios recientemente se ubica en la parte inferior de un canal ascendente; si logra romperlo hacia abajo, podría dirigirse hacia los 39,420 puntos. Cabe destacar, que el rompimiento lo estaría haciendo alrededor de los 41,790 puntos. Esta etapa está muy cerca de realizarla por lo que habrá que tener precaución. Pasando a otro orden de ideas, el objetivo para este periodo se identifica en los 48,145 puntos, utilizando la misma metodología del escenario de corto plazo.

El objetivo para el Dow Jones para el corto y mediano plazo, lo estamos ubicando en los 18,350 y 18,900 puntos, respectivamente, con variaciones de 4.4% y 7.5%. El desempeño que esperamos es discreto, ya que ha venido desacelerando su potencial de alza, y consideramos que todavía mantendrá sus movimientos acotados en las cimas actuales.

S&P 500



▲ Fuente: Vectoranálisis

El Standard & Poors 500 observa un movimientos muy similar al Dow Jones, de ahí que los rendimientos sean muy similares. El objetivo de corto y mediano plazo se sitúa en los 2,175 y 2,245 enteros, respectivamente, con rendimientos de 6.0% y 9.4%.

El Nasdaq fue el índice que mejor desempeño reportó con respecto a los dos anteriores, y para este índice consideramos que está muy cerca de la zona de cimas. Los objetivos están identificados en los 5,235 puntos para el primer cuarto del siguiente año, y los 5,325 enteros para finales el 2016, con mínimos rendimientos que oscilan entre 3.8 y 5.5%.

Respecto al Bovespa, principal índice de Brasil, vemos todavía un mercado deprimido con posibilidad de dirigirse hacia zona de piso en el corto plazo, del cual ya no está tan alejado, posteriormente podría generar un rebote técnico por el fuerte rezago que reporta la gráfica. Así las cosas, en el escenario Base identificamos a un índice BVSP en los 45,450 puntos, y el optimista en los 47,750 enteros, esto se traduce en variaciones de -0.44% y 4.6%, respectivamente.

DAX



▲ Fuente: Vectoranálisis

El ETF de los mercados emergentes (EEM) presenta claramente un patrón de consolidación que pudiera transformarse en uno de distribución, es decir, en el “inter” pudiera sufrir un fuerte ajuste, quizá hacia la zona de los US 28.10. Posteriormente podrá lograr un movimiento de “contra-sentido”. Las proyecciones para el 2016 en su escenario base y optimista para este “tracker” se ubican en los US 33.35 y 37.00.

El principal índice de Alemania (DAX index) registra una recuperación relativamente importante que viene desde los 9,350 puntos. Consideramos que en primera instancia, el índice tratará de presionar la parte alta de un canal ascendente de mediano plazo, el cual está ubicado en los 11,450 puntos. El escenario optimista se basa en que su línea de precios supere ese canal intermedio de alza y que busque otro de los objetivos en los 11,920 enteros.

ACWI

Mensual



▲ Fuente: Bloomberg

La canasta de índices mundiales denominado (ACWI) tiene un objetivo identificado en los US 61.30. (Escenario base), y en US 63.00, el escenario optimista. El desempeño de corto plazo no es tan promisorio ya que se observa cierta desaceleración en su movimiento ascendente consolidado; toda vez que logró ubicarse muy cerca de los US 62.00. Se observó cierta desaceleración que pudiera llevarle en primera instancia a un rango de soporte entre los US 54.00 y 51.00. Posteriormente podría presionar nuevamente la zona de cima; inclusive, superarla, pero sería más adelante.

El ETF de las principales emisoras que componen el S & P (SPY) nos arroja un pronóstico base de US 219.00, y en el optimista se identifica en los US 227.00. El desempeño fue muy positivo con un crecimiento casi vertical en los últimos años; sin embargo, ya se observa cierta desaceleración muy cerca de los US 207.00. Es probable que en el corto plazo se registre una sana toma de utilidades, para posteriormente continuar con su rally, aunque ya no será tan agresivo como en otros años.

El ETF de la zona del Euro Stoxx 50 denominado (FEZ) se ha mantenido lateral con cierto sesgo a la baja; que de pronunciarse, podría atacar la zona de los US 32.50, para posteriormente lograr un desempeño hacia zona de resistencia relativamente importante. Los escenarios para este “track” son de US 37.80 y 38.35 en sus pronósticos base y optimista.

Índices internacionales

Índice	País	Precio 15-dic-15	Escenario		Rendimientos	
			Base	Optimista	Base	Optimista
STANDARD & POORS 500	EUA	2,043.41	2,175.00	2,245.00	6.4%	9.9%
DOW JONES	EUA	17,524.91	18,350.00	18,900.00	4.7%	7.8%
NASDAQ	EUA	4,995.36	5,235.00	5,325.00	4.8%	6.6%
BOVESPA	BZL	45,630.71	45,450.00	47,750.00	-0.4%	4.6%
BOLSA DE VALORES (IPCCLS)	MEX	2,501.34	2,710.00	2,770.00	8.3%	10.7%
ISHARES MSCI ACWI	WORD	56.51	61.30	63.00	8.5%	11.5%
SPDR S&P 500 ETF SPY	EUA	205.87	219.00	227.00	6.4%	10.3%
SPDR EURO STOXX 50 ETF FEZ	EUR	34.91	37.80	38.35	8.3%	9.9%
ISHARES ASIA 50 AIA	ASIA	43.23	45.00	46.85	4.1%	8.4%
JAPAN HEDGED EQUITY ETF DXJ	JPN	53.35	57.68	60.60	8.1%	13.6%
ISHARES EMERGING MKTS EEM	EMERG	32.46	33.35	37.00	2.7%	14.0%
DAX INDEX	GER	10,598.93	11,450.00	11,920.00	8.0%	12.5%

▲ Fuente: Vectoranálisis

Referente a la canasta de Asia (AIA) vemos para el corto plazo una desaceleración en su desempeño, en donde se encuentra debajo de promedios móviles de 30 y 50 meses, anticipando probablemente un ajuste ligeramente debajo de los US 42, antes de lograr una recuperación posterior. Los objetivos en los escenarios base y optimista, están ubicados en los US 45.00 y 46.85, respectivamente.

En la parte de Japón representado en parte por el ETF de DXJ vemos una recuperación importante, en donde es probable que logre avanzar nuevamente hacia la zona de cimas. Los objetivos para este activo lo ubicamos en los US 57.70, en su escenario base y en los US 60.60, en su escenario optimista.

Tipo de cambio

Spot



▲ Fuente: Vectoranálisis

Euro-Dólar



▲ Fuente: Vectoranálisis

Divisas

Divisa	País	Precio 15-dic-15	Escenario		Rendimiento	
			Base	Alcista	Base	Alcista
SPOT	MXN	17.11	16.80	18.00	-1.8%	5.2%
DÓLAR-EURO	EUR	1.09	1.12	1.17	2.8%	7.2%
DÓLAR-LIBRA	GBP	1.50	1.46	1.53	-3.2%	1.9%
PESO-EURO	EURMXN	18.70	18.20	19.00	-2.7%	1.6%
PESO-LIBRA	GBPMXN	25.73	24.50	27.20	-4.8%	5.7%

▲ Fuente: Vectoranálisis

EXPECTATIVAS DEL IPC EN EL CORTO Y MEDIANO PLAZO

Metodología

Para realizar las proyecciones de corto plazo, utilizamos gráficas semanales aplicando estudios de "Fibonacci retracement" estudios de "Fibonacci projection", líneas de tendencia de mediano plazo, y promedios móviles ponderados semanales. Con base en estos estudios, determinamos nuestros objetivos para los diferentes activos. Para los objetivos de mediano plazo, se utilizaron prácticamente los mismos estudios, pero con la diferencia que aquí se utilizaron gráficas mensuales con plazos de 10 a 20 años de historia.

Tomando como base la actual muestra del IPC, las emisoras que mejor perspectiva tienen en el corto plazo son: CEMEX CPO 18.9%, OMA B con un potencial avance de 18.3%, y PEÑOLES con un probable incremento de 16.5%. Es importante destacar, que si bien los "commodities" conservan un sesgo de baja para el corto y mediano plazo, estas acciones ya han descontado en gran parte ese efecto. Las emisoras que pudieran sostener sus características con sesgo de baja son: ICA * con un probable ajuste con rendimiento negativo de -11.9%, y KIMBER A con un discreto crecimiento de 1.8%.

En un horizonte de mediano plazo (finales del 2016) las 5 emisoras que podrán generar mejor desempeño serían: CEMEX CPO 27.4%, OMA B avance potencial de 24.6%, LIVEPOL C-1 21.9%, PEÑOLES 20.7%, y ASUR B 19.8%. En contraparte, las emisoras con las peores perspectivas son: ICA * con 0.4%, COMERCI UBC con 4.6%, KIMBER A con 5.9%, FEMSA UBD con 7.6%, y AMX L con un avance de 8.0%.

PROYECCIONES PRINCIPALES DIVISAS

En lo que se refiere a las divisas hemos analizado el tipo de cambio (SPOT), el Euro (con respecto al dólar), la libra esterlina con respecto al dólar, peso euro y peso libra. Los escenarios están dados de acuerdo a una proyección base, y otra optimista. En este comentario nos avocamos al peso dólar y al euro dólar que son las divisas que generan mucha volatilidad y operatividad. En el caso particular del SPOT vemos la posibilidad en el corto plazo que logre una apreciación, independientemente que hemos visto cotizaciones hacia la zona de \$17.30, pero que en el corto plazo, podría ubicarse en los \$16.80 por dólar. Para el escenario hacia finales del 2016, vemos que tal vez logre un objetivo hacia los \$18.00 por dólar, dada la fortaleza del dólar frente a varias divisas. En lo que se refiere al Euro – dólar, estamos fijando un objetivo de corto plazo en la marca de 1.12 dólares por euro, y hacia finales del 2016 dada la volatilidad, podría ubicarse en 1.17 dólares por euro. Este tipo de comportamiento se observa en el gráfica, que luego de tocar "fondo" en alrededor de 1.05 dólares por euro, se generó posteriormente un rebote técnico de importancia, de ahí que se esté pronosticando que el rebote continúe a lo largo del tiempo.

Bonos

Bono	Plazo	tasa 15-dic-15	Escenario		Rendimiento	
			Base	Alcista	Base	Alcista
BONO (% EN LA TASA)	10 AÑOS	2.27	2.65	3.04	16.8%	34.3%
BONO MXBN (% EN LA TASA)	160616	3.46	3.68	3.80	6.4%	9.8%
BONO MXBN (% EN LA TASA)	181213	4.80	5.13	5.52	6.8%	15.0%
BONO MXBN (% EN LA TASA)	241205	6.18	6.72	7.20	8.7%	16.5%
BONO MXBN (% EN LA TASA)	421113	7.04	7.30	7.72	3.7%	9.7%
UDIBONO (% EN LA TASA)	160616	2.81	3.08	4.62	9.4%	64.4%
UDIBONO (% EN LA TASA)	220609	3.00	2.90	2.96	-3.3%	-1.5%
UDIBONO (% EN LA TASA)	401115	3.85	3.99	4.33	3.6%	12.5%

▲ Fuente: Vectoranálisis

En otro orden de ideas, los principales bonos y udibonos muestran una tendencia alcista. En el caso particular del treasury de 10 años de los Estados Unidos, vemos escenarios de 2.65% y 3.04% en los escenarios base y optimista.

En lo que se refiere a las principales materias primas, vemos que los metales seguirán con su tendencia de baja, principalmente el cobre y la plata, los cuales podrían tener retrocesos de 9.7% y 16.9% en su escenario base, mientras que hacia el final del 2016 podrían generar un proceso de desaceleración en su fase de ajuste de largo plazo, para terminar el año con un discreto rendimiento entre 0.5% y 9.2%. En lo que respecta al petróleo, en particular el West Texas y la Mezcla Mexicana, los escenarios son muy contrastantes. En el escenario base en promedio podrán contraerse en un 11.5%, en tanto un panorama optimista pudieran remontar hasta un 40% dado el periodo de ajuste tan importante observado en el mediano plazo.

Commodities

Commodity		Precio 15-dic-15	Escenario		Rendimiento	
			Base	Alcista	Base	Alcista
FUTURO (USD)	ORO	1,061.21	990.00	1,165.00	-6.7%	9.8%
FUTURO (CTVS. USD.)	COBRE	2.17	1.80	2.16	-16.9%	-0.5%
FUTURO (USD)	PLATA	13.78	12.45	15.05	-9.7%	9.2%
PETROLEO (USD. X BARRIL)	MEZCLA	27.63	26.00	41.00	-5.9%	48.4%
FUTURO (USD. X BARRIL)	WTI	37.20	32.40	51.20	-12.9%	37.6%

▲ Fuente: Vectoranálisis

Las proyecciones del índice del MidCap no están muy lejos de los rendimientos del IPC, ya que en el corto plazo identificamos un índice MidCap de 269.74 y para finales de 2016 de 279.56 puntos, es decir, rendimientos de 7.5% y 11.5%, respectivamente. En la muestra de 20 emisoras las que pueden generar mejor rendimiento tanto en el corto y mediano plazo son: OMA B con avance de 18.3% y 24.6% escenario corto y también de mediano plazo, así como: PEÑOLES * con rendimientos de 16.5% y 20.7%, obedeciendo más por la fuerte sub-valoración en su precio. Por el otro lado, las de menor rendimiento probable serían: HERDEZ * y COMERCIAL UBC con variaciones de 1.6% y 2.7%, respectivamente en el corto plazo, y de 2.7% y 4.6% hacia finales del 2016.

Respecto a los rendimientos del Smallcap, vemos rendimientos de corto plazo al 7.1%, y 10.1% en sus dos escenarios (corto y mediano plazo) que se traducen en un índice de 375.95 y 386.55 puntos, respectivamente. Las emisoras mejor rankeadas van más por el lado de la especulación, que por sus características positivas. Así las cosas, en el corto plazo tenemos a: AZTECA CPO con rendimiento de 29.4%, y GFAMSA A con alza potencial de 12.7%, mientras que para finales del 2016 tenemos también a: AZTECA CPO con avance hasta de 31.3%, y GFAMSA A con avance de 15.9%. En contraparte, vemos las bajas en ICA * y Q * con caída para la primera de 11.9% y un avance marginal 0.4% para finales del 2016, en tanto que para la segunda emisora observamos discretos avances de 0.5% y 3.0%.

BMV Fibras



▲ Fuente: Vectoranálisis

Para el segmento de las fibras, vemos prácticamente a las que conforman el índice con avances estandarizados, de ahí que para el corto plazo, las mejores rankeadas son: FIHO con avance de 13.4%, y FMTY con alza de 9.3%, mientras que las menos favorecidas desde nuestro punto de vista técnico son: FINN con una caída de 0.9% y FIBRAMQ con alza de 0.9%. Para el mediano plazo, las que salieron mejor sorteadas son: FIHO con el 16.6% y FMTY con avance de 11.0%, en tanto que las de menor rendimiento pudieran ser: FIBRAHD con alza de 2.2% y FUNO con avance de 2.3%. El índice de fibra para el corto plazo se ubica en los 233.07 puntos, en tanto que para finales del 2016 tenemos identificado al índice en los 237.57 puntos, es decir, los avances en porcentaje serían de 3.5% y 5.5%, respectivamente.

Escenarios

IPC						FIBRAS					
Escenario Corto Plazo			Escenario 2016			Escenario Corto Plazo			Escenario 2016		
Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.
CEMEX	CPO	18.9%	CEMEX	CPO	27.4%	FIHO	12	13.4%	FIHO	12	16.6%
OMA	B	18.3%	OMA	B	24.6%	FMTY	14	9.3%	FMTY	14	11.0%
PE&OLES	*	16.5%	LIVEPOL	C-1	21.9%	FSHOP	13	6.3%	FIBRAPL	14	8.6%
SANMEX	B	14.9%	PE&OLES	*	20.7%	FIBRAPL	14	6.2%	TERRA	13	8.0%
LAB	B	13.4%	ASUR	B	19.8%	TERRA	13	5.1%	FSHOP	13	7.1%
GRUMA	B	12.5%	BIMBO	A	18.8%	DANHOS	13	3.6%	DANHOS	13	5.6%
ICH	B	10.4%	LAB	B	18.1%	FIBRAS BMV	3.5%	FIBRAS BMV	5.5%	FIBRAS BMV	5.5%
LIVEPOL	C-1	10.2%	GAP	B	17.9%	FUNO	11	1.9%	FINN	13	5.0%
SIMEC	B	10.0%	GRUMA	B	17.8%	FIBRAHD	15	1.0%	FIBRAMQ	12	3.4%
GMEXICO	B	9.3%	SANMEX	B	17.6%	FIBRAMQ	12	0.9%	FUNO	11	2.3%
OHLMEX	*	9.1%	GFNORTE	O	16.5%	FINN	13	-0.9%	FIBRAHD	15	2.2%
LALA	B	8.7%	SIMEC	B	15.7%						
GFINBUR	O	8.5%	LALA	B	15.6%						
KOF	L	7.8%	GFINBUR	O	15.0%						
GENEREA	*	7.6%	GMEXICO	B	14.9%						
ASUR	B	7.3%	ICH	B	14.0%						
WALMEX	*	7.1%	KOF	L	13.3%						
GCARSO	A1	7.0%	ALFA	A	13.0%						
ALSEA	*	6.5%	MEXCHEM	*	12.8%						
AMX	L	6.5%	BMV IPC	12.3%							
BMV IPC	6.5%		GFREGIO	O	11.7%						
MEXCHEM	*	5.9%	TLEVISA	CPO	10.9%						
TLEVISA	CPO	5.6%	AC	*	10.5%						
ALFA	A	5.6%	OHLMEX	*	10.4%						
IENOVA	*	4.8%	GENEREA	*	10.3%						
BIMBO	A	4.5%	PINFRA	*	10.1%						
GAP	B	4.2%	WALMEX	*	9.9%						
ELEKTRA	*	3.5%	ALSEA	*	9.7%						
FEMSA	UBD	3.3%	IENOVA	*	9.4%						
AC	*	3.3%	ELEKTRA	*	8.6%						
GFNORTE	O	3.1%	GCARSO	A1	8.3%						
PINFRA	*	2.9%	AMX	L	8.0%						
GFREGIO	O	2.8%	FEMSA	UBD	7.6%						
COMERCI	UBC	2.7%	KIMBER	A	5.9%						
KIMBER	A	1.8%	COMERCI	UBC	4.6%						
ICA	*	-11.3%	ICA	*	0.4%						

▲ Fuente: Vectoranálisis

ÍNDICE MID Y SMALL CAP

IPC MID CAP						IPC SMALL CAP					
Escenario Corto Plazo			Escenario 2016			Escenario Corto Plazo			Escenario 2016		
Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.	Emisora	Serie	% var.
OMA	B	18.3%	OMA	B	24.6%	AZTECA	CPO	29.4%	AZTECA	CPO	31.3%
PEÑÓLES	*	16.5%	PEÑÓLES	*	20.7%	GFAMSA	A	12.7%	GFAMSA	A	15.9%
BACHOCO	B	14.1%	BACHOCO	B	20.3%	ALPEK	A	11.6%	ICH	B	14.0%
LAB	B	13.4%	LAB	B	18.1%	AXTEL	CPO	11.4%	VITRO	A	12.9%
GSANBOR	B-1	11.6%	LALA	B	15.6%	ARA	*	10.7%	SIMEC	B	12.5%
OHLMEX	*	9.1%	GSANBOR	B-1	15.5%	ICH	B	10.4%	ARA	*	12.4%
LALA	B	8.7%	MEGA	CPO	12.5%	SIMEC	B	10.0%	ALPEK	A	12.1%
GENTERA	*	7.6%	MIDCAP	IPC	11.5%	UNIFIN	A	7.4%	GFREGIO	O	11.7%
BOLSA	A	7.6%	OHLMEX	*	10.4%	SMALLCAI	IPC	7.1%	AXTEL	CPO	11.5%
MIDCAP	IPC	7.5%	GENTERA	*	10.3%	VITRO	A	7.0%	CREAL	*	10.2%
SORIANA	B	7.5%	ALSEA	*	9.7%	CHDRAUI	B	6.4%	SMALLCAI	IPC	10.1%
GCARSO	A1	7.0%	SORIANA	B	9.6%	HCITY	*	6.1%	UNIFIN	A	10.1%
ALSEA	*	6.5%	VOLAR	A	9.4%	MFRISCO	A-1	6.1%	SPORT	S	8.6%
VESTA	*	6.5%	IENOVA	*	9.4%	AQUA	*	5.8%	AQUA	*	8.5%
IENOVA	*	4.8%	BOLSA	A	9.2%	CREAL	*	5.1%	CHDRAUI	B	8.3%
VOLAR	A	4.7%	VESTA	*	8.8%	SPORT	S	3.8%	HCITY	*	7.3%
MEGA	CPO	4.3%	ELEKTRA	*	8.6%	GFINTER	O	3.6%	RASSINI	CPO	7.0%
AEROMEX	*	3.6%	GCARSO	A1	8.3%	RASSINI	CPO	3.2%	MFRISCO	A-1	6.3%
ELEKTRA	*	3.5%	AEROMEX	*	8.0%	GFREGIO	O	2.8%	GFINTER	O	4.0%
COMERCI	UBC	2.7%	COMERCI	UBC	4.6%	Q	*	0.5%	Q	*	3.0%
HERDEZ	*	1.6%	HERDEZ	*	2.7%	ICA	*	-11.9%	ICA	*	0.4%

▲ Fuente: Vectoranálisis

Cartera Técnica Modelo

	Ponderación en IPC %	Estructura %	Exposición +(-) respecto al IPC
Alimentos			
BIMBO A	2.06%	4.10%	2.03%
GRUMA B	1.98%	2.79%	0.81%
Bebidas			
FEMSA UBD	13.10%	20.06%	6.96%
Conglomerados			
ALFA A	4.71%	5.44%	0.72%
Construcción			
CEMEX CPO	4.61%	8.59%	3.99%
Grupos financieros			
BOLSA A	0.00%	4.82%	4.82%
GFNORTE O	8.86%	6.17%	-2.68%
Minería			
GMEXICO B	5.95%	9.28%	3.33%
Telecomunicaciones y medios			
AMX L	12.56%	13.08%	0.52%
TLEVISA CPO	8.82%	14.12%	5.29%
Tiendas de autoservicios			
WALMEX *	8.62%	11.55%	2.93%

▲ Fuente: Vectoranálisis

CARTERA TÉCNICA MODELO

La cartera modelo técnica, cuenta con una posición elevada en las emisoras que representan el mayor porcentaje de influencia en el IPC. Así las cosas, con el total de 8 emisoras se obtiene el 67% del peso del índice de precios y cotizaciones. Las emisoras que sustentan esta cifra son las siguientes: FEMSA UBD con 13.1% de influencia, AMX L 12.4%, GFNORTE O 8.9%, TLEVISA CPO 8.7%, WALMEX * 8.6%, GMEXICO B 5.9%, ALFA A 4.7%, y CEMEX CPO con 4.6%. Es importante contar por lo menos con esta cantidad en puntos porcentuales (indizados), para evitar cualquier cambio brusco en el rendimiento de la cartera, ya que nuestro "benchmark" es el IPC y nuestro medio de comparación; de esta manera, no se alejaría mucho el rendimiento contra la variación del IPC. Por el otro lado, tendríamos sobrantes 33 puntos base que aplicaríamos ya sea en una sobre-ponderación en alguna de estas emisoras que proporcionan mayor porcentaje al índice, o bien, considerar otras opciones de inversión, como acciones más especulativas; o incluso, algunas fibras. Cabe destacar, que en instrumentos como las fibras en nuestro portafolios podremos utilizar hasta un 20% de la posición; o considerar, en el supuesto de un mercado a la baja, como pudiera ser el pronóstico para el 2016 de considerar un 20% en inversión del NAFTRAC que es la canasta que emula al IPC.

Con respecto a estas reglas básicas, aquí entraría en consideración la posible variación a favor en papeles como: ASUR B, BIMBO A, LIVEPOL C-1, OMA B, y PEÑOLES * tanto en el corto, como en el mediano plazo, sub o sobre-ponderando su porcentaje de influencia que tienen en el IPC. Considerando el porcentaje de inversión en fibras y en caso de que se logren precios atractivos, consideraríamos las mejores rankeadas tanto en el corto, como en el mediano plazo, y que serían FMTY 14 y TERRA 13. Como se observa, se tienen algunas opciones interesantes para poder llevar nuestra cartera actual, hacia esta estrategia de inversión, sobre todo si en el 2015 los rendimientos no fueron los esperados para la cartera modelo técnica.

Cartera Técnica Mid y Small Cap

	Pond. en benchmark		Estructura %	Exposición +(-) al benchmark
	SmallCaps	MidCaps		
Aeropuertos				
ASUR B			6.71%	6.71%
OMA B		4.61%	14.63%	10.02%
Alimentos				
GRUMA B			2.51%	2.51%
CULTIBA B	5.06%		7.56%	2.50%
Comercio especializado				
ALSEA *		7.85%	8.32%	0.47%
Financieras				
GENTERA *		9.45%	17.78%	8.33%
GFREGIO O	7.50%		7.54%	0.05%
Química				
ALPEK A	8.87%		8.88%	0.01%
Minería				
GMEXICO B			6.56%	6.56%
Siderurgia				
SIMEC B	2.25%		11.67%	9.43%
Telecomunicaciones				
AXTEL CPO	7.70%		7.84%	0.14%

▲ Fuente: Vectoranálisis

CARTERA TÉCNICA MID Y SMALL CAP

En lo que se refiere a la estrategia de la Cartera técnica de Mid y SmallCaps, también tendremos que considerar los dos índices incorporando emisoras que reporten la mayor influencia en éstos índices. En el MidCap vemos que el 50% de la ponderación, está concentrada en: GENTERA * 9.7%, ALSEA * 8.2%, ELEKTRA * 7.2%, LALA B 6.9%, VOLAR A 6.6%, COMERCI UBC 6.4%, y GCARSO A1 con 6.2%. El índice de SmallCap concentra poco más del 50% de su influencia en 7 papeles principales que son: ALPEK A 9.0%, CHDRAUI B 7.7%, AXTEL CPO 7.7%, GFREGIO O 7.6%, GFINTER O 7.4%, ICH B 7.2%, y HCITY 7.1%. Con estas emisoras ya tenemos nuestro universo de inversión, además de considerar las emisoras mejor rankeadas en nuestros índices bajo los escenarios de corto y mediano plazo, las cuales cabe añadir: AZTECA CPO, MFRISCO A-1, OMA B, y PEÑOLES *. Con base a esta selección se podrá "calibrar" la cartera de MidySmallCap, en la cual recientemente hemos perdido terreno con respecto a nuestros "benchmark" dada la volatilidad en las cotizaciones de varias emisoras que la componen.

Revelación de los análisis

Disclosure

Certificación de los Analistas

Los Analistas que elaboran las recomendaciones respecto de los valores referidos, son: Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153), Gaspar Quijano Paredes (gquijano@vector.com.mx, ext. 3687), Rafael Escobar y Cárdenas (rescobar@vector.com.mx, ext. 3734), Marco Montañez Torres (mmontane@vector.com.mx, ext. 3706), Gerardo Cevallos Orvañanos (gcevallo@vector.com.mx, ext. 3686), Héctor Manuel Maya López (hmaya@vector.com.mx, ext. 3284), Jorge Herrera Delgadillo (Análisis Técnico, jherrera@vector.com.mx, ext. 3777), los cuáles hacen constar que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de su 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 y están basados en información pública donde se distingue la información financiera histórica de la estimada o proyectada por el área de análisis, así como sus principales supuestos. Asimismo manifiestan que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar su opinión en algún sentido específico en este documento. El listado de las emisoras objeto de las recomendaciones respecto de los valores referidos por cada uno de los Analistas es presentado en la última página o contraportada del Semanario Financiero, o en la primera página del reporte de análisis que se trate, así como el nombre e información del Analista en el pie de página de la recomendación de la emisora.

Los señores Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153) y/o Rodolfo Navarrete Vargas (rnavarre@vector.com.mx, ext. 3646) indistintamente son las personas encargadas de la revisión y aprobación de los reportes de análisis.

Declaraciones relevantes

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener inversiones en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser 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 privilegiada en su beneficio y evitar conflictos de interés.

Remuneración de Analistas

La remuneración de los Analistas se basa en el desempeño de sus actividades de manera correcta, adecuada y objetiva y dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y sus filiales 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 financiamiento corporativo, banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

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

Vector Casa de Bolsa y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a financiamiento corporativo, colocaciones, banca de inversión y servicios de corretaje, 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. Vector Casa de Bolsa o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

Vector Casa de Bolsa, en el transcurso de los últimos doce meses, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de financiamiento corporativo, 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: AB&C Leasing, Asea, Aeromex, Cemex, Chdraui, Consubanco, Cultiba, Finn, Fibramq, Funo, Gfamsa, Gfnorte, Gfinter, Gicsa, Interjet, Medica, Mexchem, Nafin, Pinfra, Sanmex, Sare.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses

Vector Casa de Bolsa o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta financiamiento corporativo, 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

Vector Casa de Bolsa o sus filiales no 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 1% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos, a excepción de las siguientes emisoras en las que se mantiene o supera dicho porcentaje: RLH, Gfamsa, IASASA, Axtel, Pasa, DATPCK, EDZ, Urbi, ACWI, Q, Pochtec, Geo, FMTY, EDC, Autlan, Cemex, CMR, Soriana, Savia, Sare, ICA, Ahmsa, Maxcom, Accelsa, Teak, Fez, VEA, Danhos.

Algunos miembros del Consejo (propietarios y/o suplentes), directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Vector Casa de Bolsa o sus filiales, fungen con alguno de dichos caracteres en las emisoras que pueden ser objeto de análisis de las siguientes emisoras: Bolsa, Gfamsa.

Guía para las recomendaciones de inversión

La Recomendación de Inversión está relacionada con el Rendimiento Total estimado del valor para el cierre de año, o cuando se indique para los próximos doce meses. El rendimiento total requerido para una recomendación depende de su relación con el rendimiento esperado para el Benchmark (IPC), sin embargo, este criterio puede ser modificado por el analista de acuerdo a su evaluación o percepción del riesgo específico de la inversión.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, invitamos 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.

Opinión de Inversión	Criterios de calificación
COMPRA	Rendimiento esperado del precio de la acción superior al esperado para el Benchmark (IPC).
MANTENER	Rendimiento esperado del precio de la acción similar al esperado para el Benchmark (IPC) y mayor al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.
VENTA	Rendimiento esperado del precio de la acción inferior del esperado para el Benchmark (IPC), o inferior o similar al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.

Determinación del valor intrínseco 12 meses

Para el cálculo del valor intrínseco 12 meses (VI 12 M) estimados 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. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo o valores intrínsecos calculados para los valores por los analistas de Vector Casa de Bolsa, 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.

Vector Casa de Bolsa	Compra	Mantener	Venta	En Revisión	No Calificada
Distribución de las calificaciones de Análisis	67%	16%	2%	14%	-
Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión	66%	16%	2%	14%	2%

Datos al 30 septiembre, 2015

Dirección de Análisis

Rodolfo Navarrete

Analista

 rnavarre@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3646

Jorge Plácido

Analista

Cemento, Fibras, Vivienda
ARA, CEMEX, FIBRAMQ, FIHO, FINN, FUNO,
TERRA

 jplacido@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3759

Gaspar Quijano

Analista

Alimentos, Papel, Tiendas de autoservicio,
Tiendas departamentales
ALSEA, BIMBO, CHDRAUI, COMERCI,
ELEKTRA, GFAMSA, GRUMA, KIMBER,
LIVEPOL, POCHTEC, SORIANA, WALMEX

 gquijano@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3687

Marco Antonio Montañez

Analista

Aeropuertos, Bebidas, Comercio
especializado, Transporte
AC, AEROMEX, ASUR, FEMSA, GAP, HCITY,
KOF, LAB, OMA, Sport

 mmontane@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3706

Rafael Escobar

Analista

Conglomerados, Financiero, Química y
Petroquímica
ALFA, ALPEK, BOLSA, C, GCARSO,
GENTERA, GFINBUR, GFNORTE, GFREGIO,
QC, SANMEX

 rescobar@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3734

Gerardo Cevallos

Analista

Construcción, Entretenimiento y Medios,
Infraestructura, Minería
AMX, AUTLAN, AXTEL, GMEXICO, ICA, ICH,
IENOVA, MEXCHEM, OHLMEX, PENOLES,
PINFRA, TLEVISA

 gcevallo@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3686

Héctor Maya

Trainee

 hmaya@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3284

Jorge Herrera

Analista

Análisis técnico

 jherrera@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3777

Ruben Ruiz Rodríguez

Administrador

Análisis técnico

 rruiz@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3257

Nadezhda Bustamante

Analista

Renta fija y cambios

 nbustama@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3154

Luis Adrián Muñiz

Analista

Economía nacional

 lmuniz@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3256

Jesús Armando Gutiérrez

Administrador

Sistemas

 agutierr@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3250

Leobardo Borboa

Analista

 lborboa@vector.com.mx

 01800-000-5860 / x3253

Ubicación

AGUASCALIENTES, AGS.

📍 Av. Universidad #1001 edif. Torre Plaza Bosques piso 7 desp. 714 y 715, Fracc. Bosques del Prado, Aguascalientes, Aguascalientes, México
C.P. 20127
☎ 01 800 832 8247

MÉRIDA

📍 Calle Veintiuno #122 por 26, Col. México, Mérida, Yuc., México
C.P. 97125
☎ (999) 927 1007

PIEDRAS NEGRAS

📍 Av. Industrial #1505, Col. Lomas del Norte, Piedras Negras, Coah., México
C.P. 26089
☎ 01 800 832 8763

TAMPICO

📍 Paseo Lomas de Rosales #101 piso 2, Col. Lomas de Rosales, Tampico, Tam., México
C.P. 89100
☎ 01 800 832 6826

CELAYA

📍 Av. Torres Landa #204 int. 2-A, Fracc. Del Parque, Celaya, Gto., México
C.P. 38010
☎ 01 800 832 8325

MÉXICO

📍 Blvd. Manuel Avila Camacho #24 piso 14, Col. Lomas de Chapultepec, México, D.F., México
C.P. 11000
☎ 01800 833 6800

PUEBLA, PUE.

📍 Av. Juárez #2505-B, La Paz, Puebla, Puebla, México
C.P. 72160
☎ 01 800 710 9703

TORREÓN

📍 Blvd. Independencia #1999 ote., Col. San Isidro, Torreón, Coah., México
C.P. 27100
☎ 01 800 832 8867

CHIHUAHUA

📍 Av. Valle Escondido #5500 Edificio Punto Alto 2, Piso 4-402, Complejo Industrial El Saucito, Chihuahua, Chih., México
C.P. 31125
☎ 01 800 832 2400

MÉXICO SUR

📍 Av. Periférico Sur #3325 piso 3, Col. San Jerónimo Lídice, Magdalena Contreras, México D.F., México
C.P. 10200
☎

PUERTO VALLARTA

📍 Blvd. Fco. Medina Acencio #2485, Zona Hotelera Norte, Puerto Vallarta, Jal., México
C.P. 48293
☎ 01 800 832 8782

TOLUCA

📍 Av. Juárez # 1039, Col. La Purísima, Metepec, Edo. de México, México
C.P. 52118
☎ 01 800 832 8125

GUADALAJARA, JAL.

📍 Av. Lázaro Cárdenas #3430 edif. Cantabria piso 5, Col. Chapalita, Guadalajara, Jalisco, México
C.P. 45040
☎ 01 800 833 6400

MONTERREY

📍 Av. Roble #565 ote., Col. Valle del Campestre, Garza García, N.L., México
C.P. 66265
☎ 01 800 832 8600

QUERÉTARO

📍 Manuel Gómez Morín #3870 piso 6, Col. Centro, Querétaro, Qro., México
C.P. 76090
☎ 01 800 832 8783

VERACRUZ

📍 Blvd. Adolfo Ruíz Cortínez #1600 piso 3 desp. 301, Fracc. Costa de Oro, Boca del Río, Ver., México
C.P. 94299
☎ 01 800 717 2973

LEÓN

📍 Paseo del Moral #502 int. 103 esq. Blvd. Campestre, Col. Jardines del Moral, León, Gto., México
C.P. 37160
☎ 01 800 832 8536

MORELIA

📍 Av. Camelinas #2650-C piso 3, Col. Prados del Carmen, Morelia, Mich., México
C.P. 58297
☎ 01 800 832 8667

SAN LUIS POTOSÍ

📍 Av. Chapultepec #1610 piso 1, Fracc. Privadas del Pedregal, San Luis Potosí, S.L.P., México
C.P. 78295
☎ 01 800 215 5558

MIAMI

📍 1001 Brickell Bay Drive, Suite 1900, Miami, FL, EU
C.P. 33131
☎ 01 800 VECTOR ext. 8285