

Femsa (FEMSA.UBD)

Aumentamos nuestros estimados de utilidades y PO por la alianza estratégica con Grupo Modelo, el acuerdo en Ecuador y las mayores aperturas de Oxxo; reducimos la proyección del ROIC por la NIIF-16; ¿es BR Distribuidora un objetivo de adquisición?

- **Aumentamos nuestros estimados de utilidades y Precio Objetivo para reflejar principalmente el mayor ritmo de aperturas de tiendas Oxxo, el aumento de los ingresos comerciales de la nueva alianza estratégica con Grupo Modelo, y los menores gastos de energía al duplicar este año el uso de energías renovables como porcentaje de la energía total utilizada a 80%.** Y, en menor medida, por las mayores utilidades debido a la incorporación este mes de la cadena ecuatoriana de farmacias GPF. Estos factores compensan ampliamente el aumento de los gastos operativos estructurales por el cambio a empleados directos de Oxxo y las contracciones anuales de doble dígito del EBITDA en Logística (hasta el 3T19). Nuestro mayor PO de US\$109.00 por ADR (el PO en pesos aumenta a P\$215.00 por acción utilizando el tipo de cambio estimado a 12 meses) implica un múltiplo VC/EBITDA objetivo de Femsa Comercio de 12.4x, en línea con el promedio histórico a tres años, y un rendimiento total estimado de 14%
- **Grupo Modelo lanzará sus principales marcas en las tiendas Oxxo en los cuatro próximos años a partir del 2T19, incluyendo la Ciudad de México.** Aunque es de esperar cierta canibalización de la cerveza Corona (y de otras marcas) a la cerveza Heineken, proyectamos un modesto aumento del crecimiento del tráfico (la mayoría en 2020). Ya que Corona tiene una participación de mercado entre dos y tres veces superior en algunos estados, creemos que existe un riesgo de alza adicional de crecimiento de las VMT de Oxxo.
- **En cuanto a las adquisiciones de Femsa Comercio, no nos sorprendería ver al menos una adquisición complementaria en 2019, incluyendo una potencial entrada en Brasil mediante la compra de los derechos de franquicia de las tiendas de conveniencia de BR Distribuidora (que serán vendidos en el 2S19).** Nuestra valuación inicial sugiere un ticket de US\$80-US\$100 millones, pero un significativo potencial a largo plazo de más de 7,000 unidades (vs. las más de 18,000 tiendas Oxxo en México). Cabe mencionar, que en octubre de 2019 finaliza el periodo de restricción de venta de acción de dos años de Femsa para la venta de su participación en Heineken de US\$3,000 millones.
- **Nuestro modelo de utilidades incorpora actualmente la aplicación de la norma contable NIIF-16 a partir del 1T19.** Como consecuencia, el EBITDA del grupo registraría un único aumento de 17% este año, mientras que el ROIC se contrae 1,100 p.b. a aproximadamente 22% (Figura 3). El principal catalizador de estos cambios son los arrendamientos operativos de Oxxo.

- Cambio de Estimados
- Cambio de Precio Objetivo

Neutral	2
Precio BMV (13 mayo 2019 16:00)	P\$188.06
Precio Objetivo BMV*	P\$215.00
de P\$206.00	
Precio ADR (13 mayo 2019 16:00)	US\$97.72
Precio Objetivo ADR	US\$109.00
de US\$105.00	
Rendimiento Esperado	11.5%
Rendimiento por Dividendos	2.0%
Rendimiento Total Esperado	13.6%
Valor de Mercado	P\$598,648M
	US\$31,133M

*El analista publica su PO en US\$ y realiza el cálculo del Precio Objetivo equivalente en P\$.

Estimados	2018A	2019E	2020E	2021E	1T19A	2T19E	3T19E	4T19E
Ventas (mill. P\$)	469,744	518,384	556,997	604,806	115,938	131,800	133,244	137,402
EBITDA aj. (mill. P\$)	70,637	80,321	88,384	96,899	15,612	20,073	20,457	24,179
Margen EBITDA aj. (%)	15.0	15.5	15.9	16.0	13.5	15.2	15.4	17.6
Utilidad Neta (mill. P\$)	22,892	28,669	37,928	44,070	2,233	5,398	9,574	11,464
UPA (P\$)	63.98	80.12	106.00	123.16	6.24	15.08	26.76	32.04

Valuación				Razones	2018A	2019E
VC/EBITDA aj.	9.8	9.0	8.1	7.2 ROE aj. (%)	9.0	11.0
P/U	29.2	23.3	17.6	15.2 ROIC aj. (%)	10.5	10.8
FLE (%)	4.6	4.3	5.4	7.1 Deuda/Capital (%)	32.0	30.4

Fuente: Reportes de la compañía y dataCentral, Citi Research

Alexander Roberts ^{AC}

Sergio Matsumoto

Contacto:

Mesa de Análisis (Ext 10717)
mesadeanalismx@citi.com

Ver Anexo A-1 para certificación del analista, declaraciones importantes y declaraciones de analistas no estadounidenses.

Citibanamex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, integrante del Grupo Financiero Citibanamex, es una empresa integrante del Grupo Económico denominado Citigroup. Este último, a través de múltiples filiales y empresas económicamente relacionadas, dentro y fuera de México, tiene o puede tener negocios con compañías cubiertas en sus reportes de análisis. Como resultado, los inversionistas deben tomar en cuenta que cualquiera de estas empresas, pudiera tener conflictos de intereses que podrían afectar la objetividad de este reporte de análisis. Los inversionistas deben considerar este reporte solamente como un factor individual dentro de la toma de decisiones de inversión. Algunos productos (los cuales no son inconsistentes con el reporte de análisis publicado por el autor) únicamente están disponibles en los portales de las filiales y empresas integrantes del Grupo Económico denominado Citigroup.

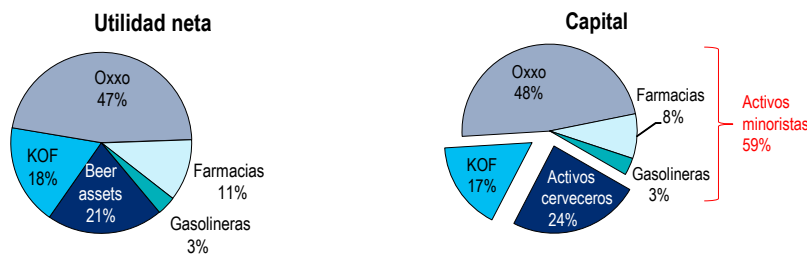
Traducción oficial del reporte original en inglés publicado en Citi Velocity realizada por el traductor designado por Citi Research.

Los activos de Femsa Comercio se acercan al 60% del valor de mercado de Femsa

La contribución de Femsa Comercio al valor de mercado de Femsa ha aumentado 20 p.b. en cinco años

Los activos Femsa Comercio, el negocio minorista de Femsa, se encuentran cerca de alcanzar el 60% del valor de mercado consolidado de Femsa, un máximo histórico, debido a la aceleración de las aperturas de Oxxo, otros catalizadores de utilidades de Femsa Comercio, recientes adquisiciones (Ecuador), y la apreciación del precio de Heineken. En el 1T18, el porcentaje era de 53% (ver nuestro reporte *Femsa – Aumentamos PO por la actualización de Femsa Comercio; su contribución a la valuación del grupo alcanza récord; margen casi sin cambio en Oxxo por el aumento salarial*, publicado el 22 de enero de 2018), poco después de la venta en el 4T17 de una participación de 5% en Heineken, y muy superior al 39% de hace cinco años. El 80% de los activos de Femsa Comercio (en cuanto al EBITDA) corresponden a su negocio de rápido crecimiento Oxxo, el cual tiene un mayor múltiplo de valuación implícito vs. su participación minoritaria de 15% en Heineken y vs. su participación controladora en la embotelladora de The Coca-Cola Co., Coca-Cola Femsa. Ya que esperamos que Femsa Comercio continúe aumentando su contribución a la valuación de Femsa, los accionistas deberían esperar una gradual expansión del múltiplo de valuación del grupo en el tiempo. Cabe mencionar, que Femsa Comercio representa aproximadamente el 61% de la utilidad mayoritaria neta de Femsa.

Figura 1. Femsa: Desglose de la utilidad mayoritaria neta y del valor de mercado consolidado, 2019E



Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

El aumento más reciente del valor de mercado de Femsa Comercio (y una razón por la que aumentamos nuestros estimados de utilidades) ocurrió a principios de este mes, cuando Femsa incorporó a sus estados financieros a la operadora de las farmacias ecuatorianas, Corporación GPF. La adquisición fue anunciada en el 1T19, pero no quedó finalizada hasta el 30 de abril. La compra de GPF, la principal cadena de farmacias de Ecuador, con una participación de mercado de 25%, añade aproximadamente 620 tiendas a Femsa, un incremento de 26% a la división de farmacias de Femsa. Esta operación aumenta en aproximadamente 3% nuestro EBITDA anual estimado de Femsa Comercio, y hace que la división de farmacias (cuidados de salud) represente casi el 20% del EBITDA de Femsa Comercio.

Las farmacias en Ecuador añaden ~3% al EBITDA de Femsa Comercio...

GPF no es una historia de reactivación; sin embargo, creemos que existe un amplio margen para que Femsa utilice su experiencia en logística de pequeños comercios y de la cadena de suministro para impulsar la expansión del margen. Por ejemplo, las autoridades reguladoras de Ecuador

ya han aprobado la venta de genéricos fabricados en Chile por la cadena de farmacias local Socofar, y esperamos que se comercialicen bajo el formato de las farmacias SanaSana de GPF (las cuales tienen un rango de entre 40 y 150 metros cuadrados de piso de ventas, vs. un promedio de 90 metros cuadrados de Oxxo). Otra posibilidad sería un mayor enfoque de Femsa en los productos de belleza de gama alta del formato Fybeca de GPF.

...y creemos que Femsa pagó un precio justo

Estimamos que Femsa pagó aproximadamente un múltiplo VC/EBITDA implícito de 9.0x por GPF. Esta transacción parece ser atractiva y generadora de utilidades para los accionistas, ya que es inferior al múltiplo estimado de la división. Asimismo, suponemos que los nuevos activos tienen un mayor margen EBITDA que las farmacias mexicanas, y ligeramente inferior al de la cadena chilena de farmacias Socofar. Cabe mencionar, que GPF es propiedad al 100% de Socofar, lo que implica que Femsa posee el 60% de la cadena (ya que Femsa posee el 60% de Socofar). En total, Femsa tiene una participación controladora de 68% de la división de farmacias de Femsa Comercio. En adelante, creemos que es probable que Femsa realice más adquisiciones de farmacias, y cabe indicar que Argentina, Colombia y Perú han sido mencionadas como mercado objetivo. En México, creemos que Femsa analiza constantemente las numerosas cadenas de farmacias privadas que cuenta con menos de 200 unidades.

Figura 2. Desglose de Femsa Comercio (2019E): El segmento de Cuidados de Salud/Farmacias representa casi el 20% del EBITDA de Femsa Comercio

	Oxxo		Total	Farmacias México			Total	Gasolineras	Total
	México	Oxxo Internac.	Oxxo	México	Socofar	Ecuador	Cuid. Salud	México	F. Comercio
Países	México	Ch. Col. Perú		México	Chile, Col.	Ecuador		México	
Marcas	Oxxo	Oxxo, Big John		Iza, Moderna, FarmaCon	Cruz Verde, Maicao, Farmasanitas	Fybeca, SanaSana		Oxxo Gas	
Unidades (tiendas)	19,249	300	19,549	1374	1177	620	3171	589	23,309
Ventas	187,291	1,281	188,572	29,351	30,105	9,212	68,668	48,831	306,071
EBITDA	28,833	217	29,049	1,992	3,923	947	6,861	2,102	38,012
Margen EBITDA	15.5%	10.1%	15.4%	6.7%	13.3%	10.1%	10.0%	4.3%	12.4%

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research bajo la NIIF-16

Vemos tres nuevos catalizadores de Oxxo este año

Otro impulso al valor de Femsa Comercio este año está relacionado con Oxxo, donde vemos tres catalizadores de crecimiento de las utilidades: 1) un mayor número de aperturas de nuevas tiendas; 2) un incremento de los ingresos comerciales de la alianza estratégica con Grupo Modelo; y 3) un considerable aumento del uso de energías renovables, más baratas que las fuentes de energía tradicionales.

Estos factores compensan ampliamente el crecimiento menor de lo esperado del ticket este año, como se apreció en el 1T19, lo cual refleja en parte el mayor crecimiento de los servicios de menor ticket. Cabe recordar, que los tickets promedio de servicios pueden llegar ser tan bajos como una tercera parte del tamaño de los tickets no relacionados con servicios. Tras varios años de crecimiento sostenido de doble dígito, ahora tienen un impacto más significativo en el crecimiento general de las ventas de Oxxo.

El ritmo de apertura de tiendas Oxxo aumenta 100 p.b.

Durante la reciente conferencia de resultados del 1T19, la administración sugirió que las aperturas anuales de Oxxo en México podrían superar las 1,300 unidades, un nivel que creemos que Femsa anuncia formalmente por primera vez. Recordamos que hace no muchos años la guía de apertura de tiendas era “superior a 1,100 unidades”. Asimismo, el negocio internacional de Oxxo (unidades en Chile, Colombia y Perú), aunque tan sólo representa una fracción de Oxxo México, va camino de duplicar potencialmente el número de unidades, según la administración. Ambos factores sugieren un aumento de ~15% de las aperturas anuales, lo cual incrementaría la tasa de crecimiento de la apertura de nuevas tiendas en aproximadamente 100 p.b. a ~8.5% a partir de ahora.

Oxxo iniciará la venta de cerveza Corona el próximo mes en la Ciudad de México, ¿un aumento estructural en los ingresos comerciales?

En cuanto a las energías renovables, 2019 es el año en que Femsa duplicará su uso, lo cual esperamos que ayude a reducir los gastos operativos de Oxxo en el futuro. A finales de 2018, el 40% de la electricidad de Femsa era renovable, y la compañía espera alcanzar el 80% para finales de 2019, como confirmó durante la conferencia de resultados del 1T19. Dada la importancia de la electricidad para alimentar los refrigeradores de Oxxo (electricidad y salarios son los dos principales componentes de los gastos operativos), esperamos una mejora de los márgenes.

Otro factor de un mayor crecimiento este año son los ingresos comerciales de Grupo Modelo y el aumento del tráfico por el lanzamiento programado en un periodo de cuatro años de las marcas de Grupo Modelo en las tiendas Oxxo. Tras el lanzamiento en Guadalajara en abril de 2019 (la tercera ciudad más grande de México), las tiendas Oxxo comenzarán a vender a partir de junio de este año las marcas Corona, Modelo Especial, Victoria y otras de Grupo Modelo en la Ciudad de México y en el estado de México. Cabe recordar, que las ventas de las marcas Modelo son hasta tres veces superiores a las de las marcas Heineken en estos estados. Sin embargo, creemos que el impacto más significativo corresponderá a los ingresos comerciales, a medida que ABL (el propietario de Grupo Modelo) y Heineken tratan de colocar su publicidad y programas promocionales en las tiendas. Asimismo, cabe mencionar que la expansión del margen bruto mayor de lo esperado en el 1T19 de Oxxo superior a 200 p.b. (a pesar del menor crecimiento de las VMT) fue una de las mayores en un primer trimestre, una magnitud que esperamos usualmente durante el cuarto trimestre, el periodo de más ventas de Oxxo en todo el año. Como consecuencia, creemos que Oxxo ha comenzado en 2019 a ver un aumento estructural de los ingresos comerciales anuales.

Después de la Ciudad de México, el lanzamiento de las marcas de Grupo Modelo se expandirá a los estados de Guanajuato y Michoacán, y continuará a nivel nacional. Para 2022, el programa debería finalizar en el estado de Nuevo León, que incluye a Monterrey, y donde creemos que Grupo Modelo tiene una de las participaciones de mercado relativamente más bajas vs. las marcas de Heineken.

Estimamos que el ROIC de Oxxo se contraerá más de 1,000 p.b. a ~20% con la NIIF-16

Como consecuencia de la adopción de la NIIF-16 este año, estimamos una contracción del ROIC de Oxxo de más de 1,000 p.b., a un rango de entre 20% y 22%. Este nivel se situaría entre los cinco ROIC más altos en nuestro universo de compañías latinoamericanas de consumo, pero muy por debajo de sus niveles históricos. Un supuesto crucial en nuestro cálculo del ROIC es el monto de los activos a largo plazo estimados asociados con Femsa Logística y Femsa Corporativo. Aunque la menor métrica de rentabilidad refleja un puro cambio contable, impacta de manera

desproporcionada a aquellas minoristas de activos relativamente “más ligeros”, es decir, aquellas con menos arrendamientos operativos, y aquellas con arrendamientos a plazos más largos, de más de 15 años (lo que ocurre con la mayoría de las tiendas Oxxo en México).

Figura 3. Femsa: Cálculo del ROIC

	Antes NIIF-16	Después NIIF-16	Cambio
Grupo Femsa			
Utilidad operativa neta después de impuestos (NOPAT)	31,407	34,539	10.0%
Activos a largo plazo	304,459	304,459	0.0%
Capital de trabajo	16,532	16,532	0.0%
Ajuste NIIF-16		51,220	NA
Capital invertido	320,991	372,211	16.0%
ROIC Femsa	9.8%	9.3%	(50 bps)
Oxxo			
Utilidad operativa	14,077	15,744	11.8%
Impuestos	-4,293	-4,802	11.8%
NOPAT	9,784	10,942	11.8%
IC implícito	29,647	29,647	0.0%
Ajuste NIIF-16		20,488	NA
Capital invertido	29,647	50,135	69.1%
ROIC Oxxo	33.0%	21.8%	(1120 bps)

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Figura 4. BR Distribuidora: Supuestos preliminares

Tiendas de conveniencia (unidades)	1,367
Tasa de regalías	5%
Ventas a nivel de tiendas	1,342
Ingresos de regalías (mill. R\$)	67.1
Margen EBITDA	55%
EBITDA (mill. R\$)	36.9
VC/EBITDA (x)	9.0
VC (mill. R\$)	332
EV (mill. US\$)	86

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

La mayoría de las minoristas mexicanas han sufrido un impacto negativo en el ROIC tras la implantación de la NIIF-16; sin embargo, el mayor impacto ha correspondido a Oxxo, según nuestros estimados. Esto se debe al hecho de que menos del 10% de sus tiendas son de su propiedad, y la mayoría de sus activos de distribución o bien no están arrendados, o están dentro de Logística. Entre las minoristas mexicanas, también cabe mencionar que Liverpool (recomendación de Compra) ha sufrido uno de los menores impactos, ya que es propietaria de la mayoría de sus tiendas. Femsa divulgó el mes pasado sus utilidades reexpresadas y el derecho de uso de los arrendamientos (la primera compañía mexicana en hacerlo). Como consecuencia, nuestros estimados financieros de 2018 están expresados bajo la NIIF-16, y no son comparables a 2017.

Aunque no sería un ticket grande (estimamos ~US\$86 millones), creemos que Femsa podría estar considerando seriamente entrar en el mercado brasileño de tiendas de conveniencia mediante la potencial adquisición de los derechos de franquicia del formato “BR Mania” de BR Distribuidora. Este formato contaba con 1,367 unidades a fin de 2018 ubicadas en gasolineras de BR, y cuenta con una participación de mercado de 24%, además de otras 108 unidades en aeropuertos, con una participación de mercado de 56% en este segmento. Entendemos que BR Distribuidora planea vender estos activos durante el 2S19, y que actualmente ha recibido ofertas de entre tres y cinco compradores potenciales (suponemos que Femsa es una de las interesadas).

Un acuerdo representaría la tercera incursión de Femsa en Brasil. La compañía adquirió los derechos de embotellado de Coca-Cola en Sao Paulo y

Santos para su embotelladora Coca-Cola Femsa (KOF). Desde entonces, KOF ha expandido su presencia a Belo Horizonte (la tercera ciudad más grande de Brasil), y a los estados sureños de Paraná y Río Grande do Sul. Estas áreas serían con toda probabilidad el centro de una potencial expansión de las tiendas BR Mania bajo propiedad de Femsa Comercio. Asimismo, Femsa adquirió los activos cerveceros de Molson, aunque posteriormente los vendió a Heineken en 2010.

Las tiendas de conveniencia de BR serían un buen complemento estratégico para Femsa Comercio

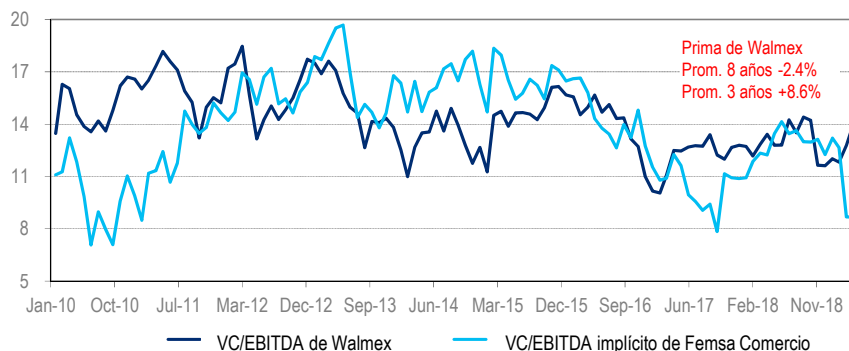
Si Femsa adquiere las tiendas de conveniencia de BR, creemos que parte de su plan a largo plazo sería transformar la franquicia en un modelo propiedad de la compañía. Bajo este plan, Femsa aumentaría sus inversiones en efectivo, traería de México sus mejores prácticas de la cadena de suministro a pequeños formatos, aprovechando sus activos de logística en Brasil y la propiedad de Coca-Cola Femsa, la mayor embotelladora de refrescos de Brasil.

Femsa probablemente utilizaría efectivo para comprar la franquiciadora brasileña con el paso del tiempo que, al fin de 2018, contaba con 7,665 unidades. Nuestro analista de petróleo y gas para Latinoamérica, Pedro Medeiro, cree que en este escenario, BR mantendría una participación en una potencial “alianza estratégica”. Medeiro tiene una recomendación de Compra de las acciones de BR Distribuidor, debido en parte a un rendimiento estimado del FLE de doble dígito este año, y la posibilidad de expansión del margen mediante la optimización de gastos.

Valuación

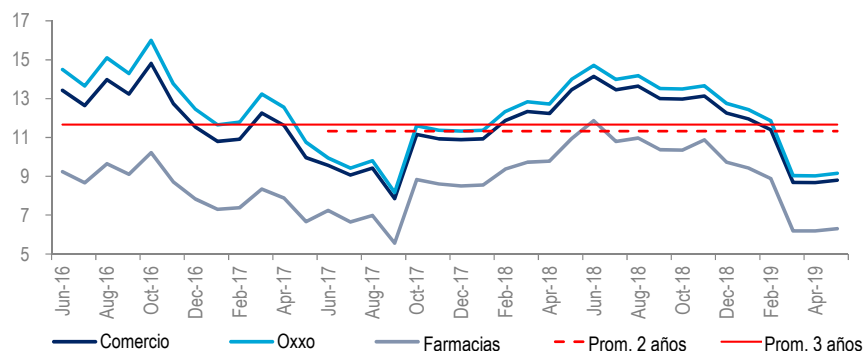
Las mayores utilidades esperadas en Femsa Comercio nos llevan a aumentar nuestro PO de Femsa a US\$109 por ADR (en pesos a P\$215.00 por acción), con base en un análisis bajo la metodología de flujos de efectivo descontados (los PO de KOF y Heineken se mantienen sin cambios en nuestro análisis). Aunque el rendimiento total esperado no es suficiente (potencial de alza a 12 meses del precio de la acción más rendimiento de dividendo) para que aumentemos nuestra recomendación a Compra, reiteramos nuestra recomendación de Neutral, enfatizando nuestro potencial de alza de doble dígito de la acción. A nuestro PO, Femsa Comercio y Oxxo cotizarían a 12.1x y 12.4x el múltiplo VC/EBITDA, respectivamente. La comparabilidad a su múltiplo histórico es limitada debido al impacto de la NIIF-16 en el EBITDA, el cual es superior al impacto a la deuda neta. Lo que hemos notado es que el múltiplo VC/EBITDA implícito de Femsa Comercio ha sido inferior al de Walmex desde 2017, el primer descuento multianual desde 2010. Parte de este hecho refleja la adquisición de y la expansión en activos minoristas que ofrecen un menor ROIC que Oxxo, pero también que Walmex ha alcanzado nuestro PO. Actualmente, Walmex cotiza a una prima de 51% vs. Femsa Comercio.

Figura 5. Múltiplo VC/EBITDA implícito de Femsa Comercio vs. Walmex



Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Figura 6. Múltiplo VC/EBITDA de Femsa Comercio, Oxxo, y farmacias (a tres años)



Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Figura 7. Valuación de suma de las partes (en millones de US\$, excepto ADR)

Activos de Femsa	VC	Capital	Participación Femsa (%)	Participación Femsa (monto)	Como % del capital total
Activos cerveceros	NA	62,911	14.8%	9,286	24.0%
Coca-Cola Femsa	15,388	13,143	47.9%	6,295	16.3%
Tiendas de conveniencia (Oxxo)	20,382	18,317	100.0%	18,317	47.8%
Farmacias	4,704	4,704	67.5%	3,175	8.3%
Gasolineras	1,228	1,228	100.0%	1,228	3.2%
(deuda neta compañía holding)/efectivo neto				(737)	
Total				37,565	
Precio Objetivo (US\$/ADR)				110.00	

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Revisión de estimados

Los principales cambios a nuestros estimados de utilidades de Femsa (excluyendo la NIIF-16) están relacionados con los activos de Oxxo, de Femsa Comercio. La revisión se debe principalmente a una mayor tasa de apertura de tiendas en México y al aumento de los ingresos comerciales. Asimismo, incorporamos la recientemente adquirida cadena de farmacias ecuatoriana a partir del 2T19. Nuestros estimados de KOF permanecen sin cambios, y utilizamos los estimados del consenso para Heineken.

Figura 8. Femsa Comercio: Revisión de estimados

	2019E			2020E		
	Anterior	Nuevo	Cambio	Anterior	Nuevo	Cambio
Ventas	299,406	306,071	2.2%	333,679	339,114	1.6%
EBITDA	28,763	38,012	32.2%	30,582	43,405	41.9%
Margen EBITDA	9.6%	12.4%	280bps	9.2%	12.8%	360bps
EBITDA antes NIIF-16	28,763	29,683	3.2%	30,582	32,827	7.3%
Margen EBITDA	9.6%	9.7%	10bps	9.2%	9.7%	50bps

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Nuestros principales cambios a los estimados de Femsa están relacionados con la adopción de la NIIF-16 a partir del 1T19, entre ellos menores gastos operativos y mayor depreciación y amortización.

Figura 8. Femsa: Revisión de estimados

	2019E			2020E		
	Anterior	Nuevo	Cambio	Anterior	Nuevo	Cambio
Ventas	508,058	518,384	2.0%	550,910	556,997	1.1%
EBITDA	68,774	80,321	16.8%	73,535	88,384	20.2%
Margen EBITDA	13.5%	15.5%	200bps	13.3%	15.9%	260bps
EBITDA antes NIIF-16	68,774	70,142	2.0%	73,535	77,187	5.0%
Margen EBITDA	13.5%	13.5%	0bps	13.3%	13.9%	60bps
Utilidad neta	27,730	28,669	3.4%	35,556	37,928	6.7%

Fuente: Reportes de la compañía y estimados de Citi Research

Caso Optimista vs. Caso Pesimista: Femsa (FEMSA)

Caso Optimista vs. Pesimista: Femsa (FEMSA.UBD)

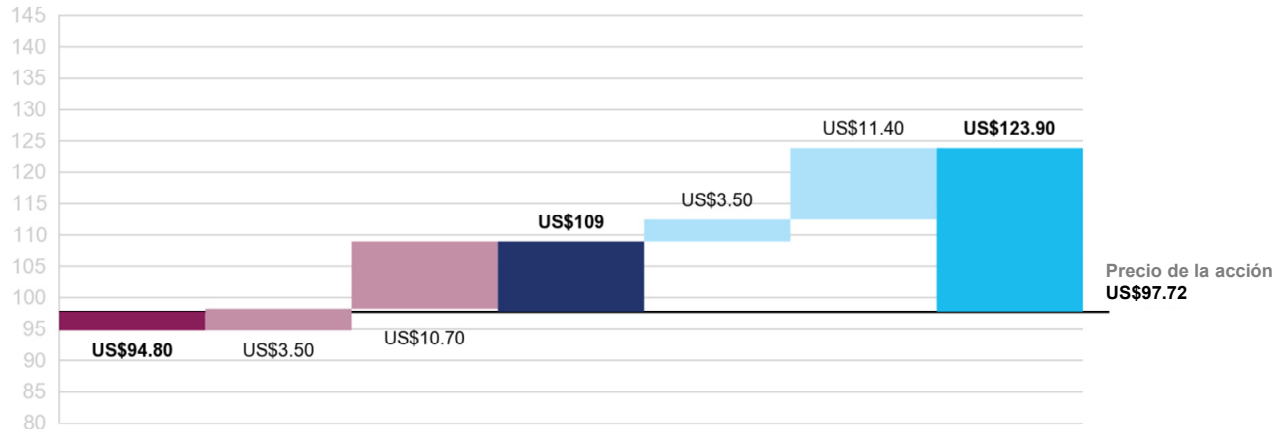


Precio Objetivo – US\$109

Recomendación – Neutral

Retorno Total Esperado – 12%

Diferencial Optimista vs. Pesimista – 30 p.p.



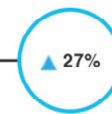
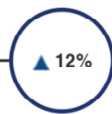
Contracción de 1.0x del múltiplo VC/EBITDA

Contracción de 50 p.b. del margen EBITDA



Expansión de 50 p.b. del margen EBITDA

Expansión de 1.0x del múltiplo VC/EBITDA



Precio de la acción US\$97.72

Fuente: Citi Research

* Precio de la acción al 13 de mayo de 2019 a las 16:00 hr.



US\$123.9

- Expansión de 50 p.b. de margen EBITDA
- Expansión de 1.0x de múltiplo VC/EBITDA



US\$109

- Los márgenes EBITDA de 2019 se mantienen sin cambios



US\$94.8

- Contracción de 50 p.b. de margen EBITDA
- Contracción de 1.0x de múltiplo VC/EBITDA

Liverpool

Estrategia de inversión¹

Nuestra recomendación de Compra de Liverpool se basa en la recuperación del margen EBITDA vs. las partidas no recurrentes en 2017 y en la mayor contribución de Suburbia con un aumento del crecimiento de las marcas privadas de mayor margen. Consideramos que la actual valuación baja de Liverpool refleja una asociación errónea por los inversionistas con las difíciles perspectivas de sus pares estadounidenses de tiendas departamentales.

Valuación

Nuestro Precio Objetivo de P\$180.00 por acción utiliza un análisis de valuación de suma de las partes. Valoramos al segmento comercial orgánico (incluyendo los créditos al consumidor) y a Suburbia utilizando un análisis de flujos de efectivo descontados. Asimismo, valuamos el segmento inmobiliario utilizando una tasa de capitalización de un dígito alto en línea con las FIBRAS mexicanas. La razón P/U implícita objetivo está a un descuento de 16% vs. su promedio histórico.

Riesgos

Varios factores podrían impactar a Liverpool y su influencia podría ser mayor de lo que proyectamos, lo que podría impedir que la acción alcance nuestro PO. Los principales riesgos son: 1) una desaceleración mayor de la esperada del gasto discrecional en México; 2) una mayor competencia de otras tiendas departamentales o de plataformas de comercio electrónico (*e-commerce*); 3) provisiones por cartera vencida mayores de las esperadas en el segmento de crédito al consumo; y 4) obstáculos de integración tras la fusión con Suburbia. Si el impacto en la compañía de cualquiera de estos factores resulta ser mayor del que anticipamos, la acción podría tener dificultades para alcanzar nuestro PO.

Femsa

Descripción de la compañía

FEMSA, con sede en Monterrey, México, es una empresa líder de bebidas en Latinoamérica. La compañía controla Coca-Cola FEMSA (KOF) con una participación de 47.9%, la mayor embotelladora de Coca-Cola en Latinoamérica y en el mundo, que produce, distribuye y vende bebidas de la marca registrada Coca-Cola en nueve países latinoamericanos (México y Brasil representan aproximadamente el 52% y el 21% del EBITDA de KOF). FEMSA también controla el 100% de FEMSA Comercio (Oxxo), que opera la cadena de tiendas de conveniencia Oxxo y cadenas de farmacias. Asimismo, Femsa posee Oxxo GAS, una cadena de gasolineras. Femsa posee el 15% de las acciones de Heineken, las cuales recibió como pago por la venta de sus activos cerveceros en México en 2010.

¹ La Estrategia de Inversión se obtuvo de la nota original en inglés más reciente sobre la compañía en cuestión en la que se publicó dicha sección.

Estrategia de inversión

Nuestra recomendación de Neutral se basa en una revisión de la valuación y en un crecimiento de las VMT ligeramente mayor en Oxxo. Con la esperada reanudación del crecimiento de los salarios reales en el 2S19, los activos de Oxxo están mejor posicionados si los consumidores adquieren productos de mayores precios que la mayoría de las otras acciones mexicanas de consumo, incluyendo las minoristas de alimentos. A nuestro PO, el múltiplo VC/EBITDA implícito de Oxxo estaría en línea con su promedio histórico a tres años. Sin embargo, las farmacias cotizarían a una prima vs. su promedio histórico a tres años, lo cual creemos que está justificado tras una integración de tres años de sus marcas adquiridas en México, la cual ha impactado negativamente a los activos que operan con un margen EBITDA de un sólo dígito bajo.

Valuación

Valuamos a Femsa utilizando nuestra metodología de suma de las partes, lo que resulta en nuestro PO a 12 meses de P\$215.00 por acción o de US\$109.00 por ADR. Utilizamos una combinación de nuestras metodologías de flujos de efectivo descontados y de suma de las partes para KOF, la metodología de flujos de efectivo descontados para Oxxo y el segmento de restaurantes de comida rápida, la metodología de flujos de efectivo descontados para las farmacias, el múltiplo EBITDA para las gasolineras, y el Precio Objetivo del consenso para los activos cerveceros. Estimamos un crecimiento de las VMT de un sólo dígito medio en Oxxo y una apertura de 1,300 nuevas tiendas. A nuestro PO, Femsa Comercio y Oxxo cotizarían a 12.1x y 12.4x el múltiplo VC/EBITDA, respectivamente. La comparabilidad a su múltiplo histórico es limitada debido al impacto de la NIIF-16 en el EBITDA, el cual es superior al impacto a la deuda neta. Lo que hemos notado es que el múltiplo VC/EBITDA implícito de Femsa Comercio ha sido inferior al de Walmex desde 2017, el primer descuento multianual desde 2010. Parte de este hecho refleja la adquisición de y la expansión en activos minoristas que ofrecen un menor ROIC que Oxxo, pero también que Walmex ha alcanzado nuestro PO.

Riesgos

Para KOF, nuestra principal preocupación es Argentina, donde la compañía obtiene aproximadamente el 7% de su EBITDA consolidado estimado. Consideramos que las compañías que operan en Argentina enfrentan tres grandes riesgos: la creciente inflación, las restricciones a la convertibilidad del dólar, y los crecientes costos laborales. Otro riesgo que impactaría negativamente en nuestros estimados de utilidades de KOF sería una fuerte depreciación del peso mexicano, ya que muchos de sus costos de producción están vinculados al dólar. Por último, la flexibilidad de los precios en México podría verse afectada por la creciente competencia, lo que podría llevar a precios irracionales en algunas regiones.

Para Oxxo, nuestro principal riesgo en el corto plazo sería la volatilidad del peso mexicano, la eliminación del TLCAN y las elecciones presidenciales. Un riesgo adicional sería una brusca desaceleración económica en el norte de México, donde la densidad de población es la mayor (frente a la región central de México). Un crecimiento más lento del esperado en el sureste de México impactaría negativamente al segmento de farmacias. El negocio de las gasolineras está sujeto a riesgo regulatorio por la política energética de México.

Si el impacto de los riesgos mencionados resulta ser mayor o menor de lo esperado, las acciones podrían no alcanzar o exceder nuestro Precio Objetivo.

Anexo A-1

Certificación del Analista

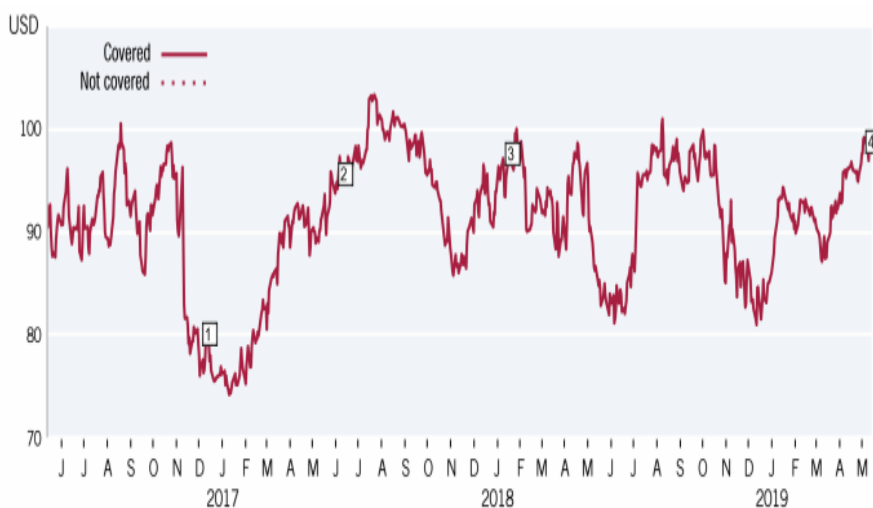
Los analistas principalmente responsables de la preparación y contenido de este reporte de análisis están (i) designados como “AC” en la sección del autor de la portada, o (ii) nombrados en negritas al costado del contenido que es atribuible a dicho analista. Si se designan varios analistas con certificación AC en la sección del autor de la portada, cada analista está certificando con respecto a la totalidad del reporte de análisis, excepto (a) el contenido atribuible a otro analista certificador AC nombrado en negrita al costado del contenido; y (b) las opiniones expresadas únicamente con respecto a una emisora específica atribuibles a otro analista certificador AC identificado en las gráficas de precios o en las tablas de historial de recomendación para la emisora mostradas más adelante. Cada analista certifica, con respecto a las secciones de este reporte para las cuales es responsable: (1) que las opiniones expresadas en el mismo reflejan fielmente sus opiniones personales en relación a cada emisora y valor referenciado, y que fueron preparadas de manera independiente, incluso con respecto a Citigroup Global Markets Inc. y sus afiliadas; y (2) que ninguna parte de la compensación del analista estuvo, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas declaradas por el analista en este reporte de análisis.

DECLARACIONES IMPORTANTES

Femsa (FMX)

Ratings and Target Price History Fundamental Research

Analyst: Alexander Roberts



	Date	Rating	Target Price	Closing Price
1	13-Dec-16 00:02:28	1	*100.00	79.11
2	12-Jun-17 16:00:00	*2	100.00	94.64

	Date	Rating	Target Price	Closing Price
3	21-Jan-18 19:00:00	2	*105.00	96.65
4	13-May-19 19:49:45	2	*109.00	97.72

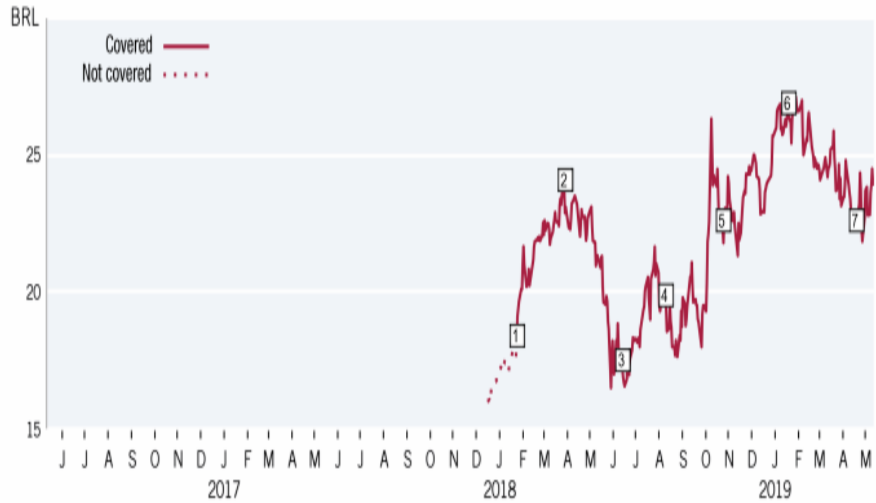
*Indicates Change

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

BR Distribuidora (BRDT3.SA)

Ratings and Target Price History Fundamental Research

Analyst: Pedro Medeiros
Covered since January 23 2018



	Date	Rating	Target Price	Closing Price
1	23-Jan-18 00:00:00	*1	*23.00	18.03
2	27-Mar-18 07:48:39	1	*29.00	23.71
3	11-Jun-18 06:43:58	1	*27.50	17.14

	Date	Rating	Target Price	Closing Price
4	08-Aug-18 06:53:44	1	*26.50	19.55
5	23-Oct-18 09:43:43	*2	*24.50	22.27
6	17-Jan-19 07:15:38	2	*28.00	26.50

	Date	Rating	Target Price	Closing Price
7	17-Apr-19 18:56:42	*1	28.00	22.25

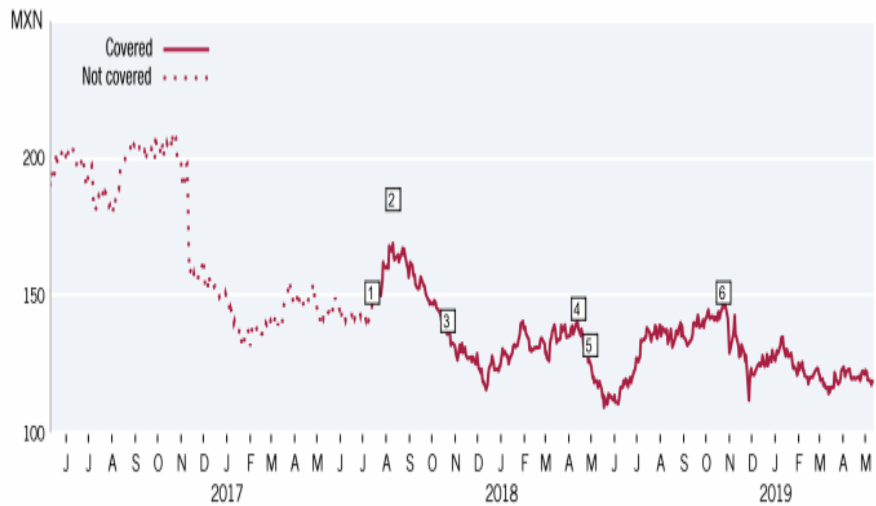
*Indicates Change

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

Liverpool (LIVEPOLC1.MX)

Ratings and Target Price History Fundamental Research

Analyst: Sergio Matsumoto
Covered since July 12 2017



	Date	Rating	Target Price	Closing Price
1	12-Jul-17 00:38:15	*1	*180.00	145.75
2	09-Aug-17 19:20:04	*2	180.00	168.96

	Date	Rating	Target Price	Closing Price
3	22-Oct-17 20:26:37	*1	180.00	135.88
4	12-Apr-18 05:56:43	1	*170.00	140.00

	Date	Rating	Target Price	Closing Price
5	29-Apr-18 21:05:54	1	*155.00	126.60
6	22-Oct-18 21:54:10	1	*180.00	145.86

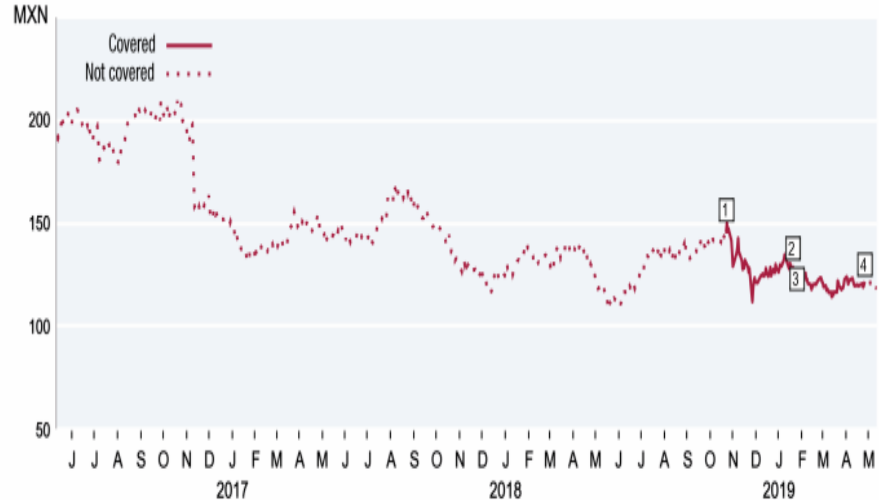
*Indicates Change

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

Liverpool (LIVEPOLC1.MX)

Catalyst Watch Research

Analyst: Sergio Matsumoto
Covered since July 12 2017



	Date	Expected Direction	Duration	Closing Action Price
1	22-Oct-18 21:54:10	Upside	90 Days	Open 145.86
2	20-Jan-19 15:04:49	Upside	90 Days	Close 127.66

	Date	Expected Direction	Duration	Closing Action Price
3	24-Jan-19 18:08:19	Upside	90 Days	Open 123.39
4	24-Apr-19 15:07:48	Upside	90 Days	Close 119.72

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

Grupo Financiero CitiBanamex, S.A. de C.V. o una de sus subsidiarias, tuvo en su portafolio de inversión o cartera de inversión el 1% o más de su posición invertido en títulos de Fomento Economico Mexicano SAB de CV al cierre de al menos uno de los últimos tres meses.

En los últimos 12 meses, Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., han actuado como líderes o colideres de una oferta de valores de: Femsa, BR Distribuidora.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., han recibido durante los últimos 12 meses de Femsa, BR Distribuidora, Liverpool compensaciones por servicios proporcionados por Banca de Inversión.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., espera o buscará recibir de BR Distribuidora compensaciones durante los próximos tres meses por servicios proporcionados por Banca de Inversión.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., han recibido de Femsa, BR Distribuidora, Liverpool compensaciones por productos o servicios diferentes de los proporcionados por Banca de Inversión durante los últimos 12 meses.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., actualmente tiene, o ha tenido durante los pasados 12 meses, la(s) siguiente(s) empresa(s) como cliente(s) de Banca de Inversión: Femsa, BR Distribuidora, Liverpool.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., actualmente tiene, o ha tenido durante los pasados 12 meses, la(s) siguiente(s) empresa(s) como cliente(s) para servicios con valores, no relacionados con los servicios proporcionados por Banca de Inversión: Femsa, BR Distribuidora, Liverpool.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., actualmente tiene, o ha tenido durante los pasados 12 meses, la(s) siguiente(s) empresa(s) como cliente(s) en cuanto a servicios que no se encuentran relacionados con valores, ni con servicios proporcionados por Banca de Inversión: Femsa, BR Distribuidora, Liverpool.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., tiene un interés financiero significativo en relación a Femsa, BR Distribuidora. Se entiende por interés financiero significativo cuando: cualquiera de los negocios que conforman Banca de Inversión tiene al último día del mes inmediato anterior a la fecha de publicación del reporte relevante (o al final del segundo mes próximo anterior, si la publicación del reporte relevante fue hecha durante los primeros 20 días hábiles posteriores al cierre del mes más reciente): (1) una posición neta agregada (larga o corta) mayor a US\$25 millones en instrumentos de deuda y derivados de crédito referidos a éstos, emitidos o respaldados por el crédito del emisor; y / o (2) una exposición agregada mayor a US\$25 millones en préstamos y compromisos de línea de crédito con el emisor o con compañías con las cuales, vía el emisor, se tiene una relación crediticia.

Declaración para los inversionistas en la República de Turquía: Bajo la Ley de Mercados de Capital de Turquía (Ley No: 6362), la información, comentarios y consejos de inversión aquí ofrecidos no forman parte de la actividad de asesoría de inversión. Los servicios de asesoría de inversión

son ofrecidos por instituciones autorizadas a personas y entidades con carácter privado considerando sus preferencias de riesgo y retorno. Por su parte, los comentarios y consejos aquí ofrecidos son de naturaleza general y, como consecuencia, podrían no ajustarse a su situación financiera y preferencias de riesgo y retorno. Por este motivo, adoptar una decisión de inversión confiando solo en la información aquí ofrecida podría no ofrecer los resultados que satisfagan sus expectativas. Asimismo, Citi Research es una división de Citigroup Global Markets Inc. (la "Firma"), la cual hace y busca hacer negocios con compañías y/o negocia valores bajo cobertura en estos reportes de análisis. Por lo tanto, los inversionistas deberían estar conscientes de que la Firma podría tener un conflicto de interés que podría afectar la objetividad de este reporte.

La compensación de los analistas la determinan el equipo directivo de Citi Research y los altos directivos de Citigroup, y se basa en las actividades y servicios destinados a beneficiar a los clientes inversionistas de Citigroup Global Markets Inc. y sus afiliados (la "Firma"). La compensación no está relacionada con transacciones o recomendaciones específicas. Al igual que el resto de los empleados de la Firma, la compensación que reciben los analistas depende de la rentabilidad global de la Firma, la cual incluye los ingresos de banca de inversión, ventas e intermediación, y compra de valores en el mercado secundario para su posterior venta tras la apreciación de su precio (principal trading). Un factor que influye en la compensación que reciben los analistas de renta variable es la organización de eventos de acceso corporativo entre clientes institucionales y los equipos directivos de las compañías bajo cobertura. Por lo general, es más probable que los ejecutivos participen en estos eventos si el analista tiene una opinión positiva de sus compañías.

Los analistas responsables de la elaboración de este reporte de análisis no percibieron compensación alguna de personas distintas a la Firma a la que presta sus servicios, o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero o Grupo empresarial al que pertenece dicha firma.

Para las acciones que se recomiendan en el Producto, en las que la Firma no es Formador de Mercado, la Firma es un proveedor de liquidez en los instrumentos financieros del emisor y puede actuar como principal en relación con dichas transacciones. Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex, (Accival), como parte habitual de su actividad como intermediario del mercado de valores, participa en la compra y venta, incluso por cuenta propia, de acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, incluyendo las recomendadas en el Producto, y sus transacciones podrían llegar a ser inconsistentes con el análisis del Producto. Con respecto a las acciones cubiertas por el Producto, la Firma podrá, por cuenta propia, comprarlas o venderlas a sus clientes.

A menos que se indique lo contrario, ni el Analista ni ningún miembro de su equipo han visto las operaciones materiales de las Compañías para las cuales se ha proporcionado una perspectiva de inversión en los últimos 12 meses.

DISTRIBUCIÓN DE CALIFICACIONES DE EMISORAS MEXICANAS CUBIERTAS POR CITIGROUP

Datos al 13 Apr 2019	Rating 12 Meses			Catalyst Watch		
	Compra	Mantener	Venta	Compra	Mantener	Venta
Cobertura Fundamental de Citi Research	53%	36%	11%	13%	82%	6%
% de las compañías clientes de banca de inversión	64%	63%	58%	70%	63%	66%

Guía del sistema de calificaciones de inversión de Análisis Fundamental de Citi Research

Nuestro sistema de recomendaciones incluye una calificación de inversión y una calificación opcional de riesgo para destacar las acciones de alto riesgo. La calificación de riesgo toma en cuenta tanto la volatilidad en el precio como criterios de análisis fundamental. A las acciones se les asignará una calificación de riesgo Alto o no se les asignará ninguna calificación de riesgo.

Calificaciones de inversión: Nuestras calificaciones de inversión son Compra, Neutral, y Venta. Nuestras calificaciones se basan en las expectativas de nuestros analistas del rendimiento total esperado ("RTE") y del riesgo. El RTE es la suma del pronóstico de apreciación (o depreciación) del precio y del rendimiento del dividendo de la acción dentro de los 12 meses siguientes. El precio objetivo se basa en un periodo de tiempo de 12 meses. Las definiciones de las calificaciones de inversión son: Compra (1), RTE del 15% o más o del 25% o más para las acciones de riesgo Alto; y Venta (3), RTE negativo. Cualquier acción bajo nuestra cobertura sin asignación de Compra o Venta es Neutral (2). Para las acciones con calificación de Neutral, si un analista considera que no existen suficientes catalizadores de valuación y/o de inversión para obtener una recomendación de inversión positiva o negativa, puede optar -con la aprobación de la administración de Citi Research- por no asignar un precio objetivo, por lo que no se obtendría un RTE. Los analistas pueden colocar emisoras bajo nuestra cobertura "Bajo Revisión" en respuesta a circunstancias excepcionales (como la falta de información crítica para su tesis) que afectan a la compañía y/o la cotización de las acciones (como la suspensión de la cotización de la acción). En cuanto sea posible, el analista publicará una nota restableciendo una recomendación y una tesis de inversión. Para satisfacer los requisitos regulatorios, "Bajo Revisión" y "Neutral" corresponderán a una recomendación de "Mantener" en nuestra tabla de distribución de recomendaciones de análisis fundamental a 12 meses. Sin embargo, reiteramos que no consideramos "Bajo Revisión" como una recomendación. Las calificaciones de inversión están determinadas por los rangos arriba descritos al momento de iniciar cobertura, un cambio de calificación de inversión y / o riesgo o cambio de precio objetivo (a discreción limitada de la dirección). En otros casos, el rendimiento total esperado puede caer fuera de estos rangos debido a movimientos del precio y / o otra volatilidad de corto plazo o patrones de operación. Tales desviaciones de los rangos específicos serán permitidas, pero estarán sujetas a revisión por parte de la Dirección de Análisis. La decisión de un inversionista de comprar o vender una acción debe basarse en objetivos personales de inversión y hacerse solamente después de evaluar el desempeño y el riesgo esperado de la acción.

Sugerencias de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja:

Citi Research también puede incluir una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza o Baja (Catalyst Watch Upside/Downside call) para destacar catalizadores o eventos específicos a corto plazo que impacten a la compañía o al mercado y que se espera influyan en el precio de la acción durante un periodo específico de 30 o 90 días. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza (Baja) indica que el analista espera que el precio de la acción suba (baje) en términos absolutos durante el periodo específico. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja vencerá automáticamente al fin del periodo específico de 30/90 días; asimismo, el analista puede cerrar una sugerencia de Monitoreo de Catalizador antes del fin del periodo específico en un reporte de análisis publicado. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja puede ser diferente a y no afecta a la recomendación fundamental de la acción, la cual refleja una expectativa de rendimiento total y absoluta a un plazo más largo. A efectos de las normas de recomendaciones, distribución y declaraciones de FINRA, una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza corresponde a una recomendación de Compra y una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Baja corresponde a una recomendación de Venta. Cualquier acción que no tenga asignada una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza o una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Baja se considera Monitoreo de Catalizador Sin Recomendación (Catalyst Watch Non-Rated; CWNR). A efectos de las normas de recomendaciones, distribución y declaraciones de FINRA, CWNR corresponde a Mantener en nuestra tabla de distribución de recomendaciones para nuestro sistema de recomendaciones Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja. Sin embargo, reiteramos que no consideramos a CWNR como una recomendación. Con todas las sugerencias de

Monitoreo de Catalizador de Alza o Baja existe un riesgo de que el (los) catalizador(es) y los movimientos de precios de acciones relacionados no se materialicen como se esperaba.

DECLARACIONES DE ANALISTAS NO ESTADOUNIDENSES

Los analistas no estadounidenses que han preparado este reporte (todos los analistas que se listan a continuación distintos a los que están identificados como empleados de Citigroup Global Markets Inc) no están registrados/calificados como analistas ante el FINRA. Estos analistas podrían no estar asociados con la entidad afiliada y por lo tanto, podrían no estar sujetos a las restricciones correspondientes a la Regla 2241 del FINRA, relativas a comunicaciones con la compañía objeto del análisis, a apariciones públicas y a operaciones con valores mantenidos en la cuenta de un analista. A continuación se listan las entidades legales que dan empleo a los autores de este reporte:

Citigroup Global Markets Brazil

Pedro Medeiros

Citigroup Global Markets Inc

Alexander Roberts; Sergio Matsumoto

OTRAS DECLARACIONES

Cualquier precio(s) de los instrumentos mencionados en las recomendaciones corresponden al cierre del mercado del día anterior en el mercado primario del instrumento, a menos de que se especifique lo contrario.

La finalización y primera divulgación de cualquier recomendación realizada en este reporte de análisis corresponden a la fecha y hora del Este de los Estados Unidos indicada en la parte superior de este Producto. Si el Producto incluye opiniones de otros analistas, consulte la gráfica de precios o la tabla del historial de recomendaciones correspondiente a la fecha/hora de finalización y primera divulgación relacionada con esa opinión.

En el caso de que una recomendación difiera de cualquiera de las recomendaciones anteriores del autor en relación con el mismo instrumento financiero o emisor publicado durante el periodo anterior de 12 meses, las regulaciones europeas exigen que se indique el cambio o los cambios y la fecha de esa recomendación previa. Para cobertura fundamental, consulte la gráfica de precios o el historial de cambios de recomendaciones en el apéndice de los anexos, o el resumen del anexo del emisor en https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures.

Las regulaciones europeas exigen un historial de precios de cinco años cuando se menciona el rendimiento pasado de un instrumento financiero. El Charting Tool de CitiVelocity (https://www.citivelocity.com/cv2/#go/CHARTING_3_Equities) ofrece la facilidad de crear gráficas de precios a la medida, incluyendo una opción a cinco años. Esta herramienta se puede encontrar en la sección de Data & Analytics en cualquiera de los menús de clases de activos en CitiVelocity (<https://www.citivelocity.com/>). Si desea más información, contacte al servicio de atención al cliente de CitiVelocity (https://www.citivelocity.com/cv2/go/CLIENT_SUPPORT). La fuente de todos los precios mencionados, a menos de que se indique lo contrario, es DataCentral, la cual utiliza información de precios de Thomson Reuters. El rendimiento pasado no garantiza ni es un indicador fiable de resultados futuros. Los estimados no son garantía ni un indicador fiable del rendimiento futuro.

Citi Research generalmente difunde sus análisis a los clientes institucionales y minoristas globales de la Firma a través de plataformas de distribución electrónica propias (por ejemplo, City Velocity y Citi Personal Wealth Management) y no propias. Ciertos análisis pueden difundirse solo a través de plataformas de distribución propias de Citi; sin embargo, dichos análisis no incluirán cambios a los estimados de ganancias, precio objetivo, recomendación de inversión o riesgo, o tesis de inversión, ni será inconsistente con los análisis previamente publicados por el autor. Ciertos análisis se distribuirán solamente a inversionistas institucionales para satisfacer requisitos reglamentarios. Los analistas individuales de Citi Research también pueden optar por enviar análisis publicados a uno o más clientes por correo electrónico; dicha distribución por correo electrónico es discrecional y solo se realizará después de la difusión de los análisis.

El nivel y los tipos de servicios ofrecidos por los analistas de Citi Research a los clientes pueden variar, dependiendo de factores como las preferencias individuales de los clientes en cuanto a la frecuencia y forma en que desean recibir las comunicaciones de los analistas, el perfil de riesgo del cliente y sus intereses y perspectivas de inversión (por ejemplo, inversiones por mercados, por sectores, en el largo plazo, en el corto plazo, etc.), la relevancia y alcance de la relación del cliente con Citi, y las restricciones jurídicas y reguladoras.

Los valores recomendados, ofrecidos o vendidos por Accival y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex (Accival): (i) no están asegurados por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario; (ii) no están depositados en institución alguna que se encuentre protegida por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario; y (iii) están sujetos a riesgos, incluyendo la posible pérdida del monto inicial invertido. El Producto es para fines informativos solamente y no se debe tomar como una oferta o solicitud de compra o de venta de un valor. Cualquier decisión de compra o de venta de los valores mencionados en el Producto, debe tomar en cuenta información pública existente sobre las emisoras, así como cualquier prospecto de información al público inversionista. Aunque la información para elaborar nuestras recomendaciones se ha obtenido de, y está basada en fuentes que Accival considera confiables, no se garantiza su exactitud, y puede estar incompleta o condensada. Sin embargo, Accival ha dado los pasos razonables para determinar la exactitud e integridad de las declaraciones hechas en la sección "Declaraciones Importantes" del Producto. En la elaboración del Producto, los analistas de Accival pudieron haber recibido apoyo de la(s) compañía(s) a la(s) que se refiere el Producto, incluyendo, pero no limitándose a reuniones con la administración de la(s) compañía(s) en cuestión o visitando las compañías. Las políticas de Accival prohíben a analistas el envío de los borradores del Producto a la(s) compañía(s) en cuestión. Sin embargo, se debe suponer que el autor tuvo la comunicación necesaria con la(s) compañía(s) para asegurar la precisión de los hechos antes de su publicación. Todas las opiniones, proyecciones y estimados que se encuentran en el Producto reflejan la visión del autor a la fecha de la publicación del mismo y, junto con cualquier otra información contenida en el Producto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Asimismo, los precios y la disponibilidad de los instrumentos financieros están sujetos a cambios sin previo aviso. A pesar de que por la naturaleza de su negocio, otras áreas dentro de Accival o Grupo Financiero Banamex pudieran obtener información de las compañías mencionadas en este Producto, dicha información no ha sido utilizada para la elaboración del mismo.

Aunque Accival no fija una frecuencia predeterminada de publicación, si el Producto es un reporte de análisis fundamental de renta variable o de crédito, la intención de Accival es ofrecer cobertura de análisis de los emisores bajo cobertura, incluyendo en respuesta a noticias relacionadas con el emisor. Para reportes de análisis no fundamentales, Accival podría no ofrecer actualizaciones frecuentes a las opiniones, recomendaciones y hechos incluidos en los reportes. A pesar de que Accival cubre a, hace recomendaciones sobre o analiza a emisores, Accival podría verse periódicamente restringida de citar a ciertos emisores debido a razones legales o de política. Cuando un componente de una idea publicada de transacción esté sujeto a una restricción, la idea de transacción será retirada de cualquier lista de ideas de transacción abiertas incluidas en el Producto. Al eliminarse la restricción, la idea de transacción será reincorporada en la lista de ideas de transacción abiertas si el analista continúa apoyándola, o bien, será cerrada oficialmente. Accival puede ofrecer diferentes productos y servicios de análisis a diferentes clases de clientes (por ejemplo, con base en los

horizontes de inversión a largo o corto plazo) que pueden resultar en conclusiones o recomendaciones divergentes que pueden afectar al precio de un valor contrarias a las recomendaciones en el producto alternativo de análisis, a condición de que cada uno sea consistente con el sistema de recomendación de cada producto respectivo.

Invertir en valores no estadounidenses, incluyendo ADRs, puede conllevar cierto riesgo. Los valores de emisores no estadounidenses, pueden no estar inscritos o no estar sujetos a los requerimientos de reportes de la U.S. Securities Exchange Commission. La información disponible sobre emisoras extranjeras puede ser limitada. Las compañías extranjeras, por lo general, no están sujetas a estándares de auditoría y reportes uniformes, prácticas y requerimientos comparables a los existentes en E.U. Los valores de algunas compañías extranjeras pueden ser menos líquidos y sus precios más volátiles que los valores de compañías estadounidenses comparables. Además, los movimientos en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de una inversión en acciones extranjeras y en el pago del dividendo correspondiente para los inversionistas de E.U. Los dividendos netos para inversionistas de ADRs son estimados utilizando la tasa de retención de impuestos de la ley que prevalece; sin embargo, los inversionistas deben preguntar a su asesor de impuestos el monto exacto del dividendo. Inversionistas de ciertos estados o jurisdicciones que han recibido el Producto de la Firma pueden tener prohibido comprar las acciones mencionadas en el Producto por la Firma. Por favor pregunte a su Asesor Financiero para detalles adicionales. Citigroup Global Markets Inc. asume la responsabilidad del Producto en E.U. Cualquier orden de inversionistas estadounidenses que resulte de la información contenida en este Producto puede ser realizada únicamente a través de Citigroup Global Markets Inc.

La entidad legal, Grupo Financiero Banamex o sus filiales, término que incluye más no se limita a Acciones y Valores Banamex, que toma la responsabilidad de la producción del Producto, es la misma entidad legal que emplea al autor principal del Producto. El Producto está disponible en México a través de Citibanamex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante de Grupo Financiero Citibanamex en Paseo de la Reforma 398, Col. Juárez, México, D.F., C.P. 06600. Esta entidad es regulada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Las secciones de Valuación y Riesgos pueden consultarse en el texto del reporte/nota más reciente con relación a la compañía en cuestión. De conformidad con la denominada Market Abuse Regulation (MAR), se puede acceder a todas las recomendaciones de Citi Research publicadas en el periodo anterior de 12 meses en su portal estándar de distribución. Declaraciones históricas (hasta tres años) serán proporcionadas a petición. De conformidad con este Comisión de Valores Mobiliarios Rule 598, Citi está obligado a declarar si una empresa o negocio relacionado con Citi, tiene una relación comercial con la empresa en cuestión. Considerando que Citi opera varios negocios en más de 100 países en todo el mundo, es probable que Citi tenga una relación comercial con la compañía en cuestión.

La compensación de los analistas está determinada por el Director de Análisis de Inversiones y por la administración de Citigroup, y no está relacionada a una transacción o recomendación específicas. El Producto no podrá ser traducido para llevar a cabo servicios de inversión en jurisdicciones en donde esto no sea permitido. Las inversiones descritas en el producto están sujetas a fluctuaciones en el precio y / o valor por lo que existe la posibilidad de que el inversionista recupere menos de lo que originalmente invirtió. Ciertas inversiones que tienen una alta volatilidad pueden estar sujetas a una caída tal en su valor que podrá igualar, o incluso exceder, el valor de la inversión. Ciertas inversiones pueden contener implicaciones impositivas para clientes privados por lo que la base o nivel impositivo podrá estar sujeto a modificaciones.

Si existe alguna duda, el inversionista deberá consultar la opinión de un experto en el tema de impuestos. El Producto no pretende identificar la naturaleza del mercado específico u otros riesgos asociados con una transacción en particular. La recomendación en el Producto es general y no debe de interpretarse como una recomendación personal, dado que se ha realizado sin tomar en cuenta los objetivos, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. Por lo anterior, antes de actuar basados en esta declaración, los inversionistas deben considerar si ésta se adecua a sus objetivos, situación financiera y necesidades.

El producto de Citi Research puede utilizar datos de dataCentral. dataCentral es una base de datos propiedad de Citi Research, que incluye estimados de Citi, datos de reportes de compañías y noticias de Thomson Reuters. La fuente de todos los precios referenciados, a menos que se indique lo contrario, es dataCentral. El desempeño pasado no es garantía o un indicador confiable de resultados futuros. Las proyecciones no son garantía o un indicador confiable del desempeño futuro. La versión impresa e imprimible del informe de análisis podría no incluir toda la información (por ejemplo, cierta información del resumen financiero y datos comparables de la compañía) disponible en la versión en línea en las plataformas de distribución electrónica propiedad de Citigroup.

© 2019 Citigroup Global Markets Inc. Citi Research es una división de Citigroup Global Markets Inc. Citi y el diseño de Citi con el arco son marcas registradas y marcas de servicio de Citigroup Inc. y sus filiales y son utilizadas y están registradas alrededor del mundo. Todos los derechos están registrados. El uso de cualquier dato de análisis de este reporte no pretende ser usado para (a) determinar el precio de los importes adeudados (o valor) con respecto a uno o más productos financieros, y/o (b) medir o comparar el rendimiento de un producto financiero, de una cartera de instrumentos financieros, o de una inversión colectiva asumida, y dicho uso está estrictamente prohibido sin el previo consentimiento escrito de Citi Research. Cualquier uso no autorizado, reproducción, redistribución o divulgación, incluyendo, pero no limitado a, la redistribución del Producto a través del correo electrónico, publicar el producto en un portal, y/o proporcionarle a un tercero la liga para acceder al Producto, está prohibido por la ley y resultará en un juicio o proceso legal. La información contenida en el Producto está dirigida exclusivamente al destinatario y no deberá ser distribuida por dicho destinatario. El presente material está dirigido a clientes de Citibanamex Casa de Bolsa y su distribución se realiza exclusivamente dentro de los Estados Unidos Mexicanos. Cualquier información incluida en este Producto, que haga referencia a MSCI, es propiedad exclusiva de Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI). Esta información, y cualquier otra de propiedad intelectual de MSCI, no deberá ser reproducida, redistribuida o utilizada en forma alguna, para crear productos financieros de ningún tipo, incluyendo los índices, sin previa aprobación por escrito por parte de MSCI. Esta información se presenta "tal cual". El usuario asume el riesgo total de cualquier uso que se haga de esta información. MSCI, sus filiales y cualquier otro participante involucrado en, o relacionado con la captura o compilación de la información sin limitarse, niega todas las garantías de originalidad, precisión, integridad, mercadeo o conveniencia para un propósito particular con respecto a esta información. Por ningún motivo MSCI, sus filiales o cualquier tercer participante involucrado en, o relacionado con, la captura o compilación de la información, serán responsables de los daños o perjuicios que pudieran generarse. Morgan Stanley Capital International y los índices MSCI son marcas de MSCI y sus filiales. El Global Industry Classification Standard (GICS) fue desarrollado y es propiedad exclusiva de Morgan Stanley Capital International Inc. y Standard & Poor's. GICS es una marca de servicio de MSCI y S&P y Citi tiene licencia para su uso. Parte de este producto puede contener información patentada de Sustainalytics que no se puede reproducir, usar, diseminar, modificar ni publicar de ninguna manera sin el consentimiento expreso por escrito de Sustainalytics. Sustainalytics, sus filiales y cualquier tercero involucrado en, o relacionado con, la computación o compilación de la información renuncia expresamente a todas las garantías de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o conveniencia para un propósito particular con respecto a esta información. Toda información atribuida a Sustainalytics se proporciona únicamente con fines informativos y, por sí sola, no debe considerarse

una oferta para comprar o vender un valor. Ni Sustainalytics ni todos sus proveedores externos brindan asesoramiento de inversión (tal como se define en la jurisdicción aplicable) ni ninguna otra forma de asesoramiento (financiero). La información se proporciona "tal cual" y, por lo tanto, Sustainalytics no asume ninguna responsabilidad por errores u omisiones. Sustainalytics no se hace responsable de los daños que surjan del uso de este producto o la información contenida en este documento de cualquier manera. La Firma no asume responsabilidades por acciones de terceros. El Producto puede contener direcciones o ligas a portales. La Firma únicamente ha revisado las ligas a páginas de la Firma. La Firma únicamente se hace responsable de la información contenida en su página y no ofrece responsabilidad o garantía sobre datos o información contenida en otras páginas. Dichas direcciones o ligas (incluyendo las de la Firma) se proporcionan únicamente para su conveniencia e información y no forman, de ninguna manera, parte de este documento. El acceder a dichas páginas cuya dirección está en el Producto es bajo su propia responsabilidad y la Firma no se hace responsable de la página, ni de las ligas que ésta contenga.

Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex, (Accival) a través de Grupo Financiero Banamex ("Banamex") es una subsidiaria de Citigroup Inc.

INFORMACIÓN ADICIONAL DISPONIBLE A PETICIÓN.

[E6WYB6412478]

Favor de enviar cualquier comentario, queja o sugerencia a la siguiente dirección: mesadeanalisismx@citi.com