

Análisis y Estrategia

En la Economía

En México, la Junta de Gobierno de Banco de México decidió mantener sin cambio la tasa de referencia por un mes más pero con un mensaje que se tornó un poco más *hawkish* en comparación con el último comunicado. En nuestra opinión, esto refleja que Banxico está más preocupado por las recientes presiones inflacionarias. A pesar de ello, seguimos pensando que Banxico mantendrá la tasa de referencia sin cambios todavía por un largo período de tiempo. En Estados Unidos, en línea con nuestra expectativa, el Fed mantuvo sin cambios su postura monetaria, ahora la atención se centrará en la expiración de la Operación Twist hacia el cierre del año. En cuanto a cifras en EE.UU, la economía creció 2.0% en el 3T12, mejor a lo esperado. Para la próxima semana, estimamos una creación de 125,000 empleos en octubre, y la tasa de desempleo en niveles del 8.0%. Por su parte, en la Eurozona, el FMI admitió que la deuda de Grecia no bajará al 120% del PIB en el 2020, mientras que, las encuestas de confianza de octubre decepcionaron y muestran que la incertidumbre continúa afectando negativamente la actividad en la región.

En los Mercados de Deuda Gubernamental y Tipo de Cambio

Las tasas mexicanas continuaron mostrando presiones al alza, principalmente en instrumentos de mediana y larga duración. Mantenemos nuestras recomendaciones sobre los Udibonos Dic'12 y Dic'13, así como el diferencial TIE-Libor. Asimismo, recomendamos el diferencial IRS-TIE vs Mbono de 10 años con entrada de 46pb, objetivo de 35pb y stop-loss de 54pb. En el cambiario el peso se depreció por tercera semana consecutiva, con la cotización subiendo en 1% al cerrar en 13.02 pesos por dólar. Ajustamos al alza el rango semanal esperado a 12.85-13.10, positivos de cortos alrededor de 13.05 al no encontrar justificaciones para remover el sesgo a favor y reiteramos recomendación corta del EUR/MXN con un objetivo de 16.10 y stop loss en 16.90 pesos por euro.

En el Mercado Accionario

Con la conclusión de la temporada de reportes en México y un avance considerable en EE.UU, el balance del desempeño corporativo al 3T12 ofrece un semblante muy en línea con lo esperado, aunque al no desviarse significativamente de las expectativas ofrece un pretexto ideal para la toma de utilidades. En sus reportes, las empresas en EE.UU. denotan una debilidad no vista desde 2009, y por el contrario las empresas mexicanas se desligan hacia una tendencia positiva en base a expansiones/adquisiciones recientes, programas de astringencia en la estructura de costos y gastos, y por supuesto, una ayuda adicional en la forma de ganancias cambiarias. El efecto neto es un abaratamiento significativo para nuestro IPC en términos de múltiplos, aunque ya esperado e insuficiente para alterar la perspectiva que hace sólo un par de semanas establecimos hacia 2013: 47,500 puntos.

En los Mercados de Deuda Corporativa

Al cierre de la semana el monto en circulación del mercado de Deuda de Largo Plazo ascendió a \$790,417mdp, tomando en cuenta las emisiones estructuradas (FF) MAYACB 12 / 12U ('Aa2.mx/AA(mex)' por parte de Moody's y Fitch, respectivamente) por un monto conjunto de \$1,880mdp, vencimiento programado en 2024 y referenciadas a tasa fija (9.67%) y Udis (5.80%), respectivamente. En noticias corporativas, Grupo Posadas llegó a un acuerdo con FIBRAHOTEL para enajenar doce unidades hoteleras bajo marcas Fiesta Inn y One Hoteles, Invex anunció la amortización anticipada de la emisión XIGNUX 07-2 el próximo 5 de noviembre de 2012, y Crédito Inmobiliario presentó solicitud de Concurso Mercantil en etapa de quiebra.

México 26 de Octubre 2012

Contenidos

Perspectiva Global	3
Estrategia de Mercados	9
Nota Especial: Se aprobará la reforma laboral	17
México	19
Estados Unidos	21
Euro Zona y Reino Unido	23
Reportes Trimestrales 3T12	25
Anexos	90

Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico

gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia

delia.paredes@banorte.com

Alejandro Padilla

Subdirector Estrategia de Renta Fija

Gubernamental y Tipo de Cambio

alejandropadilla@banorte.com

Carlos Hermosillo

Subdirector Análisis Bursátil

carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

Manuel Jiménez

Subdirector Análisis Bursátil

mjimenez@ixe.com.mx

www.banorte.com

www.ixc.com.mx

[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

Calendario Información Económica Global

Semana del 29 de octubre al 2 de noviembre

	Hora		Evento	Período	Unidad	Banorte -Ixe	Consenso	Previo	Revisado
Lun 29	06:30	EUA	Ingreso personal	sep	%m/m	--	0.4	0.1	--
	06:30	EUA	Gasto personal	sep	%m/m	--	0.6	0.5	--
	06:30	EUA	Deflactor PCE	sep	%a/a	--	1.6	1.5	--
	06:30	EUA	Subyacente	sep	%a/a	--	1.7	1.6	--
Mar 30	04:00	EUZ	Confianza del consumidor	oct (F)	%a/a	-25.6	-25.6	-25.6	--
	04:00	EUZ	Sentimiento económico	oct	%a/a	84.2	84.4	85.0	--
	07:00	EUA	Precios de vivienda S&P/Case-Shiller	ago	%a/a	--	1.9	1.2	--
	08:00	EUA	Confianza del consumidor	oct	índice	73.3	72.5	70.3	--
	09:00	MEX	Reservas internacionales	26 oct	mmd	161.0	--	161.1	--
	11:30	MEX	Subasta de valores gubernamentales – Cetes 1, 3 y 6 meses, Bono M May'31 (20a), Bondes D (5a)						
	14:30	MEX	Finanzas públicas (balance acumulado)	sep	mmp	--	--	-167.1	--
	18:00	EUA	Conferencia de Kocherlakota del Fed en Minesota (nv)						
Mie 31	04:00	EUZ	Precios al consumidor	oct	%a/a	2.6	2.5	2.7	--
	04:00	EUZ	Tasa de desempleo	sep	%a/a	11.5	11.5	11.4	--
	07:45	EUA	PMI de Chicago	oct	índice	50.6	51.5	49.7	--
	09:00	MEX	Crédito bancario al sector privado	sep	%a/a	7.7	--	9.6	--
	10:30	EUA	Conferencia de Lockhart del Fed de Atlanta en Tennessee (v)						
	10:45	EUA	Conferencia de Williams del Fed en Nueva York (v)						
	15:00	EUA	Conferencia de Rosengren del Fed de Boston en Massachusetts (nv)						
	19:00	CHI	PMI manufacturero (Markit)	oct (F)	índice	--	50.3	49.8	--
	19:45	CHI	PMI manufacturero (HSBC)	oct (F)	índice	--	49.1	--	47.9
Jue 1	06:15	EUA	Empleo en el sector privado (ADP)	oct	miles	153	135	162	--
	06:30	EUA	Solicitudes de seguro por desempleo	26 oct	miles	--	370	369	--
	06:58	EUA	PMI manufacturero (Markit)	oct (F)	índice	51.3	51.5	51.3	--
	08:00	EUA	ISM manufacturero	oct	índice	51.0	51.1	51.5	--
	09:00	MEX	Encuesta de expectativas Banxico						
	09:00	MEX	Remesas familiares	sep	mmd	1.9	--	1.9	--
	12:00	MEX	PMI manufacturero (IMEF)	oct	índice	51.0	--	50.0	--
	12:00	MEX	PMI no manufacturero (IMEF)	oct	índice	53.7	--	53.9	--
	15:00	EUA	Ventas de autos	oct	mdu	--	15.00	14.88	--
Vie 2	02:55	ALE	PMI manufacturero (Markit)	oct (F)	índice	45.7	45.7	45.7	--
	03:00	EUZ	PMI manufacturer (Markit)	oct (F)	Índice	45.3	45.3	45.3	--
	06:30	EUA	Nómina no agrícola	oct	miles	125	120	114	--
	06:30	EUA	Tasa de desempleo	oct	%	8.0	7.9	7.8	--
	12:25	EUA	Conferencia de Williams del Fed de San Francisco (v)						
	18:00	CHI	PMI no manufacturero	oct	Índice	--	--	53.7	--

Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe. (P) dato preliminar; (R) dato revisado; (F) dato final; (v) con derecho a voto en el FOMC; (nv) sin derecho a voto en el FOMC.* Cifras ajustadas por estacionalidad

Perspectiva Global

- **Banxico se torna más *hawkish* pero mantenemos nuestra expectativa de una larga pausa monetaria**
- **El sentimiento de los mercados estuvo dominado por los reportes corporativos**
- **El Fed mantiene el *status quo***
- **En México, la inflación empieza a ceder en la primera mitad de octubre**
- **Se aprobará la reforma laboral**

El mensaje que dejó la Junta de Gobierno del Banco de México se tornó un poco más *hawkish*. En el comunicado que acompañó la decisión de política monetaria plantea la posibilidad de verse forzado a subir tasas "*próximamente*". Lo anterior como resultado de la persistencia e intensidad de los choques inflacionarios más recientes en un contexto en el que Banxico considera que la brecha del producto se ubica alrededor de cero. No obstante lo anterior, creemos dicho mensaje se neutraliza con la evaluación de la Junta de Gobierno sobre la economía y las condiciones monetarias, que prevé se tornen aún más acomodaticias a nivel global. En el caso del crecimiento, tanto a nivel global como a nivel interno, la autoridad monetaria reconoce que los riesgos a la baja han aumentado.

En nuestra opinión, Banxico todavía está lejos de mover su tasa de referencia. Consideramos que el fuerte comunicado tiene como objetivo anclar las expectativas de inflación ante el repunte reciente de los precios. De hecho, la misma autoridad monetaria sigue calificando las presiones como temporales mientras que espera que la inflación haya alcanzado su máximo del año en septiembre. A esto habría que sumarle el hecho de que hemos observado varios indicios de desaceleración de la economía mexicana ante una mayor debilidad externa (ver ensayo sobre *México*). No obstante, será importante poner atención a cualquier evidencia de contaminación proveniente de las presiones en los precios sobre las expectativas de mediano y largo plazo, así como en los diferentes indicadores salariales.

En el ámbito internacional, el sentimiento de los mercados estuvo dominado por los resultados corporativos del tercer trimestre del año. Al día de hoy, el 55% de las 500 emisoras que forman el índice S&P500 han reportado y observan en conjunto un avance de 3.3% en las utilidades. Sin embargo, si se excluye el sector financiero, las utilidades reflejan una caída de 1.6%. Por su parte, en México, tenemos ya prácticamente la totalidad de las cifras—de la muestra bajo cobertura—con resultados favorables que incluyen un incremento de 10% en ventas, de 4% en el EBITDA y de 24% en la utilidad neta. En el balance los resultados de las empresas empiezan a resentir la desaceleración de la economía global, apuntando a una debilidad de la demanda hacia delante (ver ensayo de *Estrategia de Mercados*).

En Estados Unidos, el FOMC no sorprendió a nadie al mantener su postura monetaria sin cambios en su reunión de octubre. Con un comunicado prácticamente igual al anterior, sigue caracterizando la recuperación del mercado laboral como "lenta" lo que sugiere que el QE3 continuará por un período largo. En nuestra opinión, la atención ahora estará en la reunión de diciembre (el 11 y el 12 de ese mes), ante la terminación de la *Operación Twist*. En este contexto, la publicación el 14 de noviembre de las minutas de esta reunión cobra importancia ante la posible discusión de si se decidirá o no compensar por la expiración de dicho programa. En este contexto, la semana que viene habrá datos importantes sobre la economía estadounidense, siendo el centro de atención el reporte laboral del próximo viernes 2 de noviembre. Esperamos una creación de empleos en torno a las 125 mil plazas durante el mes de octubre, comparado con las 114 mil plazas creadas en el mes previo. Por lo que toca a la tasa de desempleo, estimamos que podría regresar a niveles cercanos al 8%, luego de ubicarse en 7.8% en septiembre (ver ensayo sobre *Estados Unidos*).

Pocas noticias desde el frente europeo

Con la decisión de España sobre un rescate todavía pendiente, el tema en Grecia parece que está a punto de resolverse. El gobierno griego podría estar a punto de cerrar un acuerdo con la *Troika* (formada por el FMI, la Comisión Europea y el ECB) para un ajuste de alrededor de 13.5mm de euros así como en el conjunto de reformas estructurales que se tienen que llevar a cabo. Lo anterior a pesar de las divergencias que todavía se observan entre los partidos que forman la coalición de gobierno.

Mientras tanto, los pocos datos publicados en la Eurozona siguen mostrando un deterioro en la confianza tanto de los consumidores como de los inversionistas. Para la semana que entra el reporte de desempleo no ayudará a un cambio de perspectiva con una tasa en torno al 11.5% en septiembre (ver ensayo sobre *Eurozona*).

En México, la inflación empieza a ceder en la primera mitad de octubre

La inflación durante la primera mitad de octubre se ubicó en 0.45% quincenal, ligeramente arriba de nuestra expectativa, derivado básicamente del fin de los descuentos de verano en las tarifas eléctricas, que explicaron alrededor de 73% de la variación total de los precios. Por su parte, la inflación subyacente se incrementó 0.17% quincenal, también por debajo de nuestro estimado y derivado de un incremento de 0.31% en los precios de otros servicios, mientras que los de las mercancías se incrementaron 0.17% 2s/2s. En conjunto, estos elementos contribuyeron con 0.12% a la inflación total. Finalmente, cabe destacar que los precios agrícolas cayeron 0.39% como resultado de retrocesos en los precios de frutas y verduras (-1.37% 2s/2s) que sobre-compensaron el incremento en los precios de productos pecuarios (+0.22%).

Con estos números la inflación anual cedió a 4.64% en la primera mitad de octubre, de 4.77% en septiembre, mientras que la inflación subyacente se situó en 3.58% durante el periodo en cuestión, marginalmente por debajo del 3.62% anual observado el mes anterior. Hacia delante, continuamos proyectando la inflación general para fin de año en 4.2%, por encima del 4%, que es la cota superior del intervalo de variabilidad del objetivo de inflación del Banco de México. Sin embargo, como comentamos anteriormente, no creemos que esto genere las circunstancias para que la Junta de Gobierno del Banco de México tenga que modificar su política monetaria por un largo periodo de tiempo.

Se aprobará reforma laboral

Durante la semana, el Senado de la República aprobó la reforma laboral enviada por la Cámara de Diputados. Sin embargo, le agregó algunos artículos que incorporan una mayor transparencia sindical, mismos que ya estaban contenidos en la reforma original enviada por el Presidente Calderón, pero que habían sido eliminados por la Cámara Baja.

Creemos que la modificación de la reforma pone en riesgo la aprobación de la reforma laboral en su totalidad, debido a que se tuvo que enviar de vuelta a la Cámara de Diputados con el riesgo de que no se apruebe ninguna parte de la reforma y eliminar el gran avance que se había dado hasta ahora. En este sentido, consideramos que existen tres escenarios factibles en cuanto al procedimiento inter-camaral respecto a la reforma laboral:

Escenario 1. Se aprueba con modificaciones (25% de probabilidad): La Cámara de Diputados aprueba las enmiendas que envió el Senado y se aprueba la reforma laboral incluyendo los apartados de transparencia, democracia y rendición de cuentas sindical;

Escenario 2. Se aprueba sin modificaciones (65% de probabilidad): La Cámara de Diputados no aprueba las enmiendas que envió el Senado y al reenviar la reforma al Senado, éste la aprueba en un contexto de "se hizo lo que se pudo, pero no vamos a parar el progreso del país"; y

Escenario 3. No se aprueba (10% de probabilidad): La Cámara de Diputados no aprueba las enmiendas que envió el Senado y la reforma se queda atorada en una laguna legal en la que se discute si la iniciativa perdió su carácter de "preferente" o que la parte sindical va en contra de acuerdos internacionales, sobre todo en lo que se refiere a obligar a los sindicatos a llevar a cabo sus elecciones con voto secreto.

En este sentido pensamos que dado que los escenarios en los que se aprueba la reforma laboral suman una probabilidad de 90%, es muy probable que antes de que termine este año México tenga reforma laboral, con énfasis en la flexibilidad laboral. Hacia delante habrá que vigilar la dinámica de las discusiones de la reforma modificada en la Cámara de Diputados (ver nota especial).

Gabriel Casillas

Delia Paredes

Pronósticos Crecimiento Global

(% , variación anual)	2011	2012p	2013p	2012				2013			
				1Tp	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp	3Tp	4Tp
Global	3.5	3.0	3.2	3.4	3.1	3.0	3.0	2.9	3.3	3.4	3.5
EU	1.8	2.0	1.8	2.4	2.1	2.3	1.7	1.5	1.7	1.9	2.1
Eurozona	1.5	-0.4	0.3	0.0	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	0.4	0.5	0.7
China	9.3	7.7	8.0	8.1	7.6	7.4	7.7	7.9	8.0	8.0	8.0
Japón	-2.9	1.4	0.9	1.5	2.2	0.8	1.2	0.1	0.8	1.1	1.4
India	7.1	5.5	6.6	5.3	5.5	5.7	5.6	6.2	6.6	6.9	6.7
Rusia	4.3	3.7	3.4	4.9	4.0	2.9	3.0	3.0	3.3	3.8	3.7
Brasil	2.8	1.5	4.0	0.8	0.5	1.9	2.8	3.7	4.3	4.1	3.8
México	3.9	3.8	3.0	4.5	4.1	3.7	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0

Pronósticos Economía de Estados Unidos

(% trimestral anualizado)	2011	2012 ^p	2013 ^p	2012				2013			
				1T ^p	2T ^p	3T ^p	4T ^p	1T ^p	2T ^p	3T ^p	4T ^p
PIB Real	1.8	2.2	1.9	2.0	1.3	2.0	1.8	1.9	2.1	2.1	2.4
Consumo Privado	2.5	1.9	1.6	2.4	1.5	2.0	2.0	1.1	1.4	1.6	1.6
Inversión Bruta Doméstica	6.6	8.5	6.2	9.8	4.5	1.5	8.7	6.5	5.6	7.4	8.8
Inversión no Residencial (IC ^{**})	8.6	7.7	4.5	7.5	3.6	-1.3	7.8	4.5	3.9	5.6	7.3
Inversión Residencial	-1.4	11.7	12.9	20.6	8.4	14.4	9.5	14.8	12.6	14.8	14.8
Gasto de Gobierno	-3.1	-1.3	0.0	-3.0	-0.7	3.7	-0.8	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1
Exportaciones de Bienes y Servicios	6.7	3.4	6.1	4.4	5.2	-1.6	4.1	7.4	9.5	8.2	9.1
Importaciones de Bienes y Servicios	4.8	3.0	4.6	3.1	2.8	-0.2	3.6	5.7	6.1	6.6	6.6
Precios al Consumidor (% anual)	3.1	2.3	2.6	2.8	1.9	2.0	2.6	2.7	2.9	2.7	2.1
Subyacente (% anual)	1.7	2.1	1.6	2.2	2.3	2.0	1.9	1.6	1.4	1.6	1.9
Tasa de Desempleo (%)	8.5	8.2	7.9	8.2	8.2	7.8	8.0	7.8	7.9	7.9	7.9
NNA (cambio mensual promedio en miles) ^{***}	143	138	153	226	67	146	119	117	122	132	146

*Las cifras subrayadas son pronósticos.

** IC=Estructuras y Equipo y Software

***NNA Nómina no Agrícola.

Estimaciones Política Monetaria

País	Instrumento	Nivel	Ultimo	Cambio en puntos base en los últimos:			Próxima junta	Próximo cambio estimado		Estimado para fines de:			
		Actual	Cambio	3m	6m	12m		Fecha	Puntos base	4T12	1T13	2T13	3T13
América													
Brasil	Tasa de referencia	7.25	-25pb (oct12)	-275	-325	-525	28-Nov	-	-	7.25	7.25	7.25	7.25
Estados Unidos	Fondeo FED	0.125	-87.5pb (dic08)	0	0	0	12-Dic	4T14	+25	0.125	0.125	0.125	0.125
México	Tasa de referencia	4.50	-25pb (jul09)	0	0	0	30-Nov	-	-	4.50	4.50	4.50	4.50
Europa/Africa													
Inglaterra	Tasa Repo	0.50	-50pb (mar09)	0	0	0	08-Nov	-	-	0.50	0.50	0.50	0.50
Eurozona	Tasa Refi	0.75	-25pb (jul12)	-25	-25	-75	08-Nov	1T13	-25	0.50	0.50	0.50	0.50
Asia/Pacífico													
China	Tasa de Préstamos	6.00	-31pb (jul12)	-56	-56	-56	-	-	-	6.00	6.00	6.00	6.00
Japón	Tasa Repo	0.10	-5pb (oct10)	0	0	0	30-Oct	-	-	0.05	0.05	0.05	0.05

Fuente: Bancos Centrales, Banorte-Ixe

Pronósticos Economía de México

	2011				2012				2011	2012	2013
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	(% anual)		
Crecimiento (% trimetral anualizado)											
PIB Real	2.1	5.5	4.9	3.0	4.9	3.5	<u>3.3</u>	<u>2.8</u>	3.9	<u>3.7</u>	<u>3.0</u>
(% anual)	4.4	3.1	4.3	3.9	4.5	4.1	<u>3.7</u>	<u>2.9</u>	3.9	<u>3.7</u>	<u>3.0</u>
Consumo privado	3.3	4.1	6.4	3.3	3.1	1.8	<u>0.6</u>	<u>0.7</u>	4.6	<u>3.6</u>	<u>3.2</u>
Consumo de gobierno	-0.1	-2.4	6.5	3.4	2.4	-4.8	<u>-5.1</u>	<u>2.0</u>	0.6	<u>2.5</u>	<u>1.5</u>
Inversión fija bruta	10.0	9.5	3.1	-0.1	19.4	1.2	<u>8.9</u>	<u>6.6</u>	8.8	<u>4.6</u>	<u>2.8</u>
Exportaciones	15.8	3.7	-6.4	0.1	23.3	3.7	<u>-2.9</u>	<u>5.6</u>	7.0	<u>7.0</u>	<u>5.5</u>
Importaciones	11.2	4.8	2.1	1.7	15.0	-0.7	<u>0.6</u>	<u>4.0</u>	6.9	<u>5.6</u>	<u>4.8</u>
Producción Industrial	1.5	5.4	2.9	4.0	5.3	2.4	<u>1.2</u>	<u>0.8</u>	4.0	<u>4.0</u>	<u>2.8</u>
Manufacturera	4.8	4.6	2.5	3.1	6.0	6.1	<u>2.8</u>	<u>1.6</u>	5.2	<u>4.3</u>	<u>3.2</u>
Servicios	3.8	2.7	9.0	1.6	3.0	4.5	<u>0.4</u>	<u>1.6</u>	4.2	2.4	<u>3.1</u>
Mercado Laboral											
Tasa de Desempleo (ajustada por estacionalidad)	5.2	5.4	5.2	5.0	5.0	4.8	4.8	<u>4.5</u>	5.2	<u>4.8</u>	<u>4.2</u>
Tasa de Subempleo (ajustada por estacionalidad)	8.1	8.3	8.8	9.2	8.6	8.9	8.6	<u>8.2</u>	8.6	<u>8.6</u>	<u>8.0</u>
Creación de empleos formales (miles)	230.7	151.8	221.1	-12.8	302.7	200.7	225.5	<u>-10.0</u>	590.8	<u>718.9</u>	<u>450.0</u>
Precios al Consumidor (% anual)											
General (fin de mes)	3.0	3.3	3.1	3.8	3.7	4.3	4.8	<u>4.2</u>	3.8	<u>4.2</u>	<u>3.9</u>
Subyacente	3.2	3.2	3.1	3.4	3.3	3.6	3.6	<u>3.7</u>	3.4	<u>3.7</u>	<u>3.3</u>
Balanza de Pagos											
Balanza comercial (mmd)	1.9	1.4	-3.8	-0.8	3.0	1.6	<u>-2.8</u>	<u>-3.5</u>	-1.3	<u>-1.7</u>	<u>-8.0</u>
Exportaciones mercancías (mmd)	82.0	89.6	88.3	90.3	87.5	94.5	<u>91.6</u>	<u>92.6</u>	350.2	<u>366.2</u>	<u>390.0</u>
Importaciones mercancías (mmd)	80.0	88.1	90.0	91.1	84.4	92.9	<u>94.5</u>	<u>96.0</u>	349.2	<u>367.8</u>	<u>398.0</u>
Ingreso por servicios (mmd)	4.2	3.7	3.2	3.9	4.4	3.9	<u>3.3</u>	<u>3.9</u>	14.9	<u>15.6</u>	<u>11.2</u>
Egresos por servicios (mmd)	6.5	7.4	7.9	6.8	6.9	7.1	<u>8.4</u>	<u>7.2</u>	28.6	<u>29.5</u>	<u>22.6</u>
Ingreso por rentas (mmd)	2.5	1.1	2.6	6.7	2.7	4.0	<u>2.7</u>	<u>6.9</u>	13.0	<u>16.3</u>	<u>13.6</u>
Egresos por rentas (mmd)	7.0	8.0	4.0	6.8	7.4	8.5	<u>4.3</u>	<u>7.2</u>	25.9	<u>27.3</u>	<u>19.9</u>
Transferencias netas (mmd)	5.1	6.1	6.2	5.3	5.4	6.5	<u>6.3</u>	<u>5.8</u>	22.7	<u>24.0</u>	<u>23.0</u>
Cuenta Corriente (mmd)	0.3	-3.0	-3.8	1.5	1.2	1.6	<u>-3.2</u>	<u>-1.2</u>	-5.0	<u>-1.5</u>	<u>-2.8</u>
% del PIB	0.0	-0.3	-0.3	0.2	0.4	0.6	<u>-1.1</u>	<u>-0.4</u>	-0.4	<u>-0.5</u>	<u>-0.5</u>
Inversión extranjera directa (mmd)	5.7	5.2	2.6	4.6	6.5	4.6	<u>2.9</u>	<u>5.2</u>	18.0	<u>19.2</u>	<u>40.0</u>
Política fiscal											
Balance público (mmp)	1.3	-126.7	-53.6	-176.5	-49.5	-93.1			-355.5	<u>-333.6</u>	<u>-357.0</u>
% del PIB	0.0	-0.9	-0.4	-1.2	-0.3	-0.6			-2.5	<u>2.2</u>	<u>2.2</u>
Balance primario (mmp)	34.4	-16.6	-22.3	-73.6	-16.4	26.9			-78.1	<u>-15.2</u>	<u>-16.2</u>
% del PIB	0.3	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.2			-0.5	<u>-0.1</u>	<u>-0.1</u>
Requerimientos financieros (mmp)	10.3	124.2	75.5	182.8	-71.0	-104.8			392.8	<u>379.1</u>	<u>405.7</u>
% del PIB	0.1	0.9	0.5	1.2	-0.5	-0.7			2.7	<u>2.5</u>	<u>2.5</u>
Perfil de Deuda											
Reservas internacionales (mmd)	121.9	129.6	138.0	142.5	150.3	157.3	<u>161.9</u>	<u>161.8</u>	142.5	<u>161.8</u>	<u>173.2</u>
Deuda del sector público (mmp)1/	4,534.9	4,611.8	4,940.1	5,075.6	5,186.1	5,299.5			5,075.6	<u>5,284.3</u>	<u>5,488.8</u>
Interna (mmp)	3,216.3	3,296.1	3,417.1	3,446.8	3,635.8	3,630.6			3,446.8	<u>3,699.0</u>	<u>3,842.2</u>
Externa (mmd)	110.2	111.1	113.5	116.4	121.1	122.1			116.4	<u>123.7</u>	<u>128.5</u>
Deuda del sector público (% del PIB)1/	33.5	33.0	34.2	33.8	35.3	34.8			33.8	<u>34.0</u>	<u>33.0</u>
Interna	23.8	23.6	23.7	23.0	24.8	23.8			23.0	<u>23.8</u>	<u>23.1</u>
Externa	9.7	9.4	10.5	10.8	10.5	11.0			10.8	<u>10.2</u>	<u>9.9</u>

*mmd = miles de millones de dólares

mmp = miles de millone de pesos

1/ Deuda bruta

Pronósticos Variables Financieras

Pronósticos variables financieras

Fin del periodo, datos al 26 de octubre de 2012

	Actual	4T12	2012	2013
<i>Mercado renta fija</i>				
México				
Tasa fondeo Banxico	4.50	4.50	4.50	4.50
TIE 28 días	4.83	4.85	4.85	4.90
Cetes 91 días	4.45	4.55	4.55	4.65
Bono M Jun'22	5.49	5.60	5.60	5.80
Estados Unidos				
Tasa fondos federales	0.13	0.13	0.13	0.13
Libor 3 meses USD	0.31	0.40	0.40	0.60
Nota 2 años	0.30	0.50	0.50	0.85
Nota 5 años	0.76	0.90	0.90	1.50
Nota 10 años	1.75	1.90	1.90	2.35
Europa				
Tasa Repo BCE	0.75	0.50	0.50	0.50
Nota 2 años Alemania	0.05	0.35	0.35	0.60
Nota 10 años Alemania	1.54	1.80	1.80	2.20
<i>Mercado cambiario</i>				
Peso (USD/MXN)				
Fin del periodo	12.99	12.50	12.50	12.80
Promedio		12.63	13.21	12.86

Fuente: Bloomberg para los niveles de cierre del día (actual)

Mercados Financieros Internacionales

MERCADO DE CAPITALES	Indice	Cambio % acumulado*			Ultimos*	
		En la semana	En el mes	En el año	30 días	12 meses
NACIONALES						
IPC	41,837	-1.3	2.4	12.8	3.7	16.8
INTERNACIONAL						
IBOVESPA	57,277	-2.8	-3.2	0.9	-5.3	0.2
IPSA (Chile)	4,250	-0.4	0.5	1.7	1.2	2.0
Dow Jones (EE.UU.)	13,107	-1.8	-2.5	7.3	-2.3	10.4
NASDAQ (EE.UU)	2,988	-0.6	-4.1	14.7	-3.4	12.7
S&P 500 (EE.UU)	1,412	-1.5	-2.0	12.3	-1.5	13.7
TSE 300 (Canada)	12,300	-0.9	-0.1	2.9	0.6	0.9
EuroStoxxx50 (Europa)	2,496	-1.8	1.7	7.8	-0.1	6.9
CAC 40 (Francia)	3,435	-2.0	2.4	8.7	0.6	8.4
DAX (Alemania)	8,933	-0.8	0.7	5.6	0.7	-1.3
FT-100 (Londres)	7,232	-2.0	0.2	22.6	-0.6	20.2
Hang Seng (Hong Kong)	5,807	-1.5	1.1	4.2	0.7	4.6
Shenzhen (China)	21,546	0.1	3.4	16.9	3.4	7.6
Nikkei225 (Japón)	2,248	-3.6	-2.0	-4.2	-2.0	-17.0
MERCADO DE DIVISAS (divisa por dólar, excepto en el caso de la libra y el euro)						
Peso mexicano	12.99	-0.8	-1.0	7.3	-0.9	-0.4
Dólar canadiense	1.00	-0.3	-1.3	2.4	-1.1	0.0
Euro	1.61	0.6	-0.4	3.6	-0.4	0.0
Libra esterlina	1.29	-0.7	0.6	-0.2	0.5	-0.1
Yen japonés	79.65	-0.4	-2.1	-3.4	-2.4	3.5
Real brasileño	2.03	0.0	0.0	-7.9	0.4	0.3
MERCADO DE METALES (dólares por onza)						
Oro-Londres	1,704	-1.7	-4.3	8.2	-3.4	-9.0
Plata-Londres	3,167	-2.0	-8.6	12.4	-6.5	-163.0
Petróleo (dólares por barril)						
Barril de Brent	112	-0.1	-1.4	2.8	-1.4	0.4
Barril de WTI	86	-4.2	-6.4	-12.7	-4.1	-3.9
MERCADO DE DINERO	Nivel	Cambio en pbs			Últimos	
	(%)	En la semana	En el mes	En el año	30 días	12 meses
LIBOR 3 meses	0.31	0	-5	-5	-27	-11
Treasury 2 años	0.30	0	4	7	6	1
Treasury 5 años	0.76	1	15	13	-7	-30
Treasury 10 años	1.75	-2	14	11	-13	-46
NACIONAL						
Cetes 28d	4.22	-1	-18	-9	2	-10
Bono M Dic 15	4.97	10	14	-40	18	1
Bono M Jun 22	5.49	10	17	-88	20	-88
Bono M Nov 42	6.61	5	10	-96	13	-96
MERCADO DE DEUDA	Indice	Cambio % acumulado*			Ultimos	
		En la semana	En el mes	En el año	30 días	12 meses
NACIONALES						
CORPOTRAC	9.70	0.0%	-0.1%	5.0%	1.8%	4.8%
VLMR Corporativo	317.97	0.0%	0.1%	7.6%	0.1%	8.2%
INTERNACIONALES						
Dow Jones Corporate Bond Index	121.86	-0.7%	0.1%	6.3%	0.0%	4.5%
CEMBI	268.01	-0.3%	1.6%	15.2%	0.9%	10.7%
CEMBI Latinoamerica	270.21	-0.3%	2.3%	14.5%	1.4%	10.0%
CEMBI México	211.18	-0.4%	2.0%	13.8%	1.2%	9.1%
CEMBI High Yield	309.38	-0.2%	2.2%	19.4%	1.2%	10.8%

* En moneda Local

Fuente: Valmer/Bloomberg/Banorte-Ixe

Estrategia de Mercados

- **Inversionistas atentos a datos en EE.UU. con particular importancia en el mercado laboral, la reunión del BoJ y posibles noticias sobre Grecia**
- **Mantenemos recomendaciones en Udibonos de corto plazo y en diferenciales TIIE-Libor y TIIE-Mbono. Ajustamos al alza rango del USD/MXN a 12.85-13.10, recomendando cortos en alrededor de 13.05 y en el EUR/MXN al nivel actual**
- **La temporada de reportes trimestrales se convierte en excusa para el ajuste**
- **Se esperan las colocaciones de TFOVIS 12-4U y VERACB 12 / 12-2 / 12U**

Estrategia Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla (55) 1103 4043
 alejandro.padilla@banorte.com
 Juan Carlos Alderete (55) 1103 4046
 juan.alderete.macal@banorte.com

Estrategia Renta Variable

Carlos Hermosillo (55) 5268 9924
 carlos.hermosillo.bernal@banorte.com
 Manuel Jiménez (55) 5004 1275
 mjimenez@ixe.com.mx
 Víctor Hugo Cortés (55) 5004 1231
 victorhugo.cortes@ixe.com.mx

Estrategia Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih (55) 5004 1405
 tabdulmassih@ixe.com.mx
 Idalia Céspedes (55) 5268 9804
 icespedes@ixe.com.mx

La atención de los mercados estará puesta a lo largo de la semana en noticias provenientes de tres frentes. El primero tiene que ver con información económica muy importante en EE.UU., resaltando los reportes de manufactura y del mercado laboral, los cuales podrán suscitar una visión más clara del plan de acción del Banco de la Reserva Federal hacia delante. En el frente de política monetaria lo más importante vendrá de la decisión de política monetaria del Banco de Japón, especialmente ante la especulación de que podría incrementar su programa de compra de activos. El tercer factor importante viene de Europa, con noticias relacionadas a la negociación del plan de austeridad en Grecia, así como la publicación del PIB español.

Las tasas mexicanas continuaron mostrando presiones al alza, principalmente en instrumentos de mediana y larga duración. Mantenemos nuestras recomendaciones sobre los Udibonos Dic'12 y Dic'13, así como el diferencial TIIE-Libor. Asimismo, recomendamos el diferencial IRS-TIIE vs Mbono de 10 años con entrada de 46pb, objetivo de 35pb y stop-loss de 54pb. En el cambiario el peso se depreció por tercera semana consecutiva, con la cotización subiendo en 1% al cerrar en 13.02 pesos por dólar. Ajustamos al alza el rango semanal esperado a 12.85-13.10, positivos de cortos alrededor de 13.05 al no encontrar justificaciones para remover el sesgo a favor y reiteramos recomendación corta del EUR/MXN con un objetivo de 16.10 y stop loss en 16.90 pesos por euro.

En acciones, con la conclusión de la temporada de reportes en México y un avance considerable en EE.UU., el balance del desempeño corporativo al 3T12 ofrece un semblante muy en línea con lo esperado, aunque al no desviarse significativamente de las expectativas ofrece un pretexto ideal para la toma de utilidades. Las empresas en EE.UU. denotan una debilidad no vista desde 2009, y por el contrario las empresas mexicanas se desligan hacia una tendencia positiva en base a expansiones/adquisiciones recientes, programas de astringencia en la estructura de costos y gastos, y por supuesto, una ayuda en la forma de ganancias cambiarias. El efecto neto es un abaratamiento significativo para nuestro IPC en términos de múltiplos, aunque ya esperado e insuficiente para alterar la perspectiva que hace sólo un par de semanas establecimos hacia 2013: 47,500 puntos.

En deuda, estamos a la espera de las siguientes colocaciones: 1) la emisión estructurada (ABS) TFOVIS 12-4U por un monto de \$4,993mdp, vencimiento en 2042 y referenciada a Udis; y 2) las emisiones por parte del Edo. de Veracruz, VERACB 12 / 12-2 / 12U por un monto conjunto de \$6,900mdp en tres tramos referenciados a tasa variable (TIIE91), fija y Udis, respectivamente, vencimientos programados en 2027 y 2037, y las cuales cuentan con garantía parcial por parte de Banobras (GPO 45%).

Recomendaciones en el mercado de renta fija gubernamental

Estrategia	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Actual
<i>Estrategia direccional</i>				
Mantener Udibono Dic'12**	+0.97%	-1.50%	-1.05%*	-2.87%
Mantener Udibono Dic'13	1.06%	-0.25%	0.25%*	0.12%
Recibir IRS Mex Pagar IRS				
EE.UU. 10 años	410pb	385pb	430pb	407pb
Recibir IRS Mex Pagar Mbono				
10 años	46%	35pb	54pb	46pb

*Nuevos stop-loss para proteger utilidades

**Recomendamos mantener a vencimiento a pesar de haber alcanzado objetivo

Próximas Colocaciones de Deuda Privada

Emisión	Monto	Fecha Sub.	Est.	Tasa Ref.	Calif.
TFOVIS 12-4U	4,993	30-Oct-12	ABS	Udis	AAA
VERACB 12	2,300	31-Oct-12	Gtía	TIIE91	AA+
VERACB 12-2	2,300	31-Oct-12	Gtía	Fija	AA+
VERACB 12U	2,300	31-Oct-12	Gtía	Udis	AA+
VWLEASE 12	2,500	07-Nov-12	Quiro	TIIE28	AAA
TOTAL	14,393				

Fuente: Banorte - Ixe / Valmer, BMV, incluye CB'S, PMP, Oblig, CPO'S
 Al 23 de agosto de 2012. Monto en mdp. Calificación en escala nacional

Desempeño Semanal de la Estrategia de Renta Variable

ACCIÓN	PRECIO	RENDIMIENTO		PONDERACIÓN CARTERA	PESO IPC
		SEMANAL	AÑO		
Femsa UBD	\$ 120.65	-2.54%	24.36 %	9.64%	8.42%
Kof L	\$ 172.17	-2.12%	29.72 %	4.50%	0.00%
Cemex CPO	\$ 11.96	2.45%	60.54 %	8.24%	4.09%
Walmex V	\$ 38.66	-0.85%	1.12 %	13.51%	11.07%
Alsea *	\$ 22.08	-0.85%	56.82 %	2.96%	0.28%
Ica *	\$ 28.26	-3.09%	66.82 %	2.97%	0.62%
Ohlmex *	\$ 20.99	-5.28%	-2.91 %	3.33%	0.38%
Alfa A	\$ 24.09	-0.50%	58.49 %	3.49%	3.50%
Alpek A	\$ 32.91	0.37%	0.00 %	4.94%	0.50%
Tlevisa CPO	\$ 60.61	0.12%	3.20 %	10.01%	6.30%
Gmexico B	\$ 41.28	-1.74%	13.19 %	8.77%	6.48%
Mexchem *	\$ 65.37	0.46%	48.87 %	4.68%	1.94%
Amx L	\$ 16.94	0.77%	7.08 %	22.96%	23.79%
IxC		-0.56%	18.90%		69.37%
IPC		-1.09%	13.53%		100.00%
SIRV		-1.24%	6.40%		

* Los precios son al Miércoles 24 de Octubre

RENTA FIJA Y TIPO DE CAMBIO: atención puesta a los reportes laborales en Norteamérica

A lo largo de la semana previa los activos financieros tuvieron movimientos mixtos, con los inversionistas mostrando un tono de cautela. La información económica que se publicó en EE.UU. aludió a un ritmo de recuperación ligeramente más favorable. Sin embargo, en otras regiones (como Asia y Europa) las preocupaciones sobre desaceleración continuaron. En términos de política monetaria, el Banco de la Reserva Federal no mostró cambios significativos en su comunicado. Sin embargo, Banxico mostró una mayor preocupación en relación al escenario de inflación.

En los siguientes días se conocerán datos económicos relevantes en Norteamérica que podrían moldear el sentimiento de los mercados para las próximas semanas. Se publicarán reportes sobre manufactura y el mercado laboral que serán importantes para determinar el plan de acción del Fed hacia delante. También será importante la decisión de política monetaria del Banco de Japón, especialmente ante la especulación de que podría incrementar su programa de compra de activos. En Europa lo más importante vendrá de noticias relacionadas a la negociación del plan de austeridad en Grecia, así como la publicación del PIB español.

Esta semana se dio a conocer en México información importante que podría definir un rumbo más claro sobre la conducción de política monetaria en los próximos meses. Seguimos pensando que las condiciones actuales no justifican un cambio en la tasa de referencia, aunque el mercado ha comenzado a mostrar un sesgo hacia un escenario de restricción monetaria. El comunicado de Banxico publicado este viernes mostró un tono ligeramente más *hawkish*, resaltando las preocupaciones de la Junta de Gobierno sobre el escenario de inflación actual y las posibles presiones que pudieran continuar en lo que resta del año. En términos de tasas, el mercado ha comenzado a incorporar (de manera todavía muy prudente) alzas implícitas de la tasa de interés de referencia para los próximos 2 años. Los derivados de TIE-28 en los plazos de 1 (13x1) y 2 años (26x1) registran aumentos acumulados implícitos de casi 50pb, siendo mucho de este efecto explicado por primas de riesgo asociadas a cada periodo de TIE de 28 días en el tiempo y no necesariamente a aumentos implícitos en la tasa de referencia de Banxico. Una situación similar reflejan los futuros de TIE-28 para los próximos trimestres, en donde los engrapados del 4T12, 1T13, 2T13, 3T13 y 4T13 incorporan aumentos implícitos acumulados de 1pb, 3pb, 5pb, 22pb y 23pb.

Creemos que Banxico mantendrá un tono de cautela en términos de la inflación para anclar las expectativas del mercado, las cuales se han aumentado de manera significativa en los últimos meses (de 3 años ubicada en 4.42%, 5 años en 4.19%, 10 años en 3.96% y 30 años en 3.86%). Sin embargo, vemos con pocas probabilidades de un movimiento al alza en su tasa debido a: 1) se perciben como transitorias las presiones inflacionarias recientes, las cuales podrían aminorarse de manera importante a principios del próximo año, 2) se consideran riesgos a la economía mexicana hacia delante debido al entorno internacional que podrían acentuarse ante un alza en la tasa, y 3) una mayor apreciación del tipo de cambio debido a una tasa más elevada y la entrada de mayores flujos podría suscitar una pérdida de competitividad (de acuerdo a

nuestros cálculos Banxico no le gustaría un peso por debajo de USD/MXN 12.40).

Tomando en cuenta este escenario de política monetaria recomendamos esperar mayores presiones al alza en derivados de TIE-28 y bonos de corto plazo, principalmente en los nodos de 1 y 2 años. En caso de materializarse esta situación estaríamos recomendando posiciones receptoras del 13x1 al 4.95% y del 26x1 al 5.05%.

IRS de 2 años

(%)



Fuente: Bloomberg

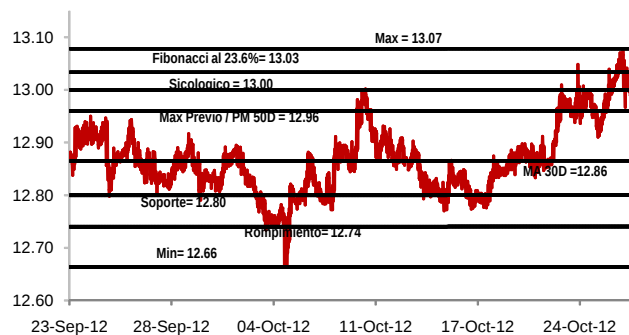
El IPAB publicó la convocatoria de la segunda subasta de intercambio que se llevará a cabo el próximo lunes 29 de octubre, de las 11:30am a la 1:00pm. La subasta será a precio único en donde el IPAB intercambiará BPAs y BPAT (compra de diversas emisiones) por BPAG28 y BPAG91 (venta). Cada una de estas series será subastada en una única ocasión y hasta por el 100% del monto en circulación. Las operaciones de compra y venta se realizarán entre series "espejo". Esto quiere decir que únicamente se podrán presentar posturas para la compra y venta simultánea de BPAs en relación con BPAG28 y de BPAT en relación con BPAG91, ambas con fechas de vencimiento coincidentes. Creemos que habrá mucho interés por participar en el intercambio de estos instrumentos (13 series con vencimientos de 429 a 562 días). El pasado miércoles se llevó a cabo la primera subasta de intercambio de instrumentos del IPAB: viejos BPAs y BPAT (compra de diversas emisiones) por nuevos BPAG28 y BPAG91 (venta). Esta transacción fue por \$161,700 millones y tuvo un gran interés por parte de los participantes del mercado. Se intercambiaron 15 emisiones con plazos desde 840 hasta 1,568 días.

En el cambiario, el peso se depreció por tercera semana consecutiva al pasar de 12.88 a 13.02 pesos por dólar (+1%), rompiendo inclusive con el nivel de 13.00 que había respetado desde mediados de septiembre y finalizando en máximos no registrados desde el anuncio del QE3 por parte del Fed. Dicho movimiento se observó a pesar de datos positivos en EE.UU. (en particular el PIB del 3T12, que superó las expectativas), con la debilidad proveniente sobre todo de la Eurozona. El peso fue nuevamente una de las divisas más afectadas entre emergentes debido a un mayor grado de aversión al riesgo en los mercados. Lo anterior se dio a pesar de que la posición neta en los futuros del IMM mostró pocos cambios al cierre del martes pasado con un neto corto de 5,102mdd, una ligera caída de 175mdd sobre el nivel del 16 de octubre. En este sentido y como hemos

comentado recientemente, seguimos pensando que la posición técnica no es favorable para la divisa.

En nuestra opinión el USD/MXN probablemente consolidará, estimando un rango de operación semanal entre 12.85-13.10 pesos por dólar. A pesar de las recientes presiones al alza seguimos positivos del peso para el resto del año, considerando que no existen aún razones suficientes en términos fundamentales para remover el sesgo corto en este cruce. En este sentido creemos que niveles alrededor de 13.05 son atractivos para posiciones direccionales cortas en el USD/MXN, sobre todo considerando que mantenemos nuestro estimado al cierre de año en 12.50. En nuestra opinión el peso estará soportado por niveles técnicos importantes, destacando 13.00 como nivel psicológico, un nivel de Fibonacci en 13.03 y el máximo intradía más reciente en 13.07 pesos por dólar. De manera similar, en el caso del EUR/MXN reiteramos nuestra recomendación corta con objetivo en 16.10 y *stop loss* en un cierre por encima de 16.90, con el nivel actual en 16.82 pesos por euro.

USD/MXN: Niveles intra-día (últimos 30 días de operación)



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe

Por otro lado y tras el comunicado más *hawkish* de Banxico, estimamos el tipo de cambio nominal que de acuerdo con nuestras expectativas de inflación implicaría un tipo de cambio real al cierre de 2012 en el que se borrarían las ganancias de competitividad acumuladas en los últimos años. En este sentido, es importante recordar que el nivel del tipo de cambio real tiene potenciales implicaciones para la política monetaria. Asumiendo todo lo demás constante, un peso más fuerte se traduce en condiciones más restrictivas debido al efecto que tienen estos cambios en el precio relativo de bienes comerciables y no comerciables, influyendo en la balanza comercial y el crecimiento, entre otros. Con algunos participantes de mercado considerando la posibilidad de aumentos de la tasa de referencia, nosotros seguimos pensando que es relevante mencionar que creemos que esto no sucederá. En nuestra opinión, dicha cuestión estaría influida en parte por una potencial apreciación adicional del peso respecto al nivel actual en caso de un alza, lo que no sería deseable en un contexto de desaceleración de la economía local (estimado PIB 2013: 3.0% anual) y con riesgos importantes al crecimiento global. En este sentido, estimamos que el USD/MXN entre 12.10-12.40 implicaría una eliminación de dicha ventaja de competitividad.

Dichos niveles están basados en nuestros índices de los principales competidores de México en EE.UU. (Canadá, Japón, Taiwán, Corea del Sur y China) y las condiciones monetarias en nuestro país. Este último muestra que de enero a julio de 2011 las condiciones eran restrictivas (ver

gráfica), momento en el que el USD/MXN promedió 11.85 pesos por dólar. No obstante, considerando la inflación en México (y EE.UU.) y la apreciación acumulada del peso desde principios de 2011 al cierre de septiembre, en alrededor de 6% y 4%, en el mismo orden, estimamos que el nivel equivalente al cierre de este año del USD/MXN y respecto a los cambios en el índice del tipo de cambio real de divisas se ubica en dicha zona. En este sentido, nuestro índice de competidores indica que en el mismo periodo la inflación acumulada en estos países fue de 4.1% (ponderado por la importancia relativa de las exportaciones a EE.UU. de cada uno de los países) y la apreciación nominal de 3.1%, mientras que la inflación en EE.UU. fue de 5.6%. A pesar de lo anterior, en un horizonte de mayor plazo creemos que inclusive si el USD/MXN alcanza esta zona el nivel sigue siendo atractivo en términos absolutos, estimando que para borrar las ganancias de competitividad hasta niveles pre-crisis el tipo de cambio debería ubicarse entre 11.20-11.60 pesos por dólar.

Índice de Condiciones Monetarias

(desviaciones del tipo de cambio y tasa de interés reales)



Fuente: Banorte-Ixe

Tipo de cambio real MXN y competidores en el mercado de EEUU*

(mensual, índice base 100 = 31/12/2010)



* Incrementos significan depreciación real de la divisa

Fuente: Bloomberg, Banorte-IXE

Creemos que este estimado sigue siendo consistente con nuestra visión positiva del peso al cierre de año en 12.50, pero que sugieren a su vez que el potencial de apreciación es más limitado. Respeto a este punto, creemos que la Comisión de Cambios podría tomar medidas preventivas y de intervención "débil" para contenerla, como la eliminación de la subasta de dólares a precio mínimo y/o la reintroducción del mecanismo de opciones sobre el peso para la acumulación de reservas. Sin embargo, es importante considerar que, con los riesgos a nivel externo aún presentes el mecanismo actual de subasta podría permanecer, además de que esperamos que las autoridades sigan renuentes a intervenir en el cambiario. Por otra parte,

dichos niveles también son consistentes con nuestra expectativa hacia el cierre del próximo año en 12.80 pesos por dólar con mínimos de hasta 12.60, sobre todo considerando que las condiciones macro sobre los que se basan nuestros supuestos permanecen prácticamente sin cambios, esperando un tipo de cambio más estable (sobre todo en caso de que sigamos observando avances en la Eurozona) pero con un potencial más limitado para el MXN.

CAPITALES: Los reportes abaratan poco al IPC

Hace apenas tres semanas que comenzó la temporada de reportes trimestrales en EU con el reporte de Alcoa el 9 de octubre, en tanto que para el caso de México ha sido sólo dos semanas de su arranque con las cifras de Cemex y Alfa el día 15. Hoy día ya contamos con un buen avance en las cifras de EU (55% al cierre de este viernes) y de hecho ya ha concluido la temporada para el caso de México. Ha sido una etapa de información intensa, quizá algo más de lo usual para México, dado el calendario, pero a final de cuentas lo verdaderamente relevante ha sido el corroborar, con una leve desviación al alza, las expectativas que se tenían de inicio.

La salvedad dentro de este proceso ha sido el sector financiero en EU, sobre el que vale la pena hacer hincapié, pues a primera vista los crecimientos de la muestra del S&P500 parecen mucho mejores de lo que en realidad son. Las cifras de dicho sector han sido impulsadas extraordinariamente por la eliminación de reservas relacionadas con hipotecas, “inflando” de forma artificial la utilidad neta, aunque no teniendo un efecto particularmente notable sobre el desempeño de sus acciones. Esto último aclara la naturaleza extraordinaria de estas utilidades, y cómo son desestimadas por el mercado. Con esta consideración, no es de sorprender que hasta ahora, con 274 emisoras habiendo presentado sus resultados, se observa de hecho un avance de 3.3% en las utilidades, aunque una vez excluyendo el sector financiero, la cifra se vuelve negativa en -1.6%; a pesar de ello, en ambos casos se supera la expectativa que se tenía de inicio, de -1.7% en total, y -5.3% al excluir el sector financiero.

A la par de los resultados del trimestre, un tema que va forzosamente ligado a este proceso es la revisión de estimados de utilidades que se hace con la información fresca, más ahora con vistas hacia 2013. Es un proceso que ya hace un mes habíamos anticipado cobraría mayor relevancia, toda vez que es natural que en esta temporada del año veamos las revisiones más significativas en torno a lo que se estima estarán ganando las empresas en los próximos meses. Para el mercado en EU, este ejercicio ofrece hasta ahora, a media temporada, un ajuste de 1.5pp a la baja en las expectativas de 2013, que hoy día se colocan en 9.7%. Para el caso de la expectativa de 2012 el cambio es menor naturalmente, pero ya que ahora falta sólo un trimestre de información el movimiento es realmente de consideración; hasta este viernes, la expectativa ha caído a 4.9%, desde 5.7% hace un mes, y a 2.7% desde 3.8% al excluir financieras.

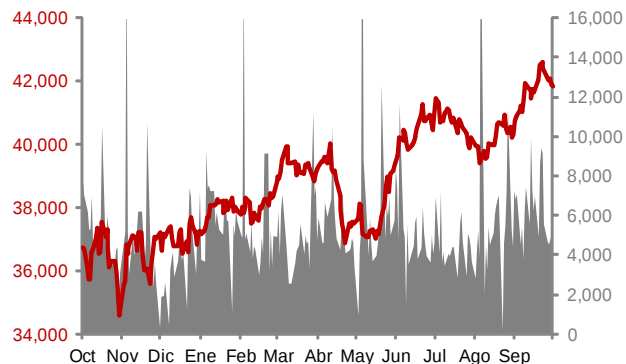
En el caso de México, los resultados del trimestre se han conformado en lo general a las expectativas que de inicio marcamos, incluyendo crecimientos de 11.3% en ingresos, de 9.7% en EBITDA, y de 36% en la utilidad neta, basados en la muestra de emisoras bajo cobertura. Con la información procesada hasta el momento de escribir estas líneas (37 de 44 emisoras en la muestra), vemos que dichos crecimientos han sido de hecho de 10%, de 4% y 24%, respectivamente. La diferencia más relevante se encuentra

Variables en el Mercado de Valores

Nivel Actual	41,836.92
Nivel Objetivo 2013	47,500
Rend. Potencial	13.5%
Maximo 12m (10/17/2012)	42,750.99
Minimo 12m (11/25/2011)	34,573.04

IPC—Evolucion 12m

(IPC nominal, volumen en millones de pesos)

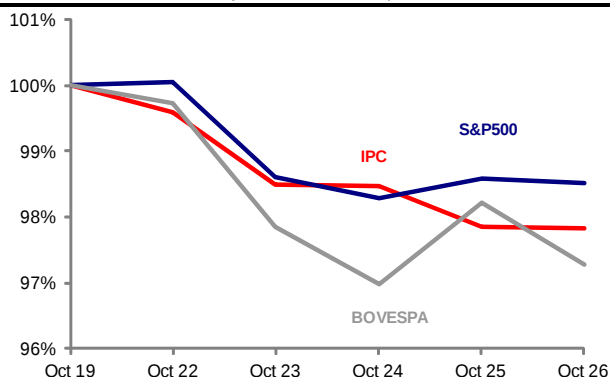


IPC—Comparativo Internacional

Variación Semanal	IPC	S&P500	Dow	Nasdaq	Eurostoxx	Bovespa
Indice	41,836.92	1,411.94	13,107.21	2,987.95	2,496.10	57,276.81
Nominal	-1.30%	-1.48%	-1.77%	-0.59%	-1.81%	-2.79%
US\$	-2.18%	-1.48%	-1.77%	-0.59%	-2.53%	-2.73%

IPC—Los últimos cinco días

(Evolucion Semanal, Datos ajustados base US\$)



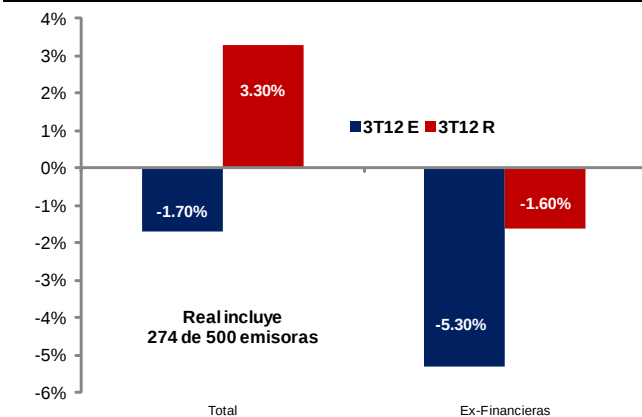
Acciones en Movimiento (semanal)

Las Ganadoras	Var. %	Las Perdedoras	Var. %	Operatividad ^{1/}	Valor (m)
SANLUCPO	14.3	TMMA	(15.9)	AMXL	802.1
PAPPEL*	12.1	MAXCOMCP	(15.0)	GFNORTEO	559.1
GISSAA	8.1	AXTELCPO	(12.4)	CEMEXCPO	543.4
BACHOCOB	7.6	ALSEA*	(5.4)	WALMEXV	456.1
COMPARC*	4.9	CMOCTEZ*	(5.3)	GMODELOC	315.0
OMAB	4.7	ICHB	(4.9)	GMEXICOB	302.7
QCPO	4.2	GEOB	(4.8)	TLEV/ICPO	227.7
VITROA	3.8	GFINBURO	(4.4)	SANMEXB	217.3
MONEXB	3.4	HOMEX*	(4.0)	FEMSAUBD	173.9
POCHTECB	3.4	TS*	(4.0)	MEXCHEM*	161.8

1/ Promedio diario de 5 días

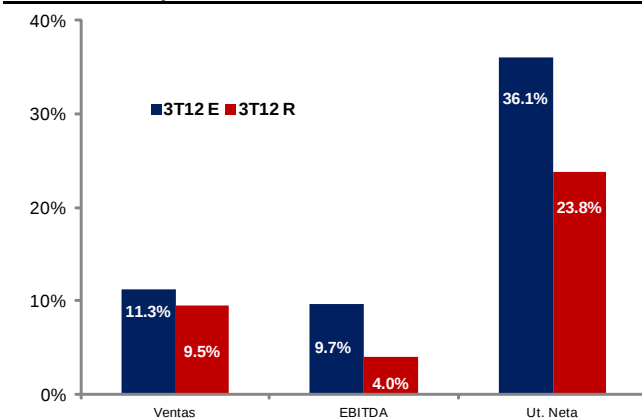
evidentemente en el crecimiento de EBITDA, y se origina en sólo un par de empresas que han sufrido de ajustes extraordinarios al registrar partidas no recurrentes en el trimestre, pero que por el peso de dichas partidas, y la relevancia de estas emisoras en la muestra, producen una desviación importante; estas emisoras han sido GMexico y Bimbo. Así, consideramos que a pesar de que la sumatoria de resultados ha quedado algo por debajo en cuanto a EBITDA, en realidad los resultados se han ajustado a las expectativas, aún cuando por otra parte, el efecto de abaratamiento en el múltiplo FV/EBITDA es mínimo. En cuanto el múltiplo P/U sí observamos una disminución sensible, de 22.3x un día antes del inicio de la temporada a 21.5x el día de hoy; un cambio sensible, pero no radical. En cuanto a las revisiones para 2013, el consenso de mercado casi no ha cambiado en el último mes, y nosotros por nuestra cuenta si acaso hemos mejorado marginalmente la estimación para el agregado de nuestra muestra bajo cobertura.

Crecimiento en utilidades—3T12 S&P500



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

México—Desempeño trimestral al 3T12



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

En consecuencia, este ambiente de menores expectativas en las utilidades de las empresas norteamericanas ha funcionado como un buen pretexto para la toma de utilidades durante esta semana. Al menos en el corto plazo, tras cuatro meses consecutivos de ganancias en los mercados —en realidad han sido cuatro meses de avances consistentes en los mercados norteamericanos, y una tendencia errática de dos positivos y dos laterales en México— consideramos que podríamos ver algún ajuste adicional en los próximos días. No obstante, para el IPC nuestra recomendación en estos niveles de mercado es más

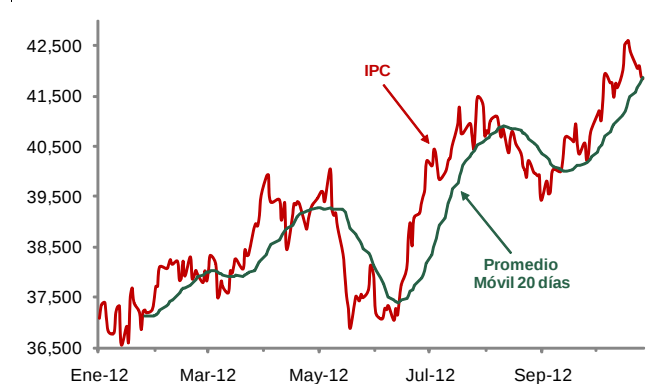
sesgada hacia aprovechar las oportunidades que el pesimismo, que esperamos sea temporal, traiga consigo. Así, sugerimos desde hace varios días variar temporalmente la exposición al mercado de renta variable hasta en 10 puntos porcentuales adicionales alrededor de la posición base de 50% que como parte central de la estrategia fundamental sigue vigente, esto cuando el IPC se encuentre por debajo de los 42,000 puntos, y por el contrario, regresar a la exposición media al acercarnos a los 43,000 puntos

ANÁLISIS TÉCNICO: Los índices bursátiles de Wall Street en mínimos de siete semanas

El sentimiento negativo de los resultados trimestrales y algunas cifras económicas débiles tiene inmerso a los principales índices americanos en un sesgo de baja. Además la esperanza de las medidas de apoyo financiero para España genera mayor incertidumbre y volatilidad. La semana pasada se activaron los focos rojos al perforar los soportes técnicos de la tendencia principal alcista, en este sentido se llegaron a aplicar los niveles de *stop loss*. A raíz de este movimiento los índices de EE.UU., están generando una tendencia negativa de corto plazo. Desde nuestro punto de vista este mercado presenta un importante ajuste y actualmente están en proceso de validar niveles técnicos importantes identificados en el promedio móvil ponderado de 200 días. Creemos que si logran respetar estas zonas se abre la posibilidad de un rebote técnico, bajo este escenario podrían presentarse algunas oportunidades de corto plazo; sin embargo, es importante mencionar que la volatilidad sigue siendo fuerte y el riesgo se incrementa. En el supuesto de romper estos niveles es probable un movimiento adicional de ajuste confirmando la tendencia negativa. Bajo este escenario la recomendación es de cautela y creemos que es conveniente esperar a tener señales más claras para buscar nuevas oportunidades de corto plazo.

Referente a nuestro principal índice (IPC) define un mejor panorama al conservar su tendencia principal de alza, creemos que una importante recuperación sólida está lejos de concretarse. Desde nuestro punto de vista la consolidación se mantendrá y los ajustes que lleguen a presentarse podrían abrir algunas oportunidades de inversión en el corto plazo (consultar el anexo de indicadores técnicos). Un dato importante a mencionar es que en las últimas sesiones el volumen de operación ha bajado, lo que podemos percibir es que en los movimientos de alza el volumen es constante y alto, todo lo contrario a los ajustes que el volumen no presenta la misma fuerza.

IPC

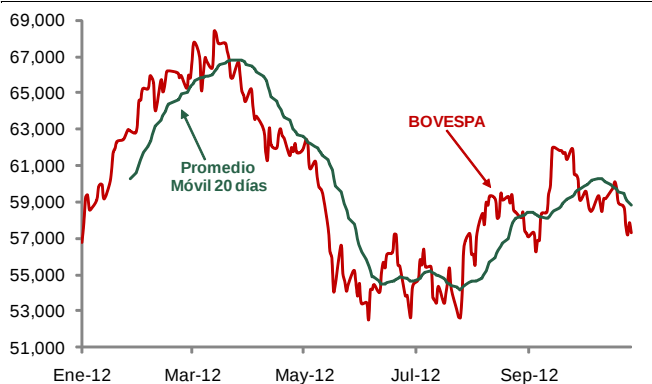


Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

El IPC en una consolidación con sesgo bajista. La línea de precios está en proceso de validar niveles técnicos de soporte ubicados en los 41,750pts y 41,460pts terreno donde se localiza el promedio móvil ponderado de 30 días y una línea de fibonacci. En el supuesto de perforar estas zonas se abre la posibilidad de tomar rumbo hacia un siguiente piso clave localizado en los 41,000pts. Bajo este escenario si logra mantener su cotización por arriba de este nivel, vemos probable algunas oportunidades de inversión de corto plazo. La actual resistencia la estamos identificando en los 42,750pts máximo histórico que marco el 17 de octubre.

El Bovespa perfora el soporte de los 58,600pts. Este índice conserva su cotización en un canal de baja de corto plazo, recientemente perforó el *stop loss* (limite de pérdidas) ubicado en los 58,650pts. Creemos que si no logra recuperar este nivel sería una señal negativa y abre la posibilidad de tomar rumbo hacia el siguiente piso localizado en los 56,190pts. Desde nuestro punto de vista si logra validar esta marca es probable que se genere un rebote técnico, en este sentido podrían presentarse algunas oportunidades de inversión de corto plazo; sin embargo, el riesgo es todavía alto. Actualmente la resistencia la estamos identificando en los 60,625pts zona donde se ubica una línea de fibonacci.

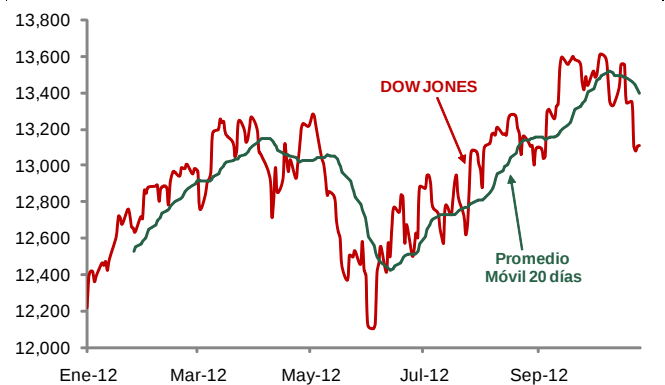
BOVESPA



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

El Dow Jones revienta la marca de los 13,280pts. En su proceso de consolidación perforó la parte baja de esta figura técnica trazada en los 13,280pts abandonando la tendencia ascendente. Ahora la línea de precios se aproxima a un apoyo técnico clave localizado en los 13,000pts nivel donde se ubica el promedio móvil ponderado de 200 días. Creemos que si logra respetar esta zona podría registrar un rebote técnico, en este sentido vemos probable algunas oportunidades de inversión de corto plazo, aunque el sentimiento permanece negativo. En el supuesto de perforar este nivel, desde nuestro punto de vista podría ampliar el ajuste, bajo este escenario identificamos un siguiente piso localizado en los 12,840pts nivel técnico por fibonacci.

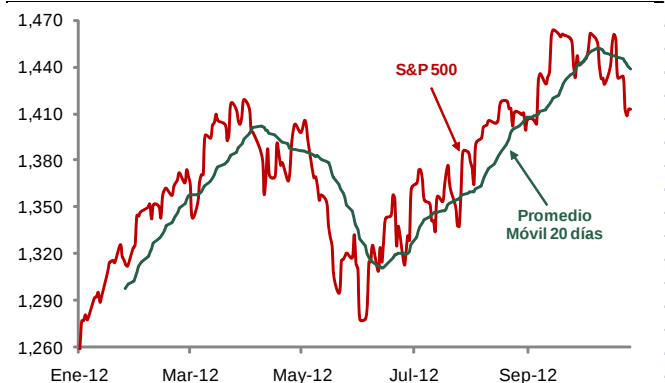
DOW JONES



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

El S&P 500 rompe a la baja los 1,425pts. Rompe la parte baja del canal principal de alza al abandonar la zona de los 1,425pts y ahora está cotizando en una tendencia bajista de corto plazo, ahora abre la posibilidad de poner a prueba el piso crítico de los 1,390pts nivel donde se ubica el promedio móvil ponderado de 200 días. Desde nuestro punto de vista es importante que valide esta zona, en el supuesto de perforar esta marca dejaría latente la posibilidad de ampliar el movimiento de ajuste, en este sentido el siguiente apoyo se localiza en los 1,370pts nivel técnico por fibonacci. Si logra respetar los 1,390pts creemos que podría presentar algunas oportunidades especulativas de inversión de corto plazo. La resistencia la identificamos en los 1,425pts, nivel técnico de fibonacci.

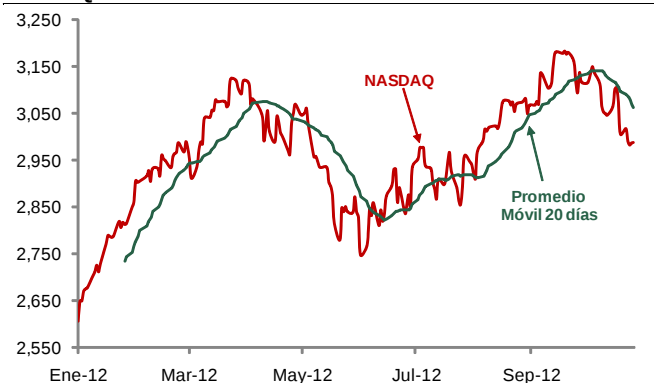
S&P 500



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

El Nasdaq pondrá a prueba los 2,960pts. Este índice tecnológico mantiene su sesgo bajista de corto plazo y estará poniendo a prueba el soporte de los 2,960pts nivel técnico de fibonacci, el rompimiento de esta marca desde nuestro punto de vista confirmaría un mayor movimiento a la baja, bajo este supuesto el siguiente piso se ubica en los 2,900pts. Si logra respetar los 2,960pts, es probable un rebote técnico. En este escenario creemos que se pueden presentar algunas oportunidades especulativas de inversión de corto plazo, la resistencia se localiza en los 3,020pts nivel técnico de fibonacci.

NASDAQ



Fuente: Bloomberg, Banorte-Ixe.

DEUDA PRIVADA

El monto en circulación del mercado de Deuda Privada de Largo Plazo asciende a \$790,417mdp, tomando en cuenta las emisiones MAYACB 12 / 12U por un monto conjunto de \$1,880mdp. Por su parte, el mercado de Corto Plazo ascendió a \$43,885mdp, habiéndose colocado en la semana un total de \$15,670mdp del cual el 85% del monto colocado presenta una calificación de 'F1+'.

Colocaciones de la semana. Durante la semana se llevaron a cabo las colocaciones de dos emisiones estructuradas (FF) por parte del Consorcio Mayab, **MAYACB 12 / 12U** ('Aa2.mx/AA(mex)') por parte de Moody's y Fitch, respectivamente) por un monto conjunto de \$1,880mdp, vencimiento programado en 2024 y referenciadas a tasa fija (9.67%) y Udis (5.80%), respectivamente. Estas emisiones están respaldadas por los derechos de cobro de la cuotas de peaje, servicios auxiliares y cualquier otro concepto relacionado con la operación y explotación de la autopista Kantunil – Cancún.

En el Horno. Para la semana del 29 de octubre al 1 de noviembre de 2012 estaremos a la espera de las siguientes colocaciones: 1) la emisión estructurada (ABS) **TFOVIS 12-4U** ('mxAAA/Aaa.mx/AAA(mex)/HRAAA' por S&P, Moody's, Fitch y HR, respectivamente) por un monto de \$4,993mdp, vencimiento en 2042 y referenciada a Udis; y 2) las emisiones por parte del Edo. de Veracruz, **VERACB 12 / 12-2 / 12U** ('AA(mex)/HRAA+') por parte de Fitch y HR, respectivamente) por un monto conjunto de \$6,900mdp en tres tramos referenciados a tasa variable (TIIE91), fija y Udis, respectivamente, vencimientos programados en 2027 y 2037, y las cuales cuentan con garantía parcial por parte de Banobras (GPO 45%).

Noticias Corporativas. Grupo Posadas llegó a un acuerdo con FIBRAHOTEL para enajenar doce unidades hoteleras bajo marcas Fiesta Inn y One Hoteles, aunque la compraventa estará sujeta al éxito de la oferta pública inicial de FIBRAHOTEL. Invex anunció la amortización anticipada de la emisión **XIGNUX 07-2** el próximo 5 de noviembre de 2012. Por otro lado, **Crédito Inmobiliario** presentó solicitud de Concurso Mercantil en etapa de quiebra.

Noticias de Asambleas. Durante la semana se dieron a conocer las resoluciones de la Asamblea de Tenedores de **CASITA 11**, donde destacamos la modificación al contrato del fideicomiso de acuerdo con la propuesta del despacho de

abogados y la solicitud a PriceWaterhouseCoopers de una actualización del avalúo.

Durante la semana, las emisiones ganadoras en precio por reducción en su spread fueron: PSBCB 12U con una disminución de 86pb, CEDEVIS 09-5U / 09-4U / 10-5U con reducciones de 16pb, 14pb y 9pb, respectivamente, FICCB 09U con -8pb, y CEDEVIS 09-2U / 07-2U con -8pb y -6pb, respectivamente. Por otro lado, las emisiones perdedoras por mayores incrementos en su spread fueron: CREYCB 06U / 06-2U con avances de 910pb y 712pb, respectivamente, BRHSCCB 05U con +461pb, MFCB 05U con +287pb, MXMACFW 07-6U con +80pb, BRHSCCB 06-6U con +52pb, y MXMACFW 07-2U con +50pb.

Mercado de Deuda Privada LP (\$mdp)

Emisión	Fecha Venc.	Monto	Est.	Tasa Ref.+ST	Calif.
91RCO12U	10-Ago-32	5,316	Si	UDIS : 5.25%	AAA
95CFECB12	18-Ago-42	13,500	Si	FIJA : 7.7%	AAA
95FCOTCB11	15-Dic-14	1,150	Si	TIIE28 + 0.65%	AAA
95FEFA12-2	01-Oct-15	3,000	No	TIIE28 + 0.2%	AAA
91FORD12	03-Oct-14	2,000	No	TIIE28 + 0.69%	AA-
91PRB12	08-Oct-15	500	Si	TIIE28 + 3.5%	A+
91SCRECB12	14-Nov-17	300	Si	TIIE28 + 1.6%	AAA
95FIFOM12	16-Oct-15	500	No	TIIE28 + 1.3%	A+
91MAYACB 12	30-Jun-34	1,195	Si	FIJA: 9.67%	AA
91MAYACB 12U	30-Jun-34	686	Si	UDIS: 5.80%	AA

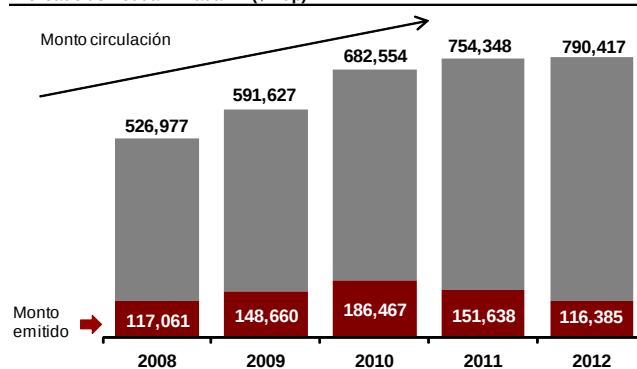
Vencimientos en 2012

Emisión	Fecha Venc.	Monto	Est.	Tasa Ref.+ST	Calif.
91XIGNUX07-2	05-Nov-12	750	Si	TIIE28 + 0.4%	AA
90CHHCB02U	06-Nov-12	190	Si	UDIS : 7.5%	AA+
90CHHCB02-2U	06-Nov-12	148	Si	UDIS : 7.5%	AA+
91DAIMLER10	09-Nov-12	750	No	TIIE28 + 0.45%	AAA
91TOYOTA07	16-Nov-12	1,000	No	FIJA : 8.5%	AAA
91VWLEASE07	23-Nov-12	4,000	No	TIIE28 + 0.1%	AAA

Fuente: Banorte - Ixe / VALMER, BMV, incluye CB'S, PMP, Oblig, CPO's.

Al 26 de octubre de 2012. Monto en mdp. Calificación en escala nacional

Mercado de Deuda Privada LP (\$mdp)



Fuente: Banorte-Ixe

Acciones de Calificadoras en la Semana

Emisor/Emisión	Agencia	Cal. Prevía/Persp.	Cal. Actual/Persp.	Imp.
TELFIM 10 / 10-2	Moody's	Aa2.mx/RE-	Aa2.mx/Negativa	-

Fuente: Banorte-Ixe / Agencias Calificadoras S&P, Moody's, Fitch, HR. Al 26 de octubre de 2012. RE+: Revisión Especial Positiva; RE-: Revisión Especial Negativa

PRÓXIMAS COLOCACIONES

TFOVIS 12-4U y VERACB 12 / 12-2 / 12U

TFOVIS 12-4U: Es la cuarta emisión bajo el tercer programa (por \$19,200mdp) y el monto es por hasta \$4,993.2mdp. El bono se encuentra respaldado por créditos hipotecarios residenciales (MBS) originados por el FOVISSSTE. TFOVIS 12-4U tendrá un plazo legal de 30.3 años y duración estimada de 4.6 años, sin embargo se espera que amortice de manera mensual (días 27) hasta

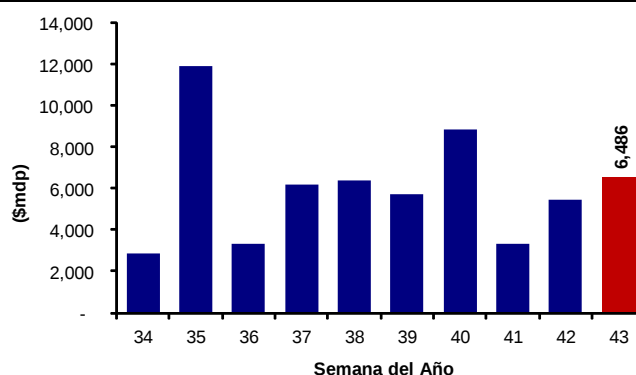
donde alcance la cobranza después de pagar los gastos de mantenimiento (full-turbo). El aforo inicial de la emisión calculado como: $1 - [\text{TFOVIS } 12\text{-}4\text{U} / \{\text{TFOVIS } 12\text{-}4\text{U} + \text{Constancia}\}]$, será del 28%. Las calificaciones para ésta emisión de TFOVIS es de 'AAA' por parte de S&P, Moody's, Fitch y HR Ratings, la más alta calidad crediticia en escala nacional.

VERACB 12 / 12-2 / 12U: Son emisiones destinadas a reestructurar obligaciones existentes por parte del Edo. de Veracruz, por un monto conjunto de \$6,900mdp en tres tramos de hasta \$2,300mdp y tasa variable (TIIE 91), fija y Udis, respectivamente. Las emisiones VERACB 12 y 12-2 tendrán vencimiento programado en 2027, mientras que la serie 12U vencerá en 2037. Estas emisiones estarán respaldadas por el 12.3% de las participaciones que en ingresos federales correspondan al Estado, y contarán con la Garantía de Pago Oportuno por parte de Banobras por hasta el 45% del monto de saldo insoluto.

OPERACIÓN DE MERCADO

En la semana del 22 al 24 de octubre de 2012 se efectuaron operaciones de mercado secundario por \$6,486mdp cifra 126% superior a los \$2,869mdp operados durante la semana previa, también de lunes a miércoles. Los instrumentos más operados fueron por parte de PEMEX (PEMEX 09-2 / 10 / 10U / 10-3 / 11) por \$2,293mdp, Transportación Marítima Mexicana (TMMCB 10) por \$727mdp, y Pápagos Servicios para la Infraestructura y Sarre Infraestructura y Servicios (PSBCB 12U) por \$653mdp. La contraparte más dinámica en las operaciones fue la Interbancaria con 73.5% del monto operado, seguida de Otros Nacionales con el 23.6%.

Evolución Semanal de la operación (\$mdp)



Fuente: Banorte -Ixe

RESULTADOS TRIMESTRALES

ACOSTCB 07: Reiteramos nuestra opinión crediticia sobre la emisión ACOSTCB 07 de BIEN debido a positivos resultados del 3T12.

KOF: Mantenemos la opinión crediticia de KOF en BIEN con base en los resultados al 3T12.

UNIFIN: Ratificamos nuestra opinión crediticia de BIEN ya que sus ingresos y cartera total mantienen un sólido ritmo de crecimiento.

AC: Ratificamos nuestra opinión crediticia en BIEN con base en los sólidos resultados financieros y operativos.

FERROMEX: Reiteramos nuestra opinión crediticia de ESTABLE debido a la continua mejora a nivel operativo.

Se aprobará la reforma laboral

- **Durante la semana el Senado de la República aprobó la reforma laboral y le agregó algunos artículos sobre transparencia sindical**
- **Las enmiendas ponen en riesgo la reforma, aunque estamos todavía optimistas sobre su aprobación**
- **La reforma podría potenciarse con una reforma al sistema de seguridad social**

Durante la semana, el Senado de la República aprobó la reforma laboral enviada por la Cámara de Diputados. Sin embargo, le agregó algunos artículos que incorporan una mayor transparencia sindical, mismos que ya estaban contenidos en la reforma original enviada por el Presidente Calderón, pero que habían sido eliminados por la Cámara Baja.

Consideramos que las enmiendas ponen en riesgo la aprobación de la reforma. Si bien creemos que no hay duda que esto representa un avance en la democracia de México, la modificación de la reforma pone en riesgo la aprobación de la reforma laboral en su totalidad, debido a que tuvo que ser enviada de vuelta a la Cámara de Diputados con el riesgo de que no se apruebe ninguna parte de la reforma y eliminar el gran avance que se había dado hasta ahora. Inclusive, cabe la posibilidad de que la reforma modificada pierda el carácter de "iniciativa preferente", utilizada por primera vez por el Presidente de México a inicios del mes pasado.

Sin embargo, continuamos optimistas sobre la aprobación de la reforma. Consideramos que la reforma se aprobará debido a tres factores:

- (1) Si bien fueron los Senadores del PAN y del PRD quienes impulsaron las modificaciones a la reforma, Senadores del PRI y la senadora del PANAL -relacionada con el Sindicato de Maestros-, también aprobaron la parte de transparencia sindical;
- (2) La legislación sindical aprobada solo afecta a los sindicatos privados y no a los públicos como el de trabajadores de la educación (SNTE), del IMSS (SNTSS) y las federaciones de sindicatos de servidores públicos (FEDSSP) y de trabajadores del estado (FSTSE); y
- (3) A pesar de que por ahora las modificaciones a la reforma laboral en materia sindical no necesariamente afectan de manera directa a los sindicatos públicos, el fin de semana pasado se reeligieron los líderes de dos de los sindicatos más poderosos del país, el de trabajadores petroleros y el de maestros por los próximos seis años.

En nuestra opinión, existen tres escenarios factibles en cuanto al procedimiento inter-camaral respecto a la reforma laboral:

Escenario 1. Se aprueba con modificaciones (25% de probabilidad): La Cámara de Diputados aprueba las enmiendas que envió el Senado y se aprueba la reforma laboral incluyendo los apartados de transparencia, democracia y rendición de cuentas sindical;

Escenario 2. Se aprueba sin modificaciones (65% de probabilidad): La Cámara de Diputados no aprueba las enmiendas que envió el Senado y al reenviar la reforma al Senado, éste la aprueba en un contexto de "se hizo lo que se pudo, pero no vamos a parar el progreso del país"; y

Escenario 3. No se aprueba (10% de probabilidad): La Cámara de Diputados no aprueba las enmiendas que envió el Senado y la reforma se queda atorada en una laguna legal en la que se discute si la iniciativa perdió su carácter de "preferente" o que la parte sindical va en contra de acuerdos internacionales, sobre todo en lo que se refiere a obligar a los sindicatos a llevar a cabo sus elecciones con voto secreto.

En este sentido pensamos que dado que los escenarios en los que se aprueba la reforma laboral suman una probabilidad de 90%, es muy probable que antes de que termine este año México tenga reforma laboral, con énfasis en la flexibilidad laboral.

Reforma completa, pero con bajo impacto sobre el PIB potencial. Como hemos dicho anteriormente, creemos que esta reforma aportará sólo 0.25 puntos porcentuales al PIB potencial de largo plazo, debido a que las empresas ya habían encontrado formas de darle la vuelta a las restricciones laborales de la actual ley. Sin embargo, es una reforma significativa, que flexibiliza el mercado laboral mexicano y que podría potenciarse con la aprobación de una reforma al sistema de seguridad social, que esperamos sea enviada al Congreso y aprobada en el 2013.

Esta reforma podría potenciarse con una reforma al sistema de seguridad social. En conjunción con la reforma de seguridad social, la reforma laboral podría alinear incentivos tanto de las empresas, como de los trabajadores para contratar y ser contratados de manera formal. Esto podría significar la incorporación de 9 millones de trabajadores semi formales (e.g. por honorarios o en esquema de outsourcing) a la fuerza laboral formal, que actualmente se ubica en alrededor de 16 millones de trabajadores y que representa sólo un tercio de la población económicamente activa. A su vez, pensamos que el aumento de la fuerza laboral formal aumentaría la elegibilidad de muchos trabajadores para adquirir créditos bancarios e incrementar la incipiente penetración crediticia de México, actualmente cercana al 15%, muy por debajo del 45.5% de Brasil y de más de 70% en Chile y así dotar al país con 1.25% de crecimiento adicional al PIB potencial de largo plazo.

Hacia delante habrá que vigilar la dinámica de las discusiones de la reforma modificada en la Cámara de Diputados.

México

- El Banco de México mantuvo la tasa de referencia en 4.50% con un mensaje más *hawkish*
- El IGAE presentó un crecimiento de 3.5% anual en agosto, ligeramente por debajo de lo esperado
- Las cifras publicadas en la semana sugieren que el PIB del 3T12 podría presentar un crecimiento de 3.7% anual

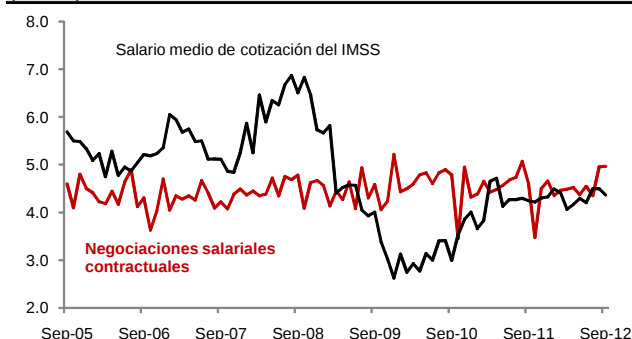
La Junta de Gobierno de Banco de México decidió mantener sin cambio la tasa de referencia por un mes más pero con un mensaje que se tornó un poco más *hawkish* en comparación con el último comunicado del 7 de septiembre. En particular, destaca el último párrafo del comunicado en donde el banco central menciona que "...si persisten los choques a la inflación, aún si se presume que sean transitorios, y los cambios en la tendencia de la inflación general y de la subyacente no se confirman, la Junta estima que sería procedente llevar a cabo próximamente un ajuste al alza en la tasa de interés de referencia..." lo que contrasta con el comunicado del 7 de septiembre en el que dice que "...la Junta se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación, dado que el comportamiento de estos podría hacer aconsejable ajustar al alza la tasa de interés de referencia."

En nuestra opinión, esto refleja que Banxico está más preocupado por las recientes presiones inflacionarias. De hecho, en el comunicado se resalta que "...ante la intensidad y persistencia de los choques que han afectado los precios de los alimentos se considera que los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, particularmente en un entorno en el que la brecha del producto se ha cerrado". Adicionalmente, mencionan que las recientes presiones sobre las negociaciones salariales son un elemento de preocupación adicional, a pesar de no ser un fenómeno generalizado.

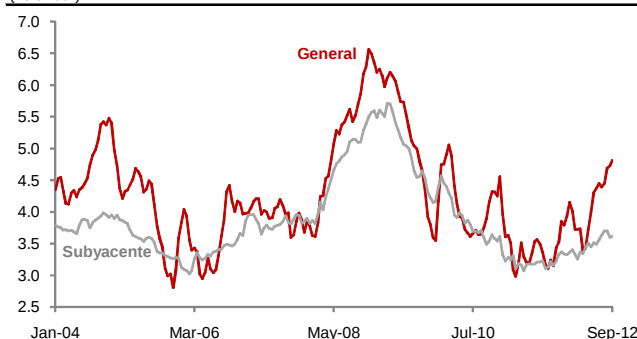
No obstante, esta perspectiva más *hawkish* se neutraliza con la evaluación de la Junta de Gobierno sobre la economía global y las condiciones monetarias. En términos de crecimiento, Banxico considera que los riesgos a la baja para la actividad global se han intensificado, lo que aunado con una perspectiva de menores precios de materias primas podría llevar a una trayectoria de inflación global más baja. En este contexto, esperan que "en un gran número de economías avanzadas y emergentes se relaje aún más la postura monetaria". Adicionalmente, las condiciones de crecimiento en México también se han deteriorado. No obstante, aunque la actividad económica se ha moderado, la brecha del producto se ha mantenido alrededor de cero.

En términos de inflación, Banxico caracteriza las recientes presiones como transitorias mientras que espera que la inflación haya alcanzado su máximo del año en septiembre. De esta manera, seguimos pensando que Banxico mantendrá la tasa de referencia sin cambios todavía por un largo período de tiempo. No obstante, será importante poner atención a cualquier evidencia de contaminación proveniente de las presiones en los precios sobre las expectativas de mediano y largo plazo.

Negociaciones salariales y salario medio de cotización en el IMSS
(% anual)



Inflación general y subyacente
(% anual)



La reciente alza tanto en el INPC como en los salarios no ha sido un fenómeno generalizado

A nuestro parecer el ajuste de la inflación al alza ha sido provocado principalmente por dos factores: (1) La elevación de los precios de los granos, debido a la histórica sequía que azota los campos agrícolas tanto en los Estados Unidos como en Argentina, así como la excesiva lluvia que ha echado a perder un sinnúmero de cosechas en Rusia; y (2) la epidemia de fiebre aviar que sufrieron las granjas avícolas del occidente del país, que propiciaron un aumento fuerte en los precios del huevo y de la carne de pollo, entre otros productos. Estos choques son transitorios y de lado de la oferta, por lo que la política monetaria no puede combatir este tipo de inflación. Asimismo, la inflación subyacente no ha observado el crecimiento tan elevado de la inflación no subyacente, en donde se ve la afectación de los dos choques anteriormente mencionados (referirse a la primera gráfica de la página anterior).

Por otro lado, cabe señalar que los incrementos significativos que han observado las negociaciones salariales contractuales -que incorporan negociaciones de cerca de 2.5 millones de trabajadores-, han estado concentradas en sectores muy específicos, como el minero y más recientemente, en el azucarero. Sin embargo, las demás negociaciones salariales han estado más cerca del promedio anual de 4.4% y otros indicadores salariales más amplios, como el de salario medio de cotización del IMSS -que incluye cerca de 16 millones de trabajadores-, ha crecido 4.3% en promedio durante el año (referirse a la segunda gráfica de la página anterior). Entonces, si bien la definición de inflación es aumento generalizado de precios y esto no ha ocurrido y por otro lado, no se observan presiones inflacionarias de lado de los salarios que podrían contaminar otros precios y deteriorar las expectativas inflacionarias, entonces el banco central no tiene razones para modificar su postura de política monetaria.

El IGAE presentó un crecimiento de 3.5% en agosto

Según el reporte del IGAE publicado en la semana, la actividad económica en el mes de agosto presentó un crecimiento de 3.5%. La variación anual en el IGAE se explicó principalmente por la expansión de 3.8% que presentó el sector servicios así como por un crecimiento del sector industrial de 3.6% anual, mientras que las actividades primarias exhibieron una variación de +2.3% anual. Con ello, la actividad económica en México se ha expandido 4.3% en los primeros ocho meses del año.

No obstante, las cifras ajustadas por estacionalidad empiezan a dar muestras de desaceleración al mostrar una contracción mensual de 0.4% en el índice total, motivado principalmente por la caída de 0.8% que se observó en el sector industrial. Por otra parte, los servicios presentaron un incremento mensual de 0.3%, mientras que el sector primario registró un avance de 1.9% mensual. Con ello, la variación trimestral anualizada del IGAE en el periodo junio-agosto se situó en 4.5%, menor al 5.7% observado en el segundo trimestre del año.

Sigue la moderación de las exportaciones manufactureras en septiembre

El reporte preliminar de balanza comercial al mes de septiembre siguió apuntando hacia una desaceleración de la actividad económica con una moderación importante de las exportaciones. En particular, las exportaciones totales en septiembre registraron un crecimiento de sólo 1.8% anual (de 7.8% acumulado en el año). Dicho incremento se derivó de un avance de 5.4% en las exportaciones petroleras y un magro crecimiento de 1.2% anual en las exportaciones no petroleras. A su interior, las exportaciones manufactureras automotrices registraron una contracción de 1.7% mientras que las manufactureras no automotrices crecieron 2.2% anual. Con ello, las exportaciones manufactureras presentaron un crecimiento de sólo 1.0% anual.

Con cifras ajustadas por estacionalidad, las exportaciones manufactureras presentaron una contracción de 0.3% mensual. Al interior, las exportaciones automotrices registraron una caída de 0.8%, mientras que las exportaciones manufactureras no automotrices exhibieron también una reducción de 0.1% mensual. De este modo, las exportaciones manufactureras suman dos meses en contracción. Más aún, la variación trimestral anualizada de las exportaciones manufactureras en el 3T12 resultó de -6.2%, mucho menor al crecimiento de 9.4% observado en el trimestre anterior.

Estimamos un crecimiento de 3.7% para el PIB del tercer trimestre del año

Consideramos que las cifras del IGAE y de balanza comercial sugieren que la actividad económica podría empezar a desacelerarse en los próximos meses. La variación anualizada del sector servicios para el periodo de junio-agosto se situó en 2.8%, mucho menor al 6.6% observado en el segundo trimestre del año (cifras ajustadas por estacionalidad). En este contexto, creemos que el menor dinamismo que se ha observado en el empleo formal y en la confianza de los consumidores ha propiciado un menor consumo de los hogares mexicanos en los últimos tres meses.

Adicionalmente, si bien se observó un mayor dinamismo del sector manufacturero en agosto, nosotros creemos que la producción manufacturera podrá disminuir sustancialmente su ritmo de crecimiento. En particular, la divisa mexicana ha presentado una importante apreciación en los últimos dos meses lo cual implica que las exportaciones manufactureras mexicanas podrían verse mermadas por este factor. En este sentido, cabe recordar que las exportaciones manufactureras -medidas con cifras ajustadas por estacionalidad- suman dos meses en contracción mientras que la producción manufacturera norteamericana ha presentado una importante desaceleración en los últimos meses lo cual tendrá un impacto negativo sobre el desempeño del sector manufacturero a futuro.

Todos estos factores implican que la actividad económica podría presentar un crecimiento de 3.7% anual durante el tercer trimestre del año (vs. nuestro 3.4% previo) seguido de un incremento de tan sólo 2.9% anual en el último trimestre del año. No obstante, mantenemos nuestro estimado de crecimiento de 3.7% en el 2012.

Estados Unidos

- **En línea con nuestra expectativa, el Fed mantuvo sin cambios su postura monetaria**
- **La atención ahora se centrará en la expiración de la *Operación Twist* hacia el cierre del año**
- **La economía creció 2.0% en el 3T12, mejor a lo esperado**
- **Estimamos una creación de 125,000 empleos en octubre, y la tasa de desempleo en niveles del 8.0%**

Sin sorpresas, en su reunión de esta semana, el FOMC mantuvo sin cambios la postura monetaria. Hacia adelante, es claro que el QE3 continuará por un período largo, por lo menos todo el año que viene. Ahora la atención estará centrada en la próxima reunión los días 11 y 12 de diciembre, ante la terminación de la *Operación Twist* (que consiste en el incremento de la duración de las posiciones de bonos del Tesoro por parte del Fed). En este sentido, estaremos atentos a la publicación -el 14 de noviembre- de las minutas de esta reunión, ante la posible discusión de medidas que compensen dicha expiración.

En cuanto a cifras económicas, los reportes de esta semana siguen confirmando un escenario de mayor fortaleza. Durante el 3T12, el PIB creció 2.0%, después de un avance de 1.3% en el 2T12, apoyado por el avance en el consumo de las familias (lo que añadió 1.42pp al crecimiento en el periodo en cuestión), y un fuerte incremento en el gasto del gobierno, después de ocho trimestres de contracción. Finalmente, la inversión residencial también mostró un desempeño muy favorable, contribuyendo con 0.33pp al avance del PIB. En contraste, la inversión no residencial restó impulso al PIB (-0.13pp), como resultado de una contracción en el gasto en estructuras y software. Por su parte, los inventarios, volvieron a caer por tercer trimestre consecutivo, principalmente por la des- acumulación de inventarios agrícolas, los cuales no pudieron ser compensados por el incremento en los inventarios no agrícolas. Finalmente, en línea con la debilidad del entorno externo, las exportaciones netas también restaron al crecimiento del periodo.

Hacia adelante esperamos que, el consumo siga avanzando, aunque la incertidumbre en torno al *fiscal cliff* estará afectando las decisiones de gasto de las familias y las decisiones de inversión de las empresas. Por su parte, creemos que, eventualmente los inventarios agrícolas llegarán nuevamente a niveles normales tras la fuerte sequía, lo que contribuirá positivamente al PIB. Finalmente, esperamos que las exportaciones netas sigan contribuyendo de manera negativa al crecimiento por un par de trimestres más.

Para la próxima semana esperamos una agenda abundante de información económica, relacionada con el mercado laboral, las manufacturas y el ingreso y gasto de las familias. En el primer caso, se dará a conocer el reporte de la nómina no agrícola de octubre, la que estimamos mostrará una generación de 125,000 plazas después de una creación de 114,000 en septiembre. La creación de empleos se seguirá concentrando en el sector servicios, con las manufacturas registrando una caída modesta del empleo. Por su parte, en cuanto a la tasa de desempleo, después de la fuerte reducción observada en los últimos dos meses de 8.3% a 7.8%, favorecida por factores estacionales, esperamos un regreso a niveles de 8.0%.

Por su parte, la información relacionada con el sector manufacturero será abundante. Por un lado, continuaremos con las encuestas regionales de octubre, en este caso el Chicago PMI, el que estimamos saldrá del terreno de contracción en el que se ubicó el mes pasado, para ubicarse en niveles de 50.6pts. Asimismo, también se dará a conocer el ISM manufacturero de octubre, el que anticipamos mostrará una ligera reducción respecto al nivel del mes previo, pero manteniéndose en terreno de expansión, pasando de 51.5pts a 51.0pts.

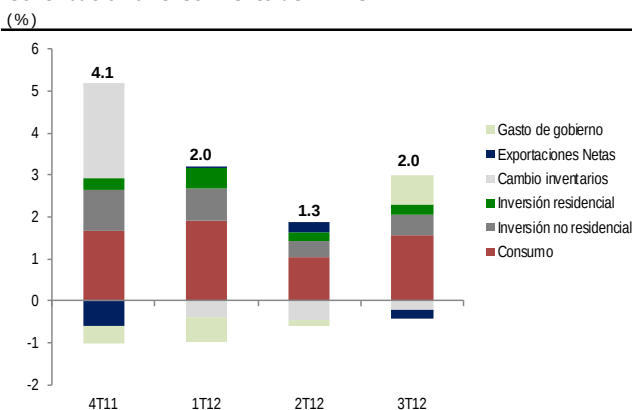
Finalmente, se darán a conocer datos relacionados con los ingresos y gasto de las familias, y el indicador de confianza de los consumidores del Conference Board para el mes de octubre. En el caso de este último, se observó una importante alza de agosto a septiembre de 61.3pts a 70.3pts, y ahora esperamos que tenga un avance adicional hacia los 73.3pts apoyado por el último reporte del mercado laboral, la baja en el precio de la gasolina, pero limitada por el ajuste en los mercados accionarios.

La economía creció a una tasa trimestral anualizada de 2.0% en el 3T12

Este crecimiento fue el resultado de un buen desempeño en el consumo privado y gasto público que lograron compensar la debilidad de la inversión corporativa, la variación en inventarios y exportaciones netas. El gasto en consumo creció a una tasa trimestral anualizada de 2.0% sumando 1.42pp al crecimiento y reflejó un buen dinamismo en el consumo de bienes duraderos y no duraderos. El gasto público creció a una tasa trimestral anualizada de 3.7% sumando 0.71 puntos al crecimiento, es la primera vez que el gasto de gobierno se expande después de ocho trimestres consecutivos de contracción, sin embargo podríamos ver un regreso ante los recortes que propone el ajuste fiscal el siguiente año. La inversión fija privada creció a una tasa trimestral anualizada de 0.5%, sumando sólo 0.7pp al PIB. Esto como resultado de una contracción de 1.3% en la inversión corporativa ante la debilidad que se observó tanto en equipo y software y estructuras, lo que terminó restando 0.13 puntos al PIB. Asimismo la variación en los inventarios sustrajo 0.12 puntos al crecimiento, ante una debilidad en los inventarios agrícolas—reflejo del efecto negativo de la sequía que tuvo lugar este verano. En contraste, la inversión residencial creció a una tasa trimestral anualizada de 14.4%, lo que sumó 0.33 puntos al crecimiento, en respuesta al buen desempeño que se ha observado en los inicios de construcción. Así, las exportaciones netas sustrajeron 0.18 puntos al PIB y fue el resultado de contracciones de 1.6% y 0.2% en las exportaciones e importaciones respectivamente, lo que es consistente con la debilidad del crecimiento global. Por su parte, las presiones inflacionarias permanecen contenidas, este fue el mensaje que dejó la medida favorita del FED, donde la inflación PCE subyacente, bajó a 1.3% en el 3T12 frente al 1.7% previo, muy por debajo del rango explícito de 2.0% del Fed.

En nuestra opinión, este reporte confirma nuestra expectativa de un crecimiento de alrededor de 2.1% en el 2012. Si bien el gasto en consumo mostró un buen desempeño, pensamos que no es sostenible hacia adelante ante la incertidumbre que causa el ajuste fiscal, mismo que ha ido limitando las decisiones de inversión corporativa y puede acotar también las decisiones de consumo.

Contribución al Crecimiento del PIB en 2T12



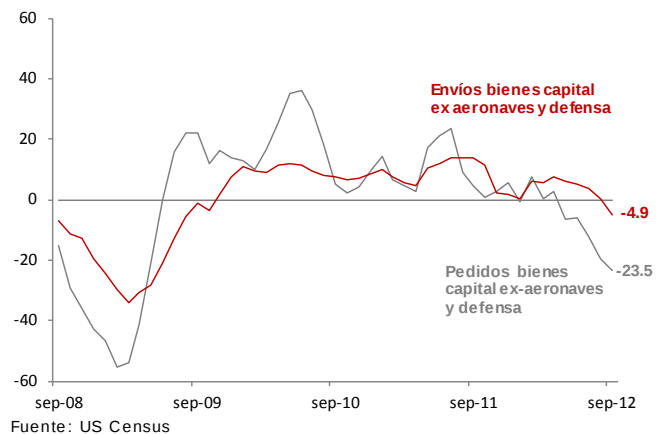
Fuente: BEA y Banorte IXE

Se confirma la debilidad de la inversión corporativa en el 3T12

El reporte de bienes duraderos del mes de septiembre resultó positivo en la superficie, sin embargo los detalles del reporte fueron adversos resaltando la debilidad en la inversión corporativa. Los pedidos de bienes duraderos mostraron un avance de 9.9% m/m en septiembre, no obstante, el fuerte avance en los pedidos se explica por una expansión de 2640% m/m en los pedidos de aeronaves comerciales, por lo que al excluir transporte, los pedidos de bienes duraderos registraron un magro avance de 2.0% m/m. En tanto, la categoría de pedidos de bienes de capital que excluyen aeronaves y defensa, aproximado a la inversión corporativa, mostró un avance nulo en septiembre. Asimismo y siguiendo la debilidad de los pedidos, los envíos de esta categoría mostraron un descenso de 0.3% m/m, por lo que bajo el cálculo trimestral anualizado tanto los pedidos como los envíos de la categoría mencionada anteriormente muestran contracciones de 23.5% y 4.9% en el 3T12 lo que se reflejará de manera negativa en el crecimiento.

EE.UU. Bienes de capital ex aeronaves y defensa

(%3m/3m, anualizado)



Fuente: US Census

Crecimiento moderado de la actividad manufacturera al inicio del 4T12

El PMI manufacturero de Markit se mantuvo prácticamente sin cambio en octubre, el índice manufacturero ganó 0.2pts a 51.3pts, lo que apunta a un escenario de crecimiento modesto en la actividad manufacturera al inicio del 4T12. Los detalles del reporte resultaron mixtos, ya que mientras el índice de producción y de empleo aceleraron su ritmo de expansión, el índice de nuevos pedidos desaceleró su expansión a 51.6 de 52.3, lo que alude a un escenario de debilidad hacia adelante en la actividad fabril. De acuerdo a esta información y el resto de las encuestas regionales, consideramos que la actividad manufacturera experimentará un crecimiento moderado en el 4T12, por lo que anticipamos una lectura de 51.0pts en el ISM manufacturero en el mes de octubre, es decir una ligera baja frente al 51.5pts que se observó en el mes de septiembre.

Eurozona y Reino Unido

- El FMI admite que la deuda de Grecia no bajará al 120% del PIB en el 2020
- Las encuestas de confianza de octubre decepcionaron y muestran que la incertidumbre continúa afectando negativamente la actividad en la Eurozona
- En una semana escasa en datos, el foco de atención será el estimado preliminar del PIB español en el tercer trimestre

La interminable saga del programa de austeridad griego podría estar llegando a su fin. El gobierno tiene hasta el 28 de octubre para cerrar un acuerdo sobre los ajustes que suman 13.5mm de euros. El pequeño partido socio de la coalición Izquierda Democrática todavía insiste en mejorar las condiciones relativas a la reforma laboral. El próximo 31 de octubre la propuesta será presentada a los ministros de finanzas de la Eurozona (por teleconferencia). Posteriormente, será sometido al voto del parlamento. Se espera una decisión sobre el próximo desembolso de ayuda en la reunión del Eurogrupo del 12 de noviembre. Cabe mencionar, como adelanto del informe que presentarán este día los acreedores internacionales (fecha tentativa), que el FMI admitió la semana pasada que la deuda de Grecia no bajará a 120% del PIB como lo había estimado en marzo. Más bien calcula ahora que llegará a 136% del PIB bajo un escenario positivo de recuperación del crecimiento, de superávit primario y de avances en las privatizaciones. Adicionalmente, una fuente del FMI, señaló que una extensión de dos años del programa de ajustes tendría un costo de 30mm de euros.

Los reportes de confianza sorprendieron negativamente la semana pasada y sugieren que la contracción económica en la Eurozona se está profundizando. El índice PMI compuesto se redujo a 45.3, muy por debajo del límite de 50, y el índice IFO de Alemania volvió a retroceder.

La semana que entra será relativamente escasa en datos económicos. En línea con los reportes de confianza divulgados en los últimos días, esperamos un declive del índice de sentimiento económico de la Comisión Europea (85.0 a 84.2). También estaremos atentos a la tasa de desempleo en la Eurozona, en donde esperamos una variación marginal de 11.4% a 11.5% en septiembre. Con respecto al reporte preliminar de inflación de octubre, no contemplamos ningún cambio en la tasa en comparación con septiembre (2.6% anual). En España, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) publicará el reporte preliminar del PIB del tercer trimestre. El Banco de España estimó hace unos días que una contracción trimestral del 0.4%, al igual que en el 2T12. El declive del consumo pudo haber sido menos pronunciada de lo esperado: el incremento del IVA en septiembre probablemente impulsó las ventas en julio y agosto. Los otros componentes de la demanda interna sin duda se contrajeron al igual que en los trimestres anteriores. El Reino Unido ya divulgó el primer estimado que muestra que la economía salió de la recesión aunque el buen dato se debe principalmente a efectos temporales.

PMI Flash octubre		
	Hecho	Previo
EUROZONA		
PMI Compuesto	45.8	46.1
PMI Manuf.	44.8	45.9
PMI Servicios	46.2	46.1
ALEMANIA		
PMI Compuesto	48.1	49.2
PMI Manuf.	45.9	48.4
PMI Servicios	49.3	49.7
FRANCIA		
PMI Compuesto	44.8	43.2
PMI Manuf.	41.6	39.4
PMI Servicios	46.2	45.0

Fuente: Markit Economics

Próximos eventos en la Eurozona		
	01:30	ECB: Habla Weidmann
	04:00	Italia: Subasta de notas a 6 meses
29-Oct		Encuentro entre Rajoy y Monti
		España: Vencimiento de €5.3mm de bonos
	02:00	ECB: Habla Draghi
	04:00	Italia: Subasta de bonos a 5 y 10 años
30-Oct		España: PIB 3T12 (preliminar)
		España: Vencimiento de €15mm de bonos
	23:00	ECB: Habla Coeuré
31-Oct		Grecia: Presentación del plan de ajuste a los ministros de finanzas de la Eurozona
		Portugal: Parlamento vota el presupuesto 2013

Fuente: Banorte-Ixe

La contracción económica se acentúa al inicio del cuarto trimestre

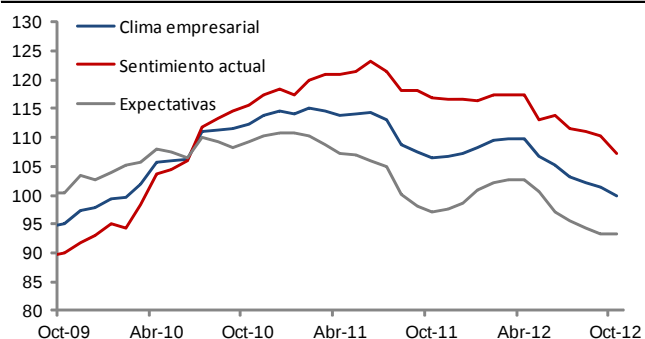
De acuerdo al resultado preliminar de las encuestas PMI, la contracción se acentuó en octubre lo que indica que la Eurozona podría continuar en recesión en el cuarto trimestre. El PMI compuesto se redujo 0.3 puntos en octubre llegando a 45.8, el nivel más bajo en tres años. El declive de la actividad es más pronunciado en el sector manufacturero (-1.1 punto a 44.8pts) mientras observamos una estabilización en los servicios (46.1 vs 46.2 el mes anterior). Aún no tenemos el detalle del resultado en los países periféricos. En Francia, los índices continúan apuntando a una severa contracción del PIB. En Alemania, volvieron a caer después de haber aumentado ligeramente el mes anterior.

Este deterioro nos sorprendió negativamente, al igual que a la mayoría de los analistas. En efecto, esperábamos un ligero aumento de los índices a raíz de los avances realizados en la Eurozona y sobretodo el nuevo programa de compra de bonos del Banco Central Europeo. Al parecer, el alivio observado en los mercados desde agosto no es suficiente para convencer a los empresarios de que la crisis de la deuda se está solucionando. La incertidumbre acerca de las perspectivas económicas genera una reducción de los inventarios y de los nuevos pedidos en el sector manufacturero.

Consideramos que la confianza permanecerá débil mientras no se recupere la demanda doméstica y externa (Estados Unidos y Asia principalmente).

Paralelamente, el índice IFO de clima empresarial en Alemania mostró una caída, de 101.4 a 100, por sexto mes consecutivo. A este nivel, se encuentra por debajo del promedio de largo plazo por primera vez desde febrero 2010. El índice de expectativas no presentó ningún cambio (93.2), después de haber caído durante cinco meses consecutivos, aunque se mantiene muy por debajo del promedio de largo plazo (99.9). El índice de confianza sobre las condiciones actuales perdió tres puntos ubicándose en 107.3.

Alemania, Confianza empresarial del IFO
(índice)



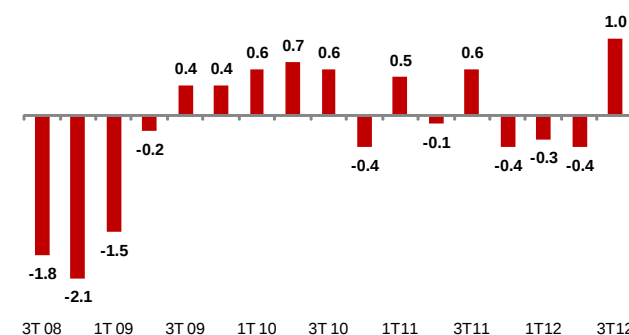
Fuente: IFO

El Reino Unido sale de la recesión en el 3T12

El PIB del Reino Unido registró una expansión del 1% en el tercer trimestre del año después de tres trimestres de contracción. En 2T12 la economía había retrocedido un 0.4% debido en gran parte a los días no trabajados durante el

jubilación de la reina. La cifra superó las expectativas del consenso (+0.6%) y alcanzó un máximo en cinco años. La producción industrial experimentó una expansión trimestral del 1.1%, los servicios un aumento del 1.3% mientras que la construcción decreció un 2.5%. Los Juegos Olímpicos celebrados durante el verano seguramente han sido un gran impulso por la venta de boletos, la creación de empleos temporales y el efecto indirecto en los comercios, el transporte, el sector hotelero, etc. Por lo tanto, gran parte del crecimiento en el tercer trimestre se debió a factores temporales y no hay que descartar una expansión mucho más débil en el 4T12.

Reino Unido, PIB
(% trimestral)



Fuente: ONS

Conclusiones de la troika sobre los programas de rescate de Irlanda y Portugal

Irlanda superó la semana pasada la última revisión de su programa de rescate. La UE, el FMI y el BCE confirmaron que Irlanda está cumpliendo con sus metas e iniciaron discusiones sobre como el país saldrá del programa a finales del 2013. Sin embargo, los acreedores estimaron que la debilidad de la demanda externa seguirá afectando negativamente el desempeño económico del país que depende mucho de las exportaciones.

Un rescate menos exitoso es el de Portugal. En las conclusiones de la revisión, el FMI advierte del riesgo de un incumplimiento de las metas debido a la caída de los ingresos y a la profundización de la recesión. La deuda pública debería incrementarse a 124% del PIB en 2014 en vez del 115% previsto inicialmente. No obstante, Portugal no es Grecia. El Fondo reconoce que la caída de los costos de financiamiento en las últimas semanas es muy positiva. El interés de los bonos a 10 años cayó de un 17.4% a finales de enero a un 7.5% recientemente. La semana pasada, la agencia de deuda portuguesa colocó 50mm de euros en una subasta privada. Se supone que Portugal regresará a financiarse en los mercados en septiembre del próximo año. Recordamos que el pleno acceso al mercado es una condición para la activación del programa de compra de bonos del ECB (*Outright Monetary Transactions*). El Fondo también alertó sobre el cansancio provocado por las medidas de austeridad en la población, que se refleja en las crecientes protestas sociales que sacuden el país. Este cansancio es un obstáculo para que el gobierno logre cumplir con las metas fiscales, al mismo tiempo que amenaza la estabilidad política, como lo hemos visto con Grecia. El partido socialista de oposición dejó a de apoyar el plan de ajuste del gobierno.

Alsea

APETECIBLE BOCADO...

Continúan fuertes crecimientos

El día de hoy, Alsea reportó sus resultados correspondientes al 3T2012. La emisora reportó Ventas de \$3,502mdp y Ebitda de \$413mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 26.5% y 44.6% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados.

Impulsa positivo desempeño VMT

El crecimiento de 26.5% observado en las ventas fue producto de los siguientes factores: 1) La apertura de 102 unidades corporativas en los U12m, equivalente a un incremento neto de 10.0% en el número de unidades; 2) Un muy positivo desempeño en las VMT del trimestre (11.2%), apoyadas por la implementación de exitosas estrategias comerciales y de comunicación, que se vieron traducidas en un aumento tanto en el número de órdenes como en el ticket promedio y 3) La mejora sostenida en el entorno de consumo en los países donde la compañía mantiene operaciones.

Buena Expansión en Márgenes

Los márgenes consolidados de la compañía, tuvieron una muy buena expansión en el trimestre. El Margen bruto mostró una mejoría de 0.7pp al pasar de 64.1% en el 3T11 a 64.8% en el 3T12. El cambio en la mezcla de negocios, donde el mayor crecimiento se observa en las unidades con menor costo como porcentaje de las ventas, favoreció de manera importante la expansión mostrada durante el trimestre. No obstante, que este efecto estuvo contrarrestado parcialmente por la depreciación del peso contra el dólar. El crecimiento en el Margen Bruto sumado a una buena marginalidad en gastos por un mayor número de unidades en operación así como por el positivo desempeño en las VMT de la emisora, se vio traducido en una expansión de 150pb tanto en el Margen Operativo como en el Margen Ebitda.

México favorecido por Italianni's

Las operaciones de México (63.0% de las ventas), durante el 3T2012 presentaron un incremento de 23.6% vs el 2T11. El aumento estuvo favorecido por la apertura de 62 unidades corporativas en los U12m (40 de las cuales pertenecen a Italianni's, aprox. 65.0%), así como también por el positivo crecimiento de las VMT. El Ebitda tuvo un crecimiento de 46.3%, impulsado en buena por el apalancamiento operativo obtenido gracias al crecimiento en las VMT y también por el positivo efecto del cambio en el portafolio de negocios.

Sudamérica avanza con paso firme

La división de Alimentos y Bebidas Sudamérica (27.1% de las ventas consolidadas), reportó crecimientos en Ventas y Ebitda de 43.8% y 24.8% respectivamente. El incremento en Ventas tiene su origen principalmente en la incorporación de 40 unidades adicionales durante los U12m, así como también a un positivo crecimiento de las VMT en la región. La mayor base de tiendas en la región, ha derivado sumado a un buen crecimiento en las VMT ha derivado en una mayor marginalidad de los gastos operativos, lo que ha derivado en una mejora consistente en la rentabilidad de la región.

Introducimos PO2012E de \$28.0, recomendamos COMPRA

El reporte de Alsea, mostró una importante solidez tanto en Ventas como a nivel operativo. La mejora sostenida en el consumo tanto en México como en el resto de los países donde la compañía opera, sumada al positivo crecimiento orgánico y la incorporación de las unidades de Italianni's son algunos de los factores que en nuestra opinión continuarán favoreciendo el crecimiento durante los próximos trimestres. La mayor solidez de las operaciones en Sudamérica con una mayor base de tiendas, tenderá a beneficiar en términos de márgenes operativos, dada la mayor dilución de gastos fijos en la región. En nuestra opinión, la perspectiva para la compañía se mantiene favorable, dada la alta fragmentación y escasa presencia de jugadores de alto nivel en el sector. Incrementamos recomendación a COMPRA e introducimos PO2013E de \$28.0. Lo anterior, con base en un crecimiento en Ebitda para 2013E y un múltiplo FV/Ebitda estimado a pagar de 9.9x (similar al promedio U3a de 9.3x y 19.0% inferior al múltiplo actual de 12.3x).

Reporte Trimestral

18 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$):	28.00
Rendimiento Potencial:	25.0%
Precio Objetivo ADR:	N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx
5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	22.40
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	22.74 - 12.26
Valor de mercado (USD\$ m)	1,105
Acciones en circulación (m)	634
% entre el público	36.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	17.7

Resultados

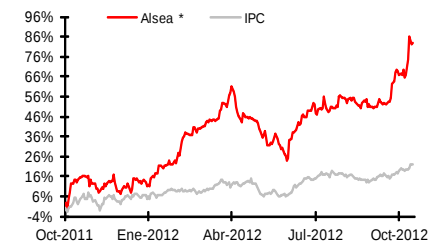
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011	2012E	2013E
Ingresos	8,947	10,669	13,697	16,105
Utilidad Operativa	328	536	832	1,111
EBITDA	1,003	1,260	1,629	1,922
Margen EBITDA	11.2%	11.8%	11.9%	11.9%
Utilidad Neta	151	203	289	533
Margen Neto	1.7%	1.9%	2.1%	3.3%
Activo Total	6,105	9,374	9,545	10,126
Disponible	284	317	714	290
Pasivo Total	3,015	6,081	5,923	5,968
Deuda	1,592	4,057	3,494	3,993
Capital	2,844	2,994	3,260	3,742

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011	2012E	2013E
FV/EBITDA	8.4x	8.7x	11.5x	9.7x
P/U	32.8x	48.1x	48.8x	26.5x
P/VL	2.7x	2.9x	4.3x	3.8x
ROE	5.3%	7.0%	9.3%	15.2%
ROA	2.5%	2.6%	3.1%	5.4%
EBITDA/Intereses	10.9x	9.6x	Int. Gan.	Int. Gan.
DeudaNeta/EBITDA	1.3x	3.0x	1.7x	1.9x
Deuda/Capital	0.6x	1.4x	1.1x	1.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Alsea- Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T12	3T11	Var %	3T12e	Var% vs E
Ventas	3,502	2,769	26.5%	3,451	1.5%
Utilidad de Operación	202	119	70.7%	202	0.2%
Ebitda	413	285	44.6%	411	0.4%
Utilidad Neta	95	82	15.1%	187	-49.4%
Márgenes					
Margen Operativo	5.8%	4.3%	1.5%	5.9%	-0.1%
Margen Ebitda	11.8%	10.3%	1.5%	11.9%	-0.1%
UPA	0.154	0.134	15.1%	0.305	-49.4%

Fuente: Alsea, Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

ESTADOS FINANCIEROS ALSEA

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Ventas Netas	2,769	2,936	2,971	3,427	3,502	26.5	2.2
Cto. de Ventas	995	1,060	1,064	1,226	1,234	24.0	0.7
Utilidad Bruta	1,774	1,876	1,907	2,201	2,268	27.9	3.1
Gastos Oper. y PTU	1,655	1,753	1,802	1,971	2,066	24.8	4.8
EBITDA	285	394	289	433	413	44.6	(4.6)
Depreciación	167	224	185	202	210	26.0	3.9
Utilidad Operativa	119	170	104	230	202	70.7	(12.1)
CIF	6	(40)	(58)	(37)	(56)	PN	NN
Intereses Pagados	25	56	44	57	47	90.1	(16.8)
Intereses Ganados	0	10	0	0	0		
Perd. Cambio	31	7	0	20	0	NS	NS
Otros			(14)		(8)	NS	NS
Utilidad después de CIF	125	130	46	194	147	17.8	(24.2)
Subs. No Consol.	2	4	3	8	3	104.8	(57.1)
Util. Antes de Impuestos	126	134	48	201	150	18.9	(25.5)
Impuestos	39	16	28	64	56	43.8	(13.2)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	5	9	3	5	10	89.7	125.1
Utilidad Neta Mayoritaria	82	62	17	133	84	2.5	(36.6)
MARGEN OPERATIVO	4.3%	5.8%	3.5%	6.7%	5.8%	149.6%	-94.3%
MARGEN EBITDA	10.3%	13.4%	9.7%	12.6%	11.8%	147.3%	-84.7%
MARGEN NETO	3.0%	2.1%	0.6%	3.9%	2.4%	-56.2%	-147.2%

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Activo Circulante	1,783	4,250	2,537	2,443	2,401	34.6	(1.7)
Disponible	685	317	527	362	323	(52.8)	(10.8)
Clientes y Cts.xCob.	495	615	802	810	731	47.7	(9.8)
Inventarios	361	403	430	511	516	42.9	0.9
Otros Circulantes	242	2,493	321	383	436	79.7	13.7
Activos Fijos Netos	3,279	4,195	4,376	4,448	4,556	38.9	2.4
Otros Activos	1,597	929	2,545	2,524	2,478	55.2	(1.8)
Activos Totales	6,660	9,374	9,457	9,415	9,435	41.7	0.2
Pasivos a Corto Plazo	1,800	2,154	2,156	2,235	2,419	34.4	8.2
Proveedores	644	1,021	840	1,012	930	44.5	(8.1)
Cred. Banc. Y Burs	229	185	278	342	356	55.2	3.9
Impuestos por pagar	233	265	285	72	180	(22.6)	150.6
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	694	682	753	809	953	37.3	17.8
Pasivos a Largo Plazo	1,563	3,928	3,888	3,663	3,445	120.5	(6.0)
Cred. Banc. Y Burs	1,563	3,871	3,761	3,382	3,172	103.0	(6.2)
Otros Pasivos c/Costo		57	127	281	272	NS	(3.1)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	74	57	127	126	117	59.3	(7.0)
Pasivos Totales	3,436	6,081	6,044	5,898	5,864	70.6	(0.6)
Capital Mayoritario	2,958	2,994	3,137	3,244	3,293	11.3	1.5
Capital Minoritario	265	299	276	272	278	4.9	2.1
Capital Consolidado	3,223	3,293	3,413	3,516	3,571	10.8	1.6
Pasivo y Capital	6,660	9,374	9,457	9,415	9,435	41.7	0.2

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

GMODELO

AB-InBev ¡con los motores puestos...!

Reiteramos PO 2012-2013 en P\$117.0 y recomendación de VENTA

En lo que representa el penúltimo reporte de la emisora, antes de pasar a ser propiedad de Anheuser Busch InBev (ABI), Grupo Modelo presentó resultados mixtos durante 3T12, con un positivo desempeño a nivel de ingresos y operativo que contraste con una baja en su utilidad controladora de 8.9%. Los resultados fueron por debajo de nuestras expectativas y las del mercado. Como hemos venido señalando nuestra postura con respecto a la emisora es de VENTA donde consideramos que lo que queda es esperar a que concluya el proceso de venta con AB-InBev. La transacción se llevará a por una cantidad de US\$9.15 por acción. De acuerdo con la compañía el cierre de la operación se concretaría hacia el primer trimestre de 2013, una vez logradas las autorizaciones de las entidades regulatorias correspondientes y la conclusión de los procesos de fusión internos por parte de GModelo con algunas de sus subsidiarias. Nuestro PO 2012-2013 es de P\$117.00 que corresponde al precio por acción establecido en el acuerdo con ABI y la expectativa que tiene nuestro equipo de economía de observar un tipo de cambio promedio hacia 2013 de P\$12.80. Cabe señalar que la empresa no llevará a cabo conferencia con analistas.

AB-InBev esperando el arranque...

A estas fechas y con base en lo que se ha publicado en diversos medios, AB-InBev ya tiene a sus equipos de trabajo en las cervecerías de Modelo y en las áreas administrativas. La nueva dirección estaría esperando a que se cumplan los acuerdos respectivos para tomar posesión formal de la compañía. El proceso sigue en marcha según lo manifestado por ambas compañías recientemente, cuando fueron cuestionadas en relación a una nota que citó comentarios de *The Capital Forum* en los que dicho portal, especializado en asuntos de fusiones y adquisiciones, mencionaba que la autoridad antimonopolios de Estados Unidos podría bloquear el acuerdo de AB-InBev con Grupo Modelo, a lo que se concretaron a señalar que no hacían caso a rumores y que el proceso continuaba conforme lo señalado. Sobre este tema, consideramos que quizá puedan existir algunas modificaciones por parte del Departamento de Justicia de EU, pero ello no debe impedir el acuerdo con Modelo.

Precios apoyan bajo volumen en el mercado nacional

Durante el 3T12, los ingresos domésticos avanzaron 6.4% a/a impulsados por el aumento en el precio promedio por hectolitro de +7.0%, que compensó el bajo volumen de ventas nacional de -0.5%, afectado por mal clima. Por su parte, los ingresos de exportación mostraron un crecimiento de 13.1% debido al aumento en precio por hectolitro en pesos de 7.9% (que refleja la depreciación del peso con respecto al dólar en el periodo) combinado con un crecimiento en volumen de 4.8%. Las regiones con el mejor desempeño fueron Estados Unidos, Canadá y Europa.

Retrocede margen bruto ante presión en costos

El margen bruto mostró un retroceso de 60pb y se ubicó en 50.7%. Cabe señalar que los costos crecieron 11.2% ante el alza en el precio de ciertos insumos así como una mayor proporción de productos no retornables en la mezcla de ventas asociada a un mayor peso de las exportaciones en el volumen total. Los gastos de operación registraron un aumento de 6.7% relacionado con mayores gastos de mercadotecnia y administración, principalmente en el área de procesos y tecnología. El mayor control de gastos compensó las presiones en margen bruto. El EBITDA avanzó 9.9% a/a, el margen EBITDA se ubicó en 27.3% estable respecto al registrado el mismo trimestre del año anterior. La utilidad neta mayoritaria de la empresa reportó un retroceso de 9.9% afectada por pérdida cambiaria durante el trimestre.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

VENTA

Precio Objetivo (2013 P\$): 117.00
Rendimiento Potencial : 1.5%
Precio Objetivo ADR : N.D.

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	115.25
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	123.38 - 79.27
Valor de mercado (USD\$ m)	28,892
Acciones en circulación (m)	3,235
% entre el público	19.8%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	359.8

Resultados

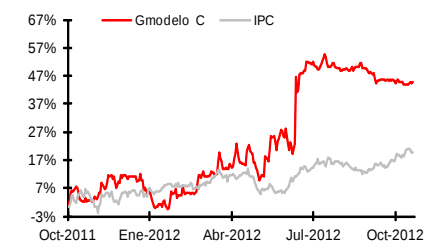
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	91,203	99,972	104,815	111,632
Utilidad Operativa	23,842	23,716	26,407	29,444
EBITDA	28,310	29,294	32,042	35,067
Margen EBITDA	31.0%	29.3%	30.6%	31.4%
Utilidad Neta	11,945	11,414	13,533	4,077
Margen Neto	13.1%	11.4%	12.9%	3.7%
Activo Total	129,299	103,746	101,357	102,505
Disponible	32,271	18,894	15,882	15,468
Pasivo Total	21,342	19,451	18,199	18,680
Deuda	0	2,803	2,803	2,803
Capital	81,563	63,467	62,612	63,114

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	12.7x	16.3x	14.9x	13.6x
P/U	26.6x	32.6x	27.5x	91.3x
P/VL	3.7x	5.9x	5.9x	5.9x
ROE	14.6%	15.7%	21.5%	6.5%
ROA	9.2%	9.8%	13.2%	4.0%
DeudaNeta/EBITDA	-1.1x	-0.5x	-0.4x	-0.4x
Deuda/Capital	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



GModelo- Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E	Consenso	Var % vs E
Ventas	23,481	25,754	9.7%	25,791	-0.14%	26,269	-196%
Utilidad de Operación	5,518	6,063	9.9%	6,999	-13.37%	6,391	-5.13%
Ebitda	6,401	7,036	9.9%	7,722	-8.88%	7,973	-1175%
Utilidad Neta	3,266	2,975	-8.9%	3,658	-18.67%	3,198	-6.97%
Margen Operativo	23.5%	23.5%	0.0%	27.1%	-3.6%	24.3%	-0.8%
Margen Ebitda	27.3%	27.3%	0.0%	29.9%	-2.6%	30.4%	-3.0%
UPA	100	0.91	-8.9%	112	-18.3%	0.98	-6.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Aspectos relevantes del reporte

Crown imports reportó ingresos por US\$699 una utilidad de operación por US\$113 millones.

Estructura Financiera

Al cierre del 3T12, la empresa cuenta con efectivo e inversiones temporales que representan el 20.8% del activo total. La estructura de capital comprende cero deuda con costo de largo plazo y cuenta con pasivos operacionales a corto plazo por P\$12,677 millones.

Inversiones.

La empresa ha venido realizando inversiones con recursos propios por P\$3,125 millones. Donde Cervecerías y otras Fábricas, en un 60% y el resto a la parte de ventas.

Afinando detalles sobre Venta.

Como se recordará el 29 de junio de 2012 Grupo Modelo y AB-InBev llevaron a cabo un acuerdo en el que ABI adquirió la participación del 49.7% que en propiedad de Grupo Modelo.

La transacción quedó pactada en US\$9.15 por acción en una operación en efectivo valuada en US\$20,100 millones.

ABInbev: Consideraciones para estimar múltiplo de EBITDA
(US\$ en billones)

	Valor	EBITDA	Multiplo
Acciones por el 49.7% de Gmodelo/Diblo @ 9.15	\$19.20		
Acciones de 53.5% por DIFA	\$0.90		
Total	\$20.10		
Participación de AB Inbev en Gmodelo/Diblo	\$13.00		
Caja de Gmodelo a marzo de 2012	-\$2.70		
Crown Interes Minoritario (50%)	\$1.85		
Valor de la empresa	\$32.20	\$2.50	12.9x
Eliminacion de Crown	-\$1.85	-\$0.20	
Disposicion de Crown	-\$1.85	-\$0.20	
Costos y Sinergias		\$0.60	
Valor de la transacción	\$28.50	\$2.70	10.8x

ABInbev: Usos de los fondos

(US\$ en billones)

Acciones serie A	1,459	\$13.40
Acciones serie C	634	\$5.40
Total		\$19.20
Compra de 53.5% de acciones DIFA		\$0.90
Total		\$20.10
Disposicion de Crown		-\$1.85
Reinversion de accionistas de		-\$1.50
Caja de Gmodelo		-\$2.70
Costos de la transacción		-\$0.20
Total de usos de los fondos		\$14.20

El valor de la empresa se estima en aproximadamente US\$32,200 millones de dólares, compuesto de la consideración en la oferta pública de adquisición, el valor de la participación actual de AB InBev en Grupo Modelo y Diblo, S.A. de C.V., así como el balance en efectivo y los intereses minoritarios de Crown.

Pasos para concretar la operación.

El proceso de cierre de la operación entre ABI y Grupo Modelo comprende los siguientes pasos: a) Qué se reciban las aprobaciones correspondientes de los entes regulatorios tanto en EU como en México; b) Qué Grupo Modelo simplifique su estructura corporativa, con lo que Diblo, empresa tenedora de las subsidiarias operativas de GModelo y DIFA (dirección de fabricas) fabricante de botellas de vidrio se fusionaran con Gmodelo, cabe señalar que este paso ya ha sido realizado por la compañía desde el pasado 20 de julio cuando sometió a asamblea dicho proceso; c) Finalmente, tras cumplir con los pasos uno y dos se realizara una oferta pública de adquisición en efectivo por las acciones de GModelo; d) Otro paso es que GModelo venderá su participación en Crown a Constellation Brands por US\$1,850 millones.

Mega

Buena expansión en banda ancha

Un reporte en línea con nuestros estimados

Las cifras al 3T12 reportadas por Megacable resultaron en línea con nuestros estimados, consideramos que el reporte sería neutral para el precio de la acción dado el fuerte rally que ha registrado desde finales del mes de septiembre. En este trimestre la empresa realizó una fuerte campaña publicitaria por el "Regreso a Clases" con tarifas muy competitivas en el servicio de internet de banda ancha dando buenos resultados compensando así un menor crecimiento en el servicio de video. La rentabilidad de la empresa ha bajado ligeramente en este trimestre debido a mayores costos de adquisición de suscriptores y mayores costos de contenido.

Avance de 12.9% en Unidades Generadoras de Ingreso

Megacable reportó 109.8 mil adiciones netas en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) con lo que la base creció 12.9% vs 3T11 superando ampliamente nuestro estimado de 87.3 mil adiciones. Es interesante observar lo que sucedió por tipo de servicio. En el trimestre la tasa de crecimiento del servicio de video se desaceleró avanzando 9.2% A/A (vs +10.2%e, +13.6% 2T12) mientras que en el servicio de internet y en telefonía sucedió lo contrario. Los suscriptores de internet aumentaron 23.7% A/A (vs +19.1%e) contribuyendo con el 55.8% de las adiciones netas totales. En el servicio de telefonía se reportó un crecimiento de 12.6% (vs +9.9%e) para registrar 22.0 mil adiciones netas.

Crecimiento de 10.8% en Ventas y presión en la rentabilidad

Megacable reportó ingresos consolidados de \$2,257 mpd representando un crecimiento de 10.8% principalmente por la expansión en la base de UGI que compensó una caída de 4.2% en el ARPU (ingreso promedio por suscriptor). La fuerte competencia ha erosionado el ARPU de Internet y de telefonía (alrededor de 9%) no obstante la instalación de servicios digitales de video con mejores tarifas actuó como amortiguador. La empresa reportó un Ebitda de \$918 mpd lo que equivale a un crecimiento del 6.2% y un margen de Ebitda de 40.7% siendo una erosión de 180pb vs 3T11 debido al crecimiento de 15.3% en el costo de servicio. La apreciación del tipo de cambio y un menor monto de pasivos con costo en moneda extranjera provocaron una utilidad cambiaria de \$19 mpd lo que en combinación con el crecimiento operativo generó una utilidad neta de \$461 mpd (+23.1% A/A).

Estimamos un crecimiento en Ebitda 2013 de 6.7%

Una vez incorporado estos resultados a nuestro modelo de proyecciones introducimos nuestros estimados para el 2013. Para la base de Unidades Generadoras de Ingreso calculamos un crecimiento de 8.4% lo que representaría 288.2 mil adiciones netas. El ARPU de telefonía e internet podría seguir presionado, sin embargo, la digitalización de los servicios de video podría generar un mayor gasto de los suscriptores. Para los ingresos consolidados estimamos un aumento de 7.6% a \$9,687 mpd. El empaquetamiento de servicios y la competencia podrían presionar el margen de Ebitda a 41.7% (-50pb vs 2012e) por lo que el Ebitda crecería 6.1%. En el balance, la empresa mantendría una sana estructura financiera.

Introducimos precio objetivo 2013 y bajamos recomendación

Estamos determinando un PO 2013 de \$37.00 siendo el promedio de dos metodologías: Valuación por Múltiplos y Valuación por Flujos Descontados. Este precio objetivo implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/Ebitda 2013E de 7.4x y 2014E de 6.7x siendo consistente con los múltiplos actuales. En base al potencial de apreciación y de acuerdo con nuestras políticas de inversión estamos modificando la recomendación de Compra a **MANTENER**.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 37.00

Rendimiento Potencial : 12.4%

Precio Objetivo ADR : N.D.

Manuel Jimenez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx

5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	32.93
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	32.99 - 25.92
Valor de mercado (USD\$m)	2,182
Acciones en circulación (m)	859
% entre el público	35.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	3.7

Resultados

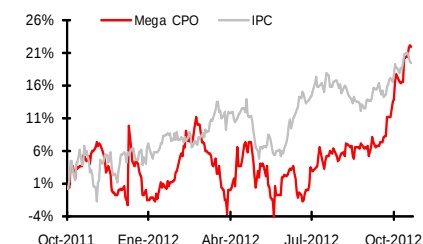
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	8,249	9,003	9,687	10,251
Utilidad Operativa	2,473	2,446	2,449	2,654
EBITDA	3,553	3,803	4,035	4,300
Margen EBITDA	43.1%	42.2%	41.6%	41.9%
Utilidad Neta	1,750	1,902	1,774	1,974
Margen Neto	21.2%	21.1%	18.3%	19.3%
Activo Total	18,590	20,062	22,172	24,109
Disponible	2,510	2,994	4,102	5,385
Pasivo Total	5,176	4,928	5,023	5,046
Deuda	3,055	2,174	2,180	2,178
Capital	13,121	15,134	17,149	19,063

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	7.7x	7.5x	7.1x	6.6x
P/U	14.0x	14.9x	16.0x	14.3x
P/VL	2.0x	1.9x	1.6x	1.5x
ROE	13.3%	13.5%	11.0%	10.9%
ROA	9.4%	9.8%	8.4%	8.5%
EBITDA/Intereses	6,926.3x	Int. Gan.	Int. Gan.	Int. Gan.
DeudaNeta/EBITDA	0.2x	-0.2x	-0.5x	-0.7x
Deuda/Capital	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Mega – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	2,038	2,257	10.8%	2,234	1.0%
Utilidad de Operación	599	571	-4.7%	601	-5.0%
Ebitda	864	918	6.2%	933	-1.6%
Utilidad Neta	374	461	23.1%	463	-0.4%
Márgenes					
Margen Operativo	29.4%	25.3%	-4.1pp	26.9%	-1.6pp
Margen Ebitda	42.4%	40.7%	-1.8pp	41.8%	-1.1pp
UPA	\$0.437	\$0.536	22.8%	\$0.539	-0.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Estimados 2013. Una vez incorporados los resultados del 3T12 estamos revisando nuestro modelo de proyecciones. Los supuestos que estamos utilizando para construir el escenario para el 2013 son los siguientes:

- En la base de Unidades Generadoras de Ingreso calculamos crecimientos de 7.0% en el servicio de video, 10.4% en el servicio de internet y 10.9% en el servicio de telefonía. Con estos crecimientos la empresa podría obtener 290.7 mil adiciones netas y un aumento de 8.4% en la base de UGI.
- La migración de suscriptores de servicios de video analógicos a digitales podría mantener estable el ARPU de video. Creemos que la competencia será más agresiva en los servicios de internet y de telefonía por lo que estimamos caídas de 4% en el ARPU de estos servicios. A nivel consolidado estimamos una caída de 1.0% en el ARPU.
- Para el costo de servicio calculamos un aumento de 7.6% debido a mayores costos de programación y el efecto de empaquetamiento de los servicios de triple play. Adicionalmente, los costos de adquisición de suscriptores e instalación podrían presionar al margen bruto. Para los gastos de administración calculamos un aumento anual de 10.2%.
- Estimamos que la compañía necesitaría realizar inversiones de capital (CAPEX) por \$175 mdd para continuar la expansión y digitalización de su red así como la compra de cajas digitales para el servicio de video. Estos recursos serían fácilmente generados con el flujo interno por lo que no sería necesario recurrir a fuentes externas de financiamiento.
- Falta incorporar en nuestro modelo de proyecciones el pago del dividendo que decretará la Asamblea de Accionistas a celebrarse el próximo 25 de octubre. La administración ha decidido proponer una política de dividendos lo cual consideramos es positivo para el desempeño de la acción.

Valuación. Para determinar el precio objetivo para el cierre del 2013 utilizamos dos metodologías de valuación: por Múltiplos y por Flujos Descontados. Nuestro precio objetivo para las acciones de Megacable lo calculamos con el promedio de estos dos métodos.

Valuación por Múltiplos. En nuestro modelo de valuación estamos definiendo un múltiplo FV/Ebitda 2013E objetivo de 7.0x siendo un descuento del 11.1% con respecto al múltiplo promedio de los últimos tres años ya que en los últimos trimestres el crecimiento de Unidades Generadoras de Ingreso se ha desacelerado y la rentabilidad ha disminuido. El valor teórico que nos arroja nuestro modelo equivale a \$35.00 por acción.

Valuación por Flujos Descontados. Con nuestras proyecciones hasta el 2018, un WACC de 7.09% en dólares y una tasa de crecimiento en la perpetuidad de 1.75% (equivalente a un valor terminal de 6.9x el Ebitda de 2018) calculamos un valor teórico de \$39.17 por acción. Dada la limitada bursatilidad de la acción, la Beta de los últimos 12 meses es demasiado baja (0.52) por lo que hemos decidido utilizar una Beta de 0.75 considerando la volatilidad semanal de los últimos cuatro años.

Precio Objetivo 2013. En base a los valores teóricos obtenidos bajo las dos metodologías estamos determinando un PO 2013 de \$37.00 lo que representaría un rendimiento potencial de 12.4% y este PO equivaldría a un múltiplo FV/Ebitda 2013E de 7.4x siendo inferior a los múltiplos de 2, 3 y 5 años que se ubican en 7.5x, 7.9x y 8.3x, respectivamente.

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	2,038	2,159	2,250	2,191	2,257	10.8	3.0
Cto. de Ventas	608	664	676	681	701	15.3	3.0
Utilidad Bruta	1,429	1,494	1,574	1,510	1,556	8.9	3.1
Gastos Oper. y PTU	830	885	895	917	985	18.6	7.3
EBITDA	864	883	1,001	925	918	6.2	(0.8)
Depreciación	265	297	321	333	346	30.7	4.2
Utilidad Operativa	599	586	679	592	571	(4.7)	(3.5)
CIF	(93)	(38)	92	(6)	28	NP	NP
Intereses Pagados	0	31	0	0	0		
Intereses Ganados	0	35	0	4	8	NR	79.0
Perd. Cambio	0	(42)	1	0	20	NS	NS
Otros	(94)		92	(11)		NS	NS
Utilidad después de CIF	506	548	772	586	599	18.4	2.2
Subs. No Consol.	(24)	(4)	7	(10)	1	NP	NP
Util. Antes de Impuestos	482	543	779	576	600	24.4	4.1
Impuestos	88	219	160	118	124	40.8	4.8
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	19	11	27	15	15	(23.7)	2.2
Utilidad Neta Mayoritaria	374	337	592	443	461	23.1	4.0
MARGEN OPERATIVO	29.4%	27.1%	30.2%	27.0%	25.3%	(4.10pp)	(172pp)
MARGEN EBITDA	42.4%	40.9%	44.5%	42.2%	40.7%	(176pp)	(156pp)
MARGEN NETO	18.4%	15.6%	26.3%	20.2%	20.4%	2.04pp	0.18pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	3,764	3,493	3,489	4,255	3,922	4.2	(7.8)
Activos Fijos Netos	8,931	10,090	10,397	10,650	11,214	25.6	5.3
Otros Activos	5,010	5,007	4,924	4,841	4,786	(4.5)	(1.1)
Activos Totales	17,704	18,589	18,810	19,745	19,922	12.5	0.9
Pasivos a Corto Plazo	1,522	1,809	1,367	1,662	3,522	1314	1119
Pasivos a Largo Plazo	2,294	3,365	3,401	3,571	1,446	(37.0)	(59.5)
Otros Pasivos	833	90	98	100	102	(87.8)	19
Pasivos Totales	4,649	5,174	4,768	5,233	4,968	6.9	(5.1)
Capital Mayoritario	12,767	13,121	13,721	14,170	14,955	17.1	5.5
Capital Minoritario	289	294	321	342	0	NS	NS
Capital Consolidado	13,056	13,415	14,042	14,513	14,955	14.5	3.0
Pasivo y Capital	17,704	18,589	18,810	19,745	19,922	12.5	0.9

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Chdraui

POSITIVOS RESULTADOS...

Cifras en línea

El día de hoy, Chdraui reportó sus resultados correspondientes al 3T2012. La emisora en el período obtuvo Ventas por \$15,739mdp y Ebitda de \$1,053mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 12.2% y 12.6% en Ventas y Ebitda respectivamente vs el 3T2011. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas (\$15,816mdp) y Ebitda (\$1,041mdp).

Positivo comportamiento VMT

Las Ventas del trimestre se vieron impulsadas por un favorable desempeño en el indicador de VMT en México (+3.2%) y EUA (+1.3%). El resultado de México resulta muy similar al observado el trimestre anterior de 3.3%. Sin embargo, en EUA el dato resulta muy positivo al compararse con la caída de 1.1% que tuvo ese indicador durante el 2T12. Por otro lado, impulsó la apertura de 16 tiendas en el territorio nacional y 9 en EUA durante los U12m, lo que en conjunto representó una expansión en el piso de ventas de 10.6%. El crecimiento en el indicador de VMT, estuvo apoyado por una agresiva propuesta comercial, como es característico de Chedraui.

Relativa estabilidad en márgenes

El Margen Bruto de la compañía (20.2%), mostró una mejoría de 20pb vs el 3T11 (20.0%) y de 50pb vs el 2T12 (19.7%). A nivel de Margen Operativo (4.6%) este tuvo una ligera contracción (-0.1pp) mientras que el Margen Ebitda se mantuvo sin cambios (6.7%). La mejoría mostrada en el margen bruto estuvo impulsada por mejoras en la aplicación del chequeo de mercado, así como también por un incremento marginal en el margen bruto del autoservicio en Estados Unidos por una mayor integración de compras a través del Centro de Distribución. Sin embargo, este positivo efecto se contrarrestó parcialmente por un incremento de 21pb en los gastos operativos (13.5% de las ventas) ocasionado por los siguientes factores: 1) Baja de activos por remodelaciones de meses anteriores que aún tenían remanentes por depreciar; 2) Incremento cercano al 10.0% en el costo de la electricidad vs el 3T11; y 3) Gastos relacionados con la apertura de 25 unidades U12m, las cuales aún no alcanzan su madurez.

Mayor Apalancamiento

Al cierre del 3T2012, la compañía reportó una Deuda Neta de \$5,713mdp, actualmente el 35.0% de ese monto se encuentra en el CP y el restante está en el LP, la empresa cuenta con \$1,155mdp en caja. El monto de la deuda tuvo un incremento de \$439mdp vs el 2T12. No obstante, la razón DN/Ebitda de la emisora se mantuvo prácticamente sin cambios en 1.37x vs 1.30x en el 2T12. En los últimos 12m la deuda de Chedraui se ha incrementado en \$1,084mdp, los cuales se han usado principalmente para soportar las inversiones de las aperturas, remodelaciones y sistemas. El incremento en el apalancamiento vs el 2T12, obedece principalmente a la reciente adquisición de 8 tiendas en EUA concretada durante el mes de Agosto de este año.

Mantenemos COMPRA e introducimos PO2013E de \$41.0

Mantenemos una óptica positiva sobre el desempeño de Chedraui dado el buen ritmo de expansión en su piso de ventas, el cuál ha sido el mayor del sector durante este año, lo que deberá estar soportando el crecimiento futuro. La reciente adquisición en EUA, favorecerá los resultados de esta división (21.0% ventas y 12.0% del Ebitda) permitiendo un mayor apalancamiento operativo en la región, lo que estará apoyando los márgenes en un futuro. Por otro lado, una mejor perspectiva para el consumo en general, aunado a una reactivación en el crédito serán factores que estarán impulsando los resultados de la emisora en México. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA e introducimos nuestro PO2013E de \$41.0. Estimamos un crecimiento de 12.5% en el Ebitda 2013 y un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 9.5x, el cual resulta ligeramente inferior a su promedio U12m y U3a de 10.0x. Lo anterior, con el objeto de reflejar la posible preocupación de los inversionistas por presiones en los márgenes operativos.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$): 41.00
Rendimiento Potencial: 19.4%
Precio Objetivo ADR: N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx

5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	34.34
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	36.12 - 31.42
Valor de mercado (USD\$ m)	2,553
Acciones en circulación (m)	964
% entre el público	13.8%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	24.3

Resultados

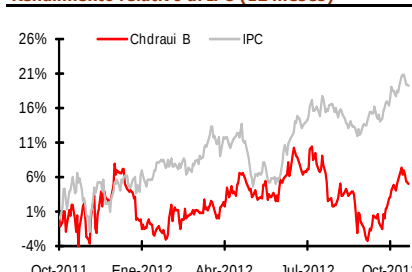
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	57,487	64,751	72,745	84,267
Utilidad Operativa	2,715	3,009	3,376	3,913
EBITDA	3,709	4,276	4,812	5,596
Margen EBITDA	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%
Utilidad Neta	1,517	1,979	2,360	2,892
Margen Neto	2.6%	3.1%	3.2%	3.4%
Activo Total	40,645	45,758	47,509	45,142
Disponible	999	1,100	1,423	957
Pasivo Total	21,195	25,979	25,862	23,115
Deuda	6,230	7,214	6,506	6,585
Capital	19,339	11,862	13,080	13,334

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	10.7x	9.2x	8.2x	7.0x
P/U	22.9x	16.7x	14.0x	11.4x
P/VL	2.0x	2.8x	2.5x	2.5x
ROE	7.8%	12.7%	18.9%	21.9%
ROA	3.7%	4.6%	5.1%	6.2%
EBITDA/Intereses	8.4x	7.0x	7.2x	7.4x
DeudaNeta/EBITDA	1.4x	1.4x	1.1x	1.0x
Deuda/Capital	0.3x	0.6x	0.5x	0.5x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Chdraui- Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T12	3T11	Var %	3T12e	Var% vs E
Ventas	15,739	14,022	12.2%	15,816	-0.5%
Utilidad de Operación	723	664	8.9%	728	-0.7%
Ebitda	1,053	935	12.6%	1,041	1.1%
Utilidad Neta	372	353	5.3%	351	5.9%
Márgenes					
Margen Operativo	4.6%	4.7%	-0.1%	4.6%	0.0%
Margen Ebitda	6.7%	6.7%	0.0%	6.6%	0.1%
UPA	0.386	0.366	5.3%	0.364	5.9%

Fuente: Chdraui, Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

ESTADOS FINANCIEROS CHDRAUI

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Ventas Netas	14,022	16,599	14,798	15,644	15,739	12.2	0.6
Cto. de Ventas	11,217	13,385	11,944	12,561	12,560	12.0	(0.0)
Utilidad Bruta	2,805	3,214	2,854	3,083	3,179	13.3	3.1
Gastos Oper. y PTU	2,141	2,506	2,140	2,315	2,456	14.7	6.1
EBITDA	935	903	1,029	1,085	1,053	12.6	(3.0)
Depreciación	271	190	314	317	330	21.6	4.2
Utilidad Operativa	664	713	715	768	723	8.9	(5.9)
CIF	(198)	(219)	(238)	(239)	(237)	NN	NN
Intereses Pagados	183	135	152	173	157	(14.1)	(9.5)
Intereses Ganados	11	11	7	6	5	(54.6)	(17.8)
Perd. Cambio	19	1	1	16	6	(67.4)	(61.0)
Otros	(46)	(96)	(94)	(88)	(91)	NN	NN
Utilidad después de CIF	466	495	477	529	486	4.4	(8.2)
Subs. No Consol.	0	3	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	466	498	477	529	486	4.4	(8.2)
Impuestos	102	108	105	116	107	4.4	(8.2)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	10	3	36	(6)	7	(27.9)	NP
Utilidad Neta Mayoritaria	353	381	336	419	372	5.3	(11.2)
MARGEN OPERATIVO	4.7%	4.3%	4.8%	4.9%	4.6%	-14.2%	-32.0%
MARGEN EBITDA	6.7%	5.4%	7.0%	6.9%	6.7%	1.9%	-24.8%
MARGEN NETO	2.5%	2.3%	2.3%	2.7%	2.4%	-15.5%	-31.5%

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Activo Circulante	9,264	10,869	10,371	10,298	10,869	17.3	5.6
Disponible	613	999	782	870	999	62.9	14.8
Clientes y Cts.xCob.	2,174	2,640	2,461	2,348	2,640	21.5	12.5
Inventarios	6,477	6,375	5,997	6,027	6,375	(1.6)	5.8
Otros Circulantes	0	855	1,131	1,053	855	NS	(18.8)
Activos Fijos Netos	23,202	28,275	28,649	29,332	28,275	21.9	(3.6)
Otros Activos	2,837	1,501	1,408	1,403	1,501	(47.1)	7.0
Activos Totales	35,303	40,645	40,429	41,033	40,645	15.1	(0.9)
Pasivos a Corto Plazo	11,840	14,787	12,176	12,119	14,787	24.9	22.0
Proveedores	9,351	9,962	8,392	8,348	9,962	6.5	19.3
Cred. Banc. Y Burs	1,054	2,756	1,634	2,058	2,756	161.4	34.0
Impuestos por pagar	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	1,434	2,068	2,150	1,713	2,068	44.2	20.7
Pasivos a Largo Plazo	4,353	6,408	8,504	8,936	6,408	47.2	(28.3)
Cred. Banc. Y Burs	4,188	2,477	3,911	4,087	2,477	(40.9)	(39.4)
Otros Pasivos c/Costo	165	3,931	4,592	4,849	3,931	NR	(18.9)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	2,283	1,374	1,679	1,653	1,035	(54.7)	(37.4)
Pasivos Totales	18,476	21,195	20,680	21,055	21,195	14.7	0.7
Capital Mayoritario	16,736	19,339	19,429	19,765	19,339	15.5	(2.2)
Capital Minoritario	90	111	320	213	111	23.6	(47.7)
Capital Consolidado	16,827	19,450	19,749	19,978	19,450	15.6	(2.6)
Pasivo y Capital	35,303	40,645	40,429	41,033	40,645	15.1	(0.9)

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Asur

Mantiene vuelo a la alza...con miras a 2013

Continúan crecimientos de doble dígito

El día de hoy Asur reportó sus resultados del 3T12, que aunque estuvieron por debajo de nuestros estimados, los crecimientos presentados fueron de doble dígito en sus principales rubros operativos. La compañía tuvo incrementos en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 16.5%, 20.4%, 17.8% y 12.6% vs. 3T11, ubicándose en P\$1,222m, P\$591m, P\$692m y P\$409m, respectivamente. Cabe señalar que los resultados están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

Aumento notable en pasajeros guía firme alza en ingresos

En el 3T12 Asur fue el grupo aeroportuario que mostró el mayor crecimiento en tráfico total de pasajeros, siendo de 10.2% (vs. 3T11); los pasajeros nacionales tuvieron una alza de 17.2% y los internacionales de 3.5%. Lo anterior debido a que el principal aeropuerto del grupo, Cancún, tuvo una mejor ocupación hotelera en el 3T12 (en más del 5% en promedio vs. 3T11) apoyada en mayor medida por el turismo nacional. Adicionalmente, el aumento en el flujo de turistas es resultado de las acciones realizadas por aerolíneas, mexicanas y extranjeras, para retomar los pasajeros que dejó Mexicana. Lo anterior apoyó el alza de los ingresos de Asur (16.5%), con crecimientos en los ingresos aeronáuticos de 14.3%, en los no aeronáuticos de 14.5% (incrementos en los comerciales de 15.9%). Los ingresos por servicios de construcción subieron 35.2% y contribuyeron con el 11.9% del total.

Sigue aumentando de altura la rentabilidad

El margen operativo aumentó 158pb, colocándose en 48.3% (vs. 49.7%e); y el margen Ebitda subió 63pb, ubicándose en 56.6% (vs. 57.7%e). Esto se debe a un aumento en el total de costos y gastos de 13.0% que fue menor al presentado en los ingresos totales (+16.5%) en el 3T12. Consideramos que la mejora en la absorción de costos/gastos está relacionada con el crecimiento en la línea de ingresos, principalmente no aeronáuticos, en los que Asur ha tenido mayores incrementos en lo que va del año, lo cual impulsa la generación de economías de escala para el grupo. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 3T12 vs. 3T11, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, los resultados son alentadores: 54.9% el margen operativo y 64.3% el de Ebitda vs. 52.1% y 62.4% (3T11), respectivamente.

Estimados 2013 y principales Riesgos

Prevemos que debido a una perspectiva de ocupación hotelera en Cancún positiva, el tráfico de pasajeros de Asur (que esperamos cierre el año 2012 con crecimiento de más de 10%) continuará con sólidos incrementos en los próximos meses, que se verán favorecidos por el Programa Turístico "Mundo Maya, Fin del Mundo". Para 2013, incluyendo al aeropuerto LMM de Puerto Rico, estimamos incrementos en sus ingresos de 18.0% (alza en el total de pasajeros de los 9 aeropuertos de Asur en México de 6.7%e) y en Ebitda de 21.0%, así como un Margen Ebitda de 56.2%. Sin considerar los ingresos y costos de servicios de construcción dicho margen se ubicaría en 63.6%. Los riesgos que pudieran afectar nuestros estimados son: afectación en las operaciones del aeropuerto de Cancún (principal del grupo), menor crecimiento económico en México y EU, volatilidad en precio del petróleo, salida de aerolíneas del mercado, fortaleza del peso (que encarece precios respecto al turismo extranjero) y mayor percepción de inseguridad en el país.

Nuevo PO 2013E de P\$137.0 con recomendación de Mantener

Nuestro PO 2013E lo obtuvimos basándonos en dos métodos de valuación (ver detalle pág. 2): por DCF (\$147.0) y por múltiplos (\$127.0). El promedio de ambos métodos nos arroja un PO 2013E de \$137.0 con un rendimiento potencial de 7.9%, al cual estamos añadiendo un 3.5% estimado del pago de dividendo correspondiente a 2013, sumando así un rendimiento total de 11.4%. Por lo tanto, nuestra recomendación para las acciones de Asur es de Mantener.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 137.00
Rendimiento Potencial: 7.9%
Precio Objetivo ADS: 105.55

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixee.com.mx
5004-5144

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	126.97
Precio ADS (USD\$)	98.37
Acciones por ADS	10
Dividendo (retorno)	2.8%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	129.00 - 71.93
Valor de mercado (USD\$ m)	2,933
Acciones en circulación (m)	300
% entre el público	40.6%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	42.7

Resultados

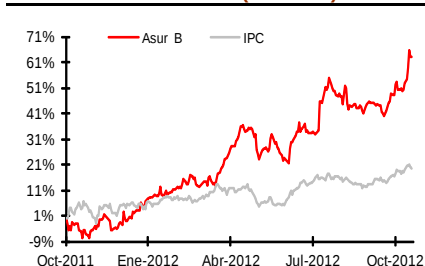
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	4,573	5,403	6,372	6,822
Utilidad Operativa	2,095	2,557	3,004	3,301
EBITDA	2,478	2,958	3,579	3,925
Margen EBITDA	54.2%	54.7%	56.2%	57.5%
Utilidad Neta	1,590	1,838	1,375	1,592
Margen Neto	34.8%	34.0%	21.6%	23.3%
Activo Total	18,598	19,652	24,222	24,699
Disponible	1,530	1,882	1,434	1,216
Pasivo Total	3,122	3,418	7,762	7,907
Deuda	697	471	4,179	4,095
Capital	15,476	16,234	16,459	16,792

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	15.0x	12.4x	11.5x	10.6x
P/U	24.0x	20.7x	27.7x	23.9x
P/VL	2.5x	2.3x	2.3x	2.3x
ROE	10.5%	11.6%	8.4%	9.6%
ROA	8.5%	9.6%	5.7%	6.5%
EBITDA/Intereses	-90.7x	-75.9x	5.3x	6.0x
DeudaNeta/EBITDA	-0.3x	-0.5x	0.9x	0.9x
Deuda/Capital	0.0x	0.0x	0.3x	0.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Asur – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,049	1,222	16.5%	1,265	-3.4%
Utilidad de Operación	490	591	20.4%	629	-6.1%
Ebitda	587	692	17.8%	730	-5.2%
Utilidad Neta	363	409	12.6%	452	-9.6%
Margen Operativo	46.8%	48.3%	1.6 pp	49.7%	-1.4 pp
Margen Ebitda	56.0%	56.6%	0.6 pp	57.7%	-1.1 pp
UPA	1.21	1.36	12.6%	1.51	-9.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Valuación y P.O. 2013E de P\$137.0

Nuestro precio objetivo 2013e se obtuvo a través del promedio aritmético de los precios objetivos de dos métodos de valuación: 1) Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO '13e de P\$147.0); y 2) Múltiplos (PO '13e de P\$127.0). De esta forma, el Precio Objetivo 2013e se ubica en P\$137.0 pesos, representado un rendimiento potencial de 7.9% respecto al precio actual (\$126.97). Adicionalmente, añadimos un rendimiento de 3.5% estimado por el pago de dividendo correspondiente a 2013, de manera que el rendimiento total estimado es de 11.4%.

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido 2013e es de P\$147.0 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.3%; Costo promedio de la deuda de 6.3%; Beta de 0.80; Tasa libre de riesgo de 5.4%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%. Nuestros resultados nos mostraron un descuento del grupo de 14.9% respecto a su Valor de Mercado Actual, y muestra un rendimiento potencial de 15.8% vs. su precio actual (pesos).

Comparativo Sectorial

Asur cotiza actualmente a un múltiplo FV/Ebitda U12m de 12.8x, que representa un premio de 18.0% respecto a su promedio de los U12m. (10.9x) y un premio de 22.0% respecto al promedio del múltiplo de una muestra de compañías comparables internacionales y mexicanas (10.5x). Asimismo, Asur cotiza a un múltiplo FV/Ebitda 2013e de 11.5x, que significa un premio de 25.0% respecto al promedio de la muestra del sector 2013e (9.2x). Cabe señalar que el margen operativo y Ebitda de Asur se encuentran por arriba del promedio de la muestra del sector.

Valuación por Múltiplos

Asumiendo un crecimiento en Ebitda '13e de 21.0% y suponiendo que el inversionista esté dispuesto a pagar un múltiplo de 11.5x (que representa un descuento de 10.0% respecto a su múltiplo actual), el Precio Objetivo obtenido 2013e es de \$127.0 pesos. Dicho múltiplo objetivo (11.5) representa un premio de 6.2% respecto al PU12m. de 10.9x de la compañía, debido a que reconocemos los mejores márgenes operativo y Ebitda de Asur respecto al promedio de la muestra del sector, así como la integración del aeropuerto LMM en el portafolio de activos de la compañía.

Asur-DCF (millones de dólares)

Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Perpetuidad
Flujo Libre de Efectivo	129	160	176	198	217	4,859
VPN de los Flujos	3,696	Acciones en Circulación (mill.)			300	
(-) Deuda Neta	251				P\$	USD/ADS
Valor DCF	3,445				PO DCF	114.8
Market Cap. Actual	2,933				Precio Actual	98.4
Descuento %	-14.9%	Rendimiento Potencial			15.8%	16.7%

Fuente: Banorte-Ixe, TC (US\$ / MXP) 2013e: 12.80.

Asur – Comparativo Sectorial Internacional (millones de dólares)

Empresa	País	Mkt. Cap.	Vtas U12M	Ebitda U12M	Mg. Op. U12M	Mg. Ebitda U12M	FV/Ebitda U12m	FV/Ebitda '13e (x)	P/VL (x)
Aéroports de Paris	Francia	7,805	3,170	1269	24.5%	40.0%	9.5x	8.6x	1.7x
Fraport AG	Alemania	5,389	3,135	1064	20.7%	33.9%	9.8x	8.4x	1.5x
Airports of Thailand	Tailandia	3,999	975	494	33.9%	50.6%	9.9x	8.9x	1.6x
Auckland Intl.	Nueva Z.	2,893	332	260	62.4%	78.3%	14.5x	12.8x	1.4x
Flughafen Zuerich AG	Suiza	2,640	997	542	31.5%	54.4%	7.0x	6.7x	1.4x
Malaysia Airports	Malasia	2,331	968	280	21.8%	28.9%	10.5x	9.3x	1.7x
Prom. Intl.		4,545	1,722	726	34.6%	51.4%	10.1x	9.1x	1.5x
Gap	México	2,588	382	214	38.2%	56.1%	12.0x	10.2x	1.6x
Oma	México	928	230	95	35.4%	41.3%	10.9x	9.0x	2.0x
Prom. México		1,758	306	154	36.8%	48.7%	11.5x	9.6x	1.8x
Prom. General		3,749	1,317	563	35.2%	50.7%	10.5x	9.2x	1.6x
Asur	México	2,933	397	220	47.7%	55.4%	12.8x	11.5x	2.4x
Asur vs. Prom. Gral.							22.00%	24.96%	51.49%

Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg (22/10/12).

ESTADOS FINANCIEROS ASUR

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Ventas Netas	1,049	1,367	1,286	1,276	1,222	16.5	(4.2)
Cto. de Ventas	20	19	25	23	23	17.6	0.8
Utilidad Bruta	1,029	1,348	1,261	1,252	1,199	16.5	(4.3)
Gastos Oper. y PTU	539	854	532	612	608	12.9	(0.7)
EBITDA	587	591	828	740	692	17.8	(6.5)
Depreciación	97	97	99	100	101	4.5	1.5
Utilidad Operativa	490	494	729	640	591	20.4	(7.8)
CIF	21	22	(15)	33	(7)	PN	PN
Intereses Pagados	14	0	11	9	9	(33.6)	(0.3)
Intereses Ganados	20	12	14	28	21	7.7	(23.0)
Perd. Cambio	14	10	0	14	0	NS	NS
Otros	1	1	(18)	0	(19)	PN	PN
Utilidad después de CIF	512	517	714	674	584	14.1	(13.3)
Subs. No Consol.	0	0	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	512	517	714	674	584	14.1	(13.3)
Impuestos	148	94	176	210	175	18.0	(16.8)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	0	0	0	0	0		
Utilidad Neta Mayoritaria	363	422	538	463	409	12.6	(11.7)
MARGEN OPERATIVO	46.8%	36.2%	56.7%	50.2%	48.3%	1.58pp	(1.87pp)
MARGEN EBITDA	56.0%	43.2%	64.4%	58.0%	56.6%	0.63pp	(1.41pp)
MARGEN NETO	34.6%	30.9%	41.8%	36.3%	33.5%	(1.17pp)	(2.84pp)

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Activo Circulante	3,325	2,886	3,520	3,020	3,002	(9.7)	(0.6)
Disponible	1,741	1,530	2,069	1,569	1,942	11.5	23.7
Clientes y Cts.xCob.	350	572	578	537	575	64.1	7.1
Inventarios	13	15	25	27	27	106.2	(0.3)
Otros Circulantes	1,221	770	848	888	459	(62.4)	(48.3)
Activos Fijos Netos	306	259	277	250	314	2.4	25.5
Otros Activos	15,197	15,453	15,406	15,462	15,427	1.5	(0.2)
Activos Totales	18,829	18,598	19,203	18,733	18,743	(0.5)	0.1
Pasivos a Corto Plazo	1,097	761	1,010	1,103	768	(30.0)	(30.4)
Proveedores	16	29	18	14	17	7.7	19.6
Cred. Banc. Y Burs	374	375	433	403	374	0.1	(7.2)
Impuestos por pagar	553	194	363	563	223	(59.7)	(60.4)
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	154	164	196	122	153	(0.4)	25.5
Pasivos a Largo Plazo	414	2,361	2,178	2,232	2,169	423.3	(2.8)
Cred. Banc. Y Burs	414	322	171	108	39	(90.6)	(63.9)
Otros Pasivos c/Costo		2,039	2,007	2,124	2,130	NS	0.3
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	2,252	2,039	2,007	2,124	2,130	(5.4)	0.3
Pasivos Totales	3,763	3,122	3,189	3,335	2,936	(22.0)	(11.9)
Capital Mayoritario	15,066	15,476	16,014	15,398	15,807	4.9	2.7
Capital Minoritario	0	0	0	0	0		
Capital Consolidado	15,066	15,476	16,014	15,398	15,807	4.9	2.7
Pasivo y Capital	18,829	18,598	19,203	18,733	18,743	(0.5)	0.1

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Homex

Pendientes en penitenciarías...¿logrables?

Resultados por debajo de nuestras expectativas...

Al 3T12, Homex reportó cifras que en promedio se colocan 20% por debajo de nuestras estimaciones operativas, siendo la diferencia enteramente producida en menores ingresos reconocidos en sus dos penitenciarías bajo construcción. Por su parte, la división vivienda corroboró la estabilización anticipada, observando un nivel de ingresos apenas 3% por debajo del año anterior. En el agregado, Homex registra ingresos por P\$7,487m y EBITDA por P\$1,759m que a pesar de aumentar 31% y 34%, respectivamente, no alcanzan nuestras estimaciones de 61% y 68%.

...pero en línea con la planeación interna

A pesar de lo anterior, la reiteración de la guía de resultados para el año completo que hace Homex en sus comentarios al reporte (+51% a +57% en ingresos, incluyendo penitenciarías, +3% a +4% excluyéndoles) nos señala la posibilidad de que nuestra estimación haya sido demasiado agresiva, más cuando los detalles finales de las penitenciarías—tecnología, equipamiento y acabados—son los de mayor valor económico y son precisamente los pendientes al día de hoy. En este frente, nos parece que debemos darle el beneficio de la duda, aún si a primera vista podríamos concluir que existe un retraso en la ejecución de dichos proyectos.

Se acelera la titulación de vivienda

A pesar de que el negocio central de vivienda no ha logrado alcanzar los ritmos registrados hace un año—tituló 12,546 viviendas, -5% A/A—, una señal significativa es el crecimiento que se observa trimestre a trimestre, +13%, ya que a pesar de la estacionalidad, Homex ha logrado incrementar consecutivamente el número de unidades tituladas, dejando atrás los efectos de las complicaciones administrativas en el registro único de Vivienda (RUV), dada la adaptación a los nuevos requisitos de sustentabilidad para poder calificar los desarrollos, que afectaron los resultados del primer semestre. En cuanto al precio promedio no hay sorpresa, éste avanza 3% a P\$409k gracias a la estrategia de “crecer” la oferta de cada nicho hasta los topes asequibles de hipotecas, aprovechando los beneficios y subsidios disponibles hasta donde sea posible.

Una hoja de balance complicada de leer, aunque positiva

Y a pesar de que en el frente operativo las cifras quedaron cortas, en la parte financiera observamos una mejoría que no esperábamos en el manejo de capital de trabajo de vivienda, si bien ello obedece a que efectivamente la empresa no realizó adquisiciones de tierra durante este periodo. Homex reporta que su deuda excluyendo el financiamiento de las penitenciarías logra una reducción de 4% a P\$16,050m, mientras que el total de deuda reportado asciende a P\$20,854m una vez incorporando el financiamiento incurrido en la construcción de las penitenciarías, y es 45% mayor A/A.

Sin cambio en nuestra recomendación

A pesar de que los resultados de Homex en este 3T12 no han cubierto nuestras expectativas, estamos refrendando nuestra recomendación de compra y precio objetivo de P\$42.0 para final de 2013 en reconocimiento de que, al parecer, nuestra expectativa trimestral había sido demasiado agresiva. La ratificación de la guía interna de la empresa, así como las señales de una estabilización en el manejo de capital de trabajo en el negocio central de vivienda se sumarán a la eventual culminación y puesta en marcha de las penitenciarías concesionadas, además de que éstas incluso podrían ser parte de una estrategia de monetización anticipada, como podría ser la bursatilización de sus flujos, o la venta del proyecto en marcha. A final de cuentas, la estabilización del negocio de vivienda pone un piso, y la culminación de las concesiones será un catalizador.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

Compra

Precio Objetivo (2013 P\$):	42.00
Rendimiento Potencial :	45.1%
Precio Objetivo ADR :	20.16

Carlos Hermosillo Bernal

carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	28.95
Precio ADR (USD\$)	13.38
Acciones por ADR	6
Dividendo (retorno)	n.a.
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	47.75 - 24.22
Valor de mercado (USD\$ m)	749
Acciones en circulación (m)	336
% entre el público	56.6%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	51.9

Resultados

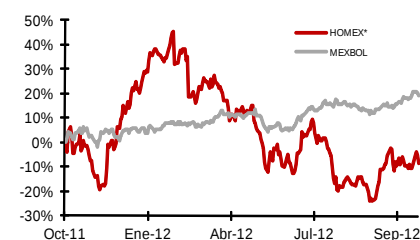
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	21,853	30,397	22,452	24,226
Utilidad Operativa	2,920	5,496	4,060	4,367
EBITDA	4,735	7,225	5,407	5,683
Margen EBITDA	21.7%	23.8%	24.1%	23.5%
Utilidad Neta	1,304	2,879	2,480	2,939
Margen Neto	6.0%	9.5%	11.0%	12.1%
Activo Total	41,077	49,052	48,325	48,643
Disponible	3,993	5,082	7,510	10,007
Pasivo Total	27,431	38,462	36,791	36,121
Deuda	15,188	22,071	21,454	21,649
Capital	13,446	10,253	11,230	12,112

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FE/EBITDA	4.5x	3.8x	4.5x	3.9x
P/U	8.7x	3.5x	4.0x	3.4x
P/VL	0.7x	1.0x	0.9x	0.8x
ROE	8.9%	24.3%	23.1%	25.2%
ROA	3.0%	6.7%	5.0%	6.3%
EBITDA/Intereses	12.2x	7.9x	5.4x	5.7x
DeudaNeta/EBITDA	2.4x	2.4x	2.6x	2.0x
Deuda/Capital	1.1x	2.1x	1.9x	1.7x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Homex – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12 Real	Var %	3T12e	Var. % e	Desviación
Ventas	5,699	7,487	314%	9,205	615%	-18.7%
Utilidad de Operación	992	1064	7.3%	1842	85.8%	-42.2%
Ebitda	1309	1759	34.4%	2,205	68.5%	-20.2%
Utilidad Neta	179	488	172.8%	1,116	524.3%	-56.3%
Márgenes						
Margen Operativo	17.40%	14.21%	-3.19 p.p.	20.01%	2.61p.p.	-5.8 p.p.
Margen Ebitda	22.96%	23.49%	0.53 p.p.	23.96%	0.99 p.p.	-0.46 p.p.
UPA	0.532	1452	172.8%	3.324	524.3%	-56.3%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

Homex—Indicadores Operativos

Unidades	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Interés Social	12,611	13,903	7,672	10,299	11,237
A/A	3%	9%	-25%	-15%	-11%
Media	660	1,442	1,066	855	1,309
A/A	9%	84%	7%	90%	98%
Total	13,271	15,345	8,738	11,154	12,546
A/A	4%	13%	-23%	-11%	-5%
% Interés Social	95%	91%	88%	92%	90%
% Media	5%	9%	12%	8%	10%
Precio Promedio (P\$ 000s)	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Interés Social	369	344	351	351	351
A/A	1%	2%	4%	-5%	-5%
Media	899	967	901	901	907
A/A	6%	-19%	61%	0%	1%
Precio Promedio	388	404	420	393	409
A/A	0%	-10%	17%	0%	5%
Ingresos (P\$ 000s)	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Interés Social	4,704,692	4,882,153	2,696,811	3,625,429	3,949,191
A/A	5%	40%	-23%	-20%	-16%
Media	564,930	1,394,096	960,525	770,531	1,186,865
A/A	10%	-24%	71%	90%	110%
Otros	429,477	153,923	2,230,390	2,776,513	2,351,396
A/A	133%	-80%	4129%	399%	448%
Total	5,699,099	6,430,172	5,887,726	7,172,474	7,487,453
A/A	10%	6%	44%	31%	31%
EBITDA	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Utilidad Operativa (P\$ 000's)	947,227	600,923	1,012,794	1,293,222	1,297,771
Margen Operativo	16.6%	9.3%	17.2%	18.0%	17.3%
RIF Capitalizado	247,300	505,484	221,570	269,977	359,092
EBITDA (ajustada P\$ 000's)	1,308,764	1,349,758	1,344,018	1,660,226	1,759,162
Margen EBITDA	23.0%	21.0%	22.8%	23.1%	23.5%

Fuente: Homex, Banorte-Ixe.

HOMEX

	2011		2011		2012		2012		2012		3-12/3-11	3-12/2-12
	3		4		1		2		3			
Estado de Resultados												
Ventas	5,699,098	10%	6,566,146	8%	5,887,728	44%	7,172,473	31%	7,487,451	31.4%	4%	
Costo de Ventas	4,064,708	17%	5,136,458	25%	4,218,814	44%	5,182,457	37%	5,608,910	38%	8%	
Margen Bruto	28.7%		21.8%		28.3%		27.7%		25.1%			
Gastos de Operación	687,164	-10%	692,791	-33%	656,118	8%	696,795	-8%	580,772	-15%	-17%	
Utilidad Operativa	991,578	6%	736,897	-19%	1,022,487	88%	1,296,768	36%	1,063,800	7.3%	-18%	
Margen Operativo	17.4%		11.2%		17.4%		18.1%		14.2%			
EBITDA	1,308,764	15%	1,349,758	12%	1,344,018	60%	1,660,226	34%	1,759,162	34.4%	6%	
Margen EBITDA	23.0%		20.6%		22.8%		23.1%		23.5%			
Costo Financiero	-117,811	9%	-58,023	-51%	434,208	5679%	-603,706	248%	-243,631	107%	-60%	
Intereses Pagados	96,360	-41%	25,820	-23%	225,433	155%	247,617	39%	197,077	105%	-20%	
Intereses Ganados	-21,451	-153%	84,747	83%	56,371	-11%	78,074	16%	86,887	n.m.	11%	
Utilidad antes de impuestos	284,803	-68%	305,979	-42%	1,456,695	164%	693,062	-11%	820,169	188%	18%	
Impuesto Pagado	39,432	n.m.	770,999	38%	0	n.m.	20,858	-44%	6,392	-84%	-69%	
Impuesto Diferido	64,990	-83%	-588,471	35%	582,678	171%	249,911	7%	319,222	n.m.	28%	
Utilidad Consolidada	180,381	-65%	123,451	-70%	874,017	159%	422,293	-17%	494,555	174%	17%	
Participación Minoritaria	1,578	-95%	-5,451	347%	106,935	1268%	-108,063	n.m.	6,823	n.m.	n.m.	
Utilidad Neta Mayoritaria	178,803	-63%	128,902	-69%	767,082	133%	530,356	5%	487,732	172.8%	-8%	
Margen Neto	3.1%		2.0%		13.0%		7.4%		6.5%			
Balance												
Activo Total	39,591,052	16%	41,076,809	15%	45,228,809	21%	49,718,563	30%	52,125,052	32%	5%	
Activo Circulante	37,639,712	17%	37,800,192	12%	40,111,601	13%	42,110,625	16%	43,346,680	15%	3%	
Disponible	3,314,837	1%	3,992,653	16%	5,619,865	68%	3,957,779	4%	3,985,349	20%	1%	
Cuentas por Cobrar (clientes)	1,926,530	72%	1,993,023	1%	2,151,657	19%	3,473,186	85%	4,513,196	134%	30%	
Inventarios	31,208,074	18%	30,640,096	11%	30,705,357	6%	32,487,091	10%	32,546,540	4%	0%	
Pasivo Total	25,949,864	13%	27,431,098	17%	30,913,184	26%	35,109,223	40%	37,107,389	43%	6%	
Pasivo Circulante	10,630,387	34%	11,530,864	39%	11,453,653	28%	12,819,241	29%	12,426,548	17%	-3%	
Capital Consolidado	13,641,188	21%	13,645,711	11%	14,315,625	13%	14,609,340	11%	15,017,663	10%	3%	
Minoritario	204,903	14%	199,453	5%	467,631	137%	198,325	-2%	205,148	0%	3%	
Mayoritario	13,436,285	21%	13,446,258	11%	13,847,994	11%	14,411,015	12%	14,812,515	10%	3%	
Pasivo con Costo	14,337,509	16%	15,187,606	18%	17,538,879	34%	19,961,328	52%	20,854,256	45%	4%	
Corto Plazo	3,339,227	88%	3,798,057	100%	3,667,628	51%	2,196,319	-14%	1,549,886	-54%	-29%	
Largo Plazo	10,998,282	4%	11,389,549	3%	13,871,251	30%	17,765,009	68%	19,304,370	76%	9%	
Deuda Neta	11,022,672	21%	11,194,953	18%	11,919,014	22%	16,003,549	71%	16,868,907	53%	5%	

Fuente: HOMEX, BMV, Banorte-Ixe

Ara

Por debajo de su planeación

Pesa la ausencia de Fovisste en su mezcla

Ara presentó un reporte que, a pesar de comparar positivamente en contra de un débil 3T11, en realidad ofrece una decepción importante al ubicarse notablemente por debajo de nuestras expectativas en cuanto a rentabilidad operativa, así como alejando a la empresa del objetivo anual, ya recortado sólo un trimestre atrás hacia una indicación de cero crecimiento en ingresos para 2012 (nuestra revisión arroja una caída de más de 3%, ya sólo con un trimestre pendiente). Muy aparte de los procesos de transformación que vive la industria en general, el caso de Ara se ve además complicado por la decisión de minimizar la exposición a unidades financiadas por Fovisste y no enfatizar su participación en el esquema de subsidios Conavi, pero adicionalmente por sostener una carga administrativa que no va acorde con el tamaño de los ingresos hoy en día.

Crecimientos operativos, apenas sobre una base débil

La empresa reporta un avance de 1% en sus ingresos, pero de forma notable genera crecimientos de 8% en EBITDA y de 15% en la utilidad neta. No obstante, estos crecimientos son generados sobre una base distorsionada por la inusual debilidad del 3T11, y deberían contrastarse respecto al 2T12, desde donde vemos una caída de -16% en EBITDA, siendo además el menor nivel alcanzado en los tres trimestres que van del año.

Seis trimestres consecutivos de menores titulaciones

Tras este reporte, Ara acumula ya seis trimestres consecutivos de generar menos titulaciones que el año anterior, en esta ocasión obedeciendo a la reducción en unidades tipo medio, y a la persistente inmovilidad que sufre el segmento de interés social, al parecer ligado al tema Fovisste. Mientras que Ara tituló 3,160 unidades (-4.6% A/A), la mezcla de ventas sufre un cambio importante al caer de 22.4% a 13.7% la contribución de unidades financiadas vía Fovisste; es decir, sólo 433 unidades fueron fondeadas vía Fovisste, cayendo 42% respecto al año pasado.

El avance en precio promedio se modera

Un efecto colateral que habíamos observado en los reportes de Ara desde 2011 había sido el avance en el precio promedio de venta, tanto por la mezcla de ventas enriquecida en tipo medio y residencial, como por la decisión de no participar tan intensamente en las unidades fondeadas con subsidios federales. La tendencia continúa, pero se modera notablemente al avanzar ya sólo 6% en el precio promedio de la mezcla (P\$487k).

Sin embargo, genera flujo de efectivo positivo

Ya sin necesidad de implementar cambios relevantes en el tipo de proyectos (vertical/horizontal/subsidios/ecotecnologías, etc) que Ara está desarrollando actualmente, las necesidades de inversión en capital de trabajo han reducido de forma notable, salvo por el intermitente crecimiento en la cartera de cuentas por cobrar—aún cuando éste al parecer sea un impacto transitorio en esta ocasión. No obstante, la realidad es que comparativamente Ara ya no requiere de extender notablemente su ciclo de capital de trabajo, lo cual ayuda a generar un flujo de efectivo que a pesar de ser moderado, es positivo (P\$29m, y P\$491m acumulados en el año) e incluso permite anticipar que al menos en este renglón, sí podría alcanzar la meta de P\$600m en FCF para el año completo.

Reporte Trimestral

23 de Octubre de 2012

Mantener

Precio Objetivo (2013 P\$):	5.00
Rendimiento Potencial :	20.8%
Precio Objetivo ADR :	n.a.

Carlos Hermosillo Bernal

carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	4.14
Precio ADR (USD\$)	n.a.
Acciones por ADR	n.a.
Dividendo (retorno)	2.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	4.75 - 3.42
Valor de mercado (USD\$ m)	414
Acciones en circulación (m)	1,301
% entre el público	58.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	10.5

Resultados

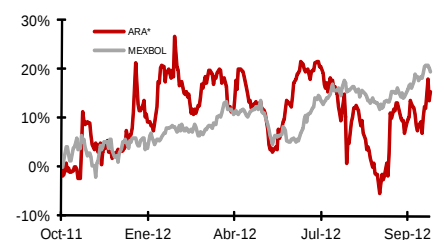
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	6,837	6,602	7,045	7,475
Utilidad Operativa	927	828	875	979
EBITDA	1,231	1,222	1,245	1,315
Margen EBITDA	18.0%	18.5%	17.7%	17.6%
Utilidad Neta	655	603	584	662
Margen Neto	9.6%	9.1%	8.3%	8.9%
Activo Total	15,653	15,764	16,272	16,842
Disponible	1,086	974	1,066	1,439
Pasivo Total	6,519	6,398	6,096	5,751
Deuda	3,071	3,040	2,758	2,466
Capital	9,085	9,316	10,123	11,036

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FE/EBITDA	6.0x	6.1x	5.7x	4.9x
P/U	8.1x	8.9x	9.2x	8.1x
P/VL	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x
ROE	7.4%	6.6%	6.0%	6.3%
ROA	4.3%	3.9%	3.7%	4.0%
EBITDA/Intereses	24.7x	23.6x	13.6x	12.3x
DeudaNeta/EBITDA	1.6x	1.7x	1.4x	0.8x
Deuda/Capital	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



ARA – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12 Real	Var %	3T12e	Var. % e	Desviación
Ventas	1555	1564	0.6%	1603	3.1%	-2.4%
Utilidad de Operación	158	163	3.3%	214	35.5%	-23.8%
Ebitda	240	260	8.0%	305	26.7%	-14.8%
Utilidad Neta	109	126	15.3%	144	32.0%	-12.6%
Márgenes						
Margen Operativo	10.16%	10.42%	0.26 p.p.	13.34%	3.19 p.p.	-2.92 p.p.
Margen Ebitda	15.46%	16.60%	1.14 p.p.	19.00%	3.54 p.p.	-2.4 p.p.
UPA	0.084	0.097	15.3%	0.111	32.0%	-12.6%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

Revisión a la baja en estimados y PO

La incorporación de estos resultados en nuestro modelo de valuación necesariamente genera un ajuste a la baja en nuestras estimaciones, y con lo que también estamos ajustando nuestro precio objetivo a 2013, que fijamos ahora en P\$5.0 desde el anterior de P\$5.10. Nuestro objetivo considera un múltiplo FV/EBITDA proyectado de 6.5x y un P/VL de 0.6x, ambos considerando que Ara será de las emisoras del sector en generar FCF positivos de forma consistente antes que la mayoría, pero también reconociendo que la estructura de su balance, cargada a activos de largo plazo fondeados vía interna, resulta en retornos sobre capital que comparan desfavorablemente frente a sus similares e incluso hoy día, frente a su costo de capital.

El balance, sin problemas

Ya es una costumbre de largo tiempo, pero no está de más nuevamente señalar que a pesar de los cambios sufridos en el sector, así como las complicaciones de capital que ello ha generado, el balance de Ara se sostiene como más sólido en la industria. Al cierre de septiembre, Ara reporta una deuda neta de P\$1,669m que acumula una reducción de 16% respecto al inicio del año. Así, la empresa registra una relación de 1.4x deuda neta a EBITDA, que cae desde 1.6 al cierre de 2011, mientras que la cobertura de intereses por 4.1x supera significativamente al 3.8x registrado un año atrás.

ARA—Desglose Operativo

	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	A/A	T/T
Ingresos (P\$ m)	1,554.6	1,678.7	1,750.7	1,568.8	1,565.6	1%	0%
Progresiva	264.9	235.2	240.3	322.6	266.4	1%	-17%
Interés Social	418.7	489.9	497.8	378.3	416.2	-1%	10%
Medio	597.6	687.0	754.5	597.1	580.1	-3%	-3%
Residencial	239.5	210.2	225.7	246.7	275.4	15%	12%
Otros	33.9	56.2	32.3	24.2	27.5	-19%	14%
Unidades	3,314	3,517	3,647	3,319	3,160	-5%	-5%
Progresiva	1,008	878	912	1,173	974	-3%	-17%
Interés Social	1,158	1,367	1,389	1,090	1,200	4%	10%
Medio	1,002	1,152	1,216	910	825	-18%	-9%
Residencial	146	120	130	146	161	10%	10%
Precio Total	458.9	461.3	471.2	465.4	486.7	6%	5%
Progresiva	262.8	267.9	263.5	275.0	273.5	4%	-1%
Interés Social	361.6	358.4	358.4	347.1	346.8	-4%	0%
Medio	596.4	596.4	620.5	656.2	703.2	18%	7%
Residencial	1,640.4	1,751.7	1,736.2	1,689.7	1,710.6	4%	1%
Utilidad Bruta (P\$ m)	461.6	489.6	528.4	460.4	449.0	-3%	-2%
Utilidad Operativa	157.9	174.8	254.6	198.5	163.0	3%	-18%
Margen Operativo	10.2%	10.4%	14.5%	12.7%	10.4%		
Depreciación	30.4	13.1	25.9	26.6	25.4		-5%
RIF capitalizado	42.5	56.5	43.9	81.4	75.7		-7%
Otros Gastos	9.6	0.0	16.8	2.8	-4.5		
EBITDA	240.4	244.4	341.2	309.4	259.7	8%	-16%
Margen EBITDA	15.5%	14.6%	19.5%	19.7%	16.6%		
Crecimiento (A/A)	-30.5%	-31.5%	0.2%	-23.7%	8.0%		

Fuente: Ara, Banorte-Ixe.

ARA

	2011 3		2011 4		2012 1		2012 2		2012 3	3-12/3-11	3-12/2-12
Estado de Resultados											
Ventas	1,554,617	-20%	1,678,690	-15%	1,750,658	4%	1,568,774	-18%	1,564,492	1%	0%
Costo de Ventas	1,092,994	-19%	1,189,135	-13%	1,222,238	5%	1,108,332	-16%	1,115,483	2%	1%
Margen Bruto	29.7%		29.2%		30.2%		29.4%		28.7%		
Gastos de Operación	294,141	1%	314,759	0%	257,002	3%	259,090	-9%	290,425	-1%	12%
Utilidad Operativa	157,906	-47%	174,796	-37%	254,592	-5%	198,548	-37%	163,040	3%	-18%
Margen Operativo	10.2%		10.4%		14.5%		12.7%		10.4%		
EBITDA	240,377	-31%	244,372	-31%	341,170	0%	309,397	-24%	259,673	8%	-16%
Margen EBITDA	15.5%		14.6%		19.5%		19.7%		16.6%		
Costo Financiero	15,499	-221%	1,947	-146%	-7,649	21%	4,788	-769%	-5,786	n.m.	n.m.
Intereses Pagados	14,956	-49%	4,044	-75%	12,130	7%	9,578	-51%	12,128	-19%	27%
Intereses Ganados	13,571	-25%	4,432	-70%	11,137	29%	11,380	-42%	11,619	-14%	2%
Utilidad antes de impuestos	187,197	-33%	200,228	-25%	262,262	-4%	222,352	-32%	179,436	-4%	-19%
Impuesto Pagado	21,807	-75%	92,006	266%	80,949	15%	70,328	-12%	137,960	n.m.	96%
Impuesto Diferido	55,814	-1101%	-24,462	-125%	-426	-109%	-3,438	-120%	-84,825	n.m.	n.m.
Utilidad Consolidada	109,576	-45%	132,684	-8%	181,739	-8%	155,462	-32%	126,301	15%	-19%
Participación Minoritaria	446	-43%	749	86%	826	13%	603	-29%	445	0%	-26%
Utilidad Neta Mayoritaria	109,130	-45%	131,935	-8%	180,913	-8%	154,859	-32%	125,856	15%	-19%
Margen Neto	7.0%		7.9%		10.3%		9.9%		8.0%		

Fuente: ARA, BMV, estimaciones Banorte-Ixe.

GMéxico

Ligeramente debajo de lo esperado

Cargos no recurrentes afectan los comparativos

Los resultados de GMéxico del 3T12 se situaron por debajo de lo anticipado, afectados por gastos no recurrentes por alrededor de US\$317 millones relacionados con la sentencia impuesta por la Suprema Corte de Delaware, derivada de la compra que en 2005 hiciera Southern Copper (SCCO) de Minera México. Las ventas disminuyeron 11.8% respecto del 3T11 al ubicarse en US\$2,397 millones ante la disminución interanual del 13.4% en el precio promedio del cobre y del 2% en el volumen de ventas afectado por la menor demanda. Por su parte, el EBITDA mostró una contracción interanual de 42.5% al ubicarse en US\$812.2 millones. Excluyendo los gastos no recurrentes, el EBITDA se hubiera ubicado en US\$1,129 millones, mostrando una contracción de tan solo 20% A/A, ligeramente por debajo de nuestro estimado. A nivel neto, GMEXICO obtuvo utilidades por US\$373 millones, mostrando una disminución del 53.8% vs. 3T11, también afectada por los cargos legales comentados.

Dividendo trimestral: P\$0.26 por acción

La compañía dio a conocer el monto del dividendo que será distribuido este trimestre, a razón de P\$0.26 por acción, pagadero en efectivo en una sola exhibición a partir del 7 de noviembre próximo. Este dividendo es inferior a nuestro estimado de P\$0.40 derivado de los gastos que enfrentó la compañía ante el litigio comentado, y representa un rendimiento trimestral del 0.6% sobre precios actuales. Hacia adelante, esperamos que GMéxico continúe distribuyendo dividendos atractivos. Nuestro estimado para 2013 es de P\$1.60 por acción, equivalente a un rendimiento anual del 3.8%.

La debilidad de este trimestre sin impacto relevante hacia 2013.

En 2013, nuestras proyecciones asumen ingresos por US\$10,924 millones y EBITDA por US\$5,484 millones representando incrementos anuales del 7.6% y 16.6%, respectivamente, respecto de nuestros estimados para 2012. En la división minera estimamos un aumento del 11.5% en la producción de cobre A/A, relacionada con los proyectos de expansión de la compañía y una mejor utilización de la capacidad instalada. Asimismo, estamos asumiendo un precio promedio para el cobre en 2013 de US\$3.70 por libra, que representa un aumento del 2.0% sobre el precio promedio estimado para 2012 de US\$3.65. El mayor crecimiento en el EBITDA respecto de los ingresos se explica por mayores eficiencias, particularmente en cuanto a la optimización de la capacidad instalada.

Establecemos PO 2013 en P\$48.50. Reiteramos COMPRA

Hemos establecido un precio objetivo 2013 para las acciones de GMEXICO en P\$48.50, lo que representaría un rendimiento potencial del 17.5% sobre precios actuales. Para el cálculo de dicho precio utilizamos un modelo de valuación por suma de partes con el objetivo de reflejar el valor potencial en cada uno de los negocios de la compañía. En base a nuestro precio objetivo, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA 2013E de 6.1x, arriba del promedio de cotización de los últimos 4 años de 5.6x, pero similar al promedio de cotización del sector. Desde nuestro punto de vista, los sólidos fundamentales de la compañía y fuerte generación de efectivo que mantiene, justifican estos niveles. Es importante recordar que GMéxico, a través de SCCO cuenta con las reservas de cobre más importantes. Asimismo, es de las pocas compañías que espera incrementar su capacidad de producción hacia el 2016, en más del 60% respecto de los niveles de producción actuales (800 mil tm) a alrededor de 1.34 millones de toneladas. Respecto del valor neto de sus activos, las acciones de GMéxico cotizan a un descuento cercano al 27% de acuerdo a nuestro modelo de valuación, cuando en promedio han cotizado a un descuento cercano al 20%. Con base en lo anterior y las perspectivas para la compañía, creemos que las acciones de GMéxico representan una atractiva alternativa de inversión. Por lo anterior, reiteramos nuestra recomendación de COMPRA.

Reporte Trimestral

24 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	48.50
Rendimiento Potencial :	17.5%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Marissa Garza Ostos

marissa.garza@banorte.com

5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	41.28
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	P\$1.60 / 3.8%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	43.37 - 33.80
Valor de mercado (USD\$ m)	25,004
Acciones en circulación (m)	7,785
% entre el público	40.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	439.9

Resultados

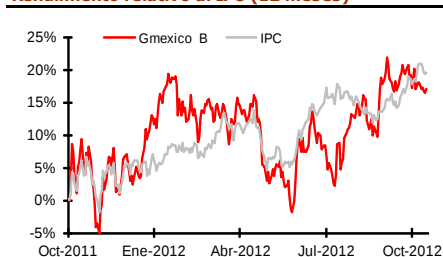
(cifras en millones de dólares)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	10,443	10,148	10,924	12,829
Utilidad Operativa	4,607	4,134	4,862	5,796
EBITDA	5,157	4,702	5,484	6,575
Margen EBITDA	49.4%	46.3%	50.2%	51.3%
Utilidad Neta	2,439	2,183	2,830	3,325
Margen Neto	23.4%	21.5%	25.9%	25.9%
Activo Total	15,027	17,585	19,235	20,002
Disponible	2,944	3,983	3,994	2,649
Pasivo Total	6,326	6,241	7,420	7,790
Deuda	3,801	3,966	4,649	4,649
Capital	8,750	9,118	8,925	8,542

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	5.5x	6.1x	5.7x	5.3x
P/U	9.4x	10.5x	8.1x	6.9x
P/VL	3.2x	2.5x	2.6x	2.7x
ROE	27.9%	23.9%	31.7%	38.9%
ROA	16.2%	12.4%	14.7%	16.6%
EBITDA/Intereses	24.7x	39.3x	66.8x	79.4x
DeudaNeta/EBITDA	0.2x	0.0x	0.1x	0.3x
Deuda/Capital	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



GMéxico – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	3T12	3T11	Var %	3T12e	Var %	Desviación vs estimado
Ventas	2,397	2,718	-11.8%	2,471	-9.1%	-2.7%
Utilidad de Operación	666	1,223	-45.5%	1,074	-12.2%	-33.4%
Ebitda	812	1,412	-42.5%	1,202	-14.9%	-27.6%
Utilidad Neta	320	693	-53.8%	620	-10.5%	-43.3%
Márgenes						
Margen Operativo	27.8%	45.0%	-17.2pp	43.5%	-1.5pp	-15.7pp
Margen Ebitda	33.9%	51.2%	-18.1pp	48.6%	-2.6pp	-14.7pp
UPA	\$0.04	\$0.08		\$0.08		

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Otros aspectos relevantes del reporte

AMC afectada por debilidad en precios.

Este trimestre se vio particularmente afectado por las importantes caídas interanuales en los precios de los metales, principalmente del cobre -13.4%, molibdeno -19.2%, zinc -15.2% y plata -22.5%. Por su parte, los volúmenes mostraron disminuciones del -1.9% para el cobre, -6.5% para el molibdeno, -7.0% para el zinc y del -0.3% para la plata, entre otros, afectados por la debilidad en la demanda. De esta forma, la división minera de GMéxico, AMC, mostró una disminución en sus ingresos del -13.4% A/A. Por su parte, el EBITDA registró una disminución del -51.3% A/A afectada por gastos no recurrentes que ascendieron a US\$317 millones relacionados con la sentencia impuesta por la Suprema Corte de Delaware, derivada de la compra que en 2005 hiciera Southern Copper (SCCO) de Minera México. Excluyendo este monto, el EBITDA hubiese disminuido -27.2%, afectado por los menores precios de los metales y su efecto sobre el costo operativo en efectivo por libra de cobre, neto de subproductos "cash cost". AMC representa cerca del 80% de los ingresos y EBITDA consolidado.

ITM, continúa fuerte expansión en márgenes

Para el caso de la división de transporte, las ventas registraron una disminución del 5.3% vs 3T11, afectadas por la disminución del 8.8% en el volumen de carga transportado. Continuaron las importantes eficiencias en materia de costos que se vieron reflejadas en una expansión 6.3pp en el margen EBITDA al ubicarse en 32.8%, por lo que a nivel de EBITDA el crecimiento registrado fue del 17.3% A/A.

Sólida posición financiera.

El balance de GMéxico sigue en niveles muy sanos. La razón de deuda neta a EBITDA se ubica en tan solo 0.23x, similar a la registrada en el 2T12 de 0.3x. Recientemente AMC liquidó anticipadamente US\$450 millones de un crédito que vencía en 2014 y cuyo origen fue la salida del *Chapter 11* de Asarco en 2009. Este crédito que se tenía a TIIE+4.25 se sustituyó por un crédito mucho más favorable a Libor(1 mes)+1.35 mejorando considerablemente el perfil de créditos de la compañía.

Expansión en marcha.

Como parte del programa de expansión a 5 años que mantiene la compañía, en 2012 se esperan inversiones por alrededor de US\$2,100 millones. En los primeros nueve meses del año las inversiones realizadas ascendieron a US\$1,660.7 millones, de los cuales se invirtieron US\$311 millones en AMC, principalmente a las operaciones de Buenavista, US\$152 millones en ITM, y los US\$572 millones restantes en la división de Infraestructura, principalmente destinado a la adquisición de dos plataformas marinas gemelas.

Valuación

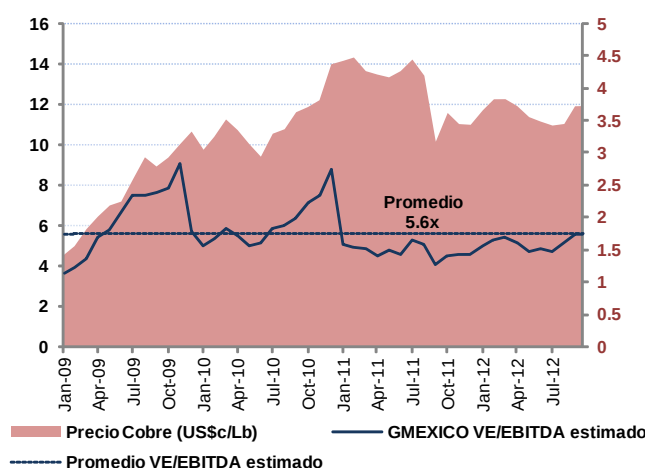
Para el cálculo de nuestro precio objetivo 2013 para las acciones de GMEXICO estamos utilizando un modelo de valuación por suma de partes con el objetivo de reflejar el valor potencial en cada uno de los negocios de la compañía.

Precio Objetivo 2013: P\$48.50 - COMPRA

De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, hemos establecido un precio objetivo 2013 para las acciones de GMEXICO de P\$48.50, lo que representaría un rendimiento potencial del 17.5% sobre precios actuales. Por lo anterior, reiteramos nuestra recomendación de COMPRA.

En base a nuestro precio objetivo, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA 2013E de 6.1x, arriba del promedio de cotización de los últimos 4 años de 5.6x, pero similar al promedio de cotización del sector. Desde nuestro punto de vista, el mayor apetito por activos riesgosos, resultado del exceso de liquidez en los mercados ante los estímulos monetarios recientes, en conjunción con los sólidos fundamentales de la compañía y fuerte generación de efectivo que mantiene, justifican estos niveles de valuación.

Valuación GMEXICO y Precio del Cobre



Fuente: Bloomberg

Suma de Partes

De acuerdo a nuestro modelo de valuación por partes obtenemos un precio para las acciones de GMEXICO de P\$48.44, lo que implicaría un múltiplo VE/EBITDA 2013E de 6.1x. Es importante mencionar que este precio refleja un descuento del 15% que hemos aplicado por ser un conglomerado, pero cuyo negocio principal sigue siendo la minería con una participación cercana al 80% en el portafolio de negocios. Asimismo, estamos utilizando un tipo de cambio 2013E de P\$12.80 pesos por dólar, de acuerdo a las proyecciones del área de Análisis Económico.

En la división minera AMC (Americas Mining Corporation), para el caso de Southern Copper (SCCO), subsidiaria de AMC al 81%, estamos asumiendo un múltiplo VE/EBITDA 2012E de 8.5x, similar al múltiplo al que cotiza actualmente la emisora y su promedio de los últimos tres años de 8.6x. Para Asarco estamos asumiendo un múltiplo VE/EBITDA de 2012E de 5.0x, por debajo de las 5.5x a las que cotiza GMéxico, ante los menores niveles de rentabilidad de esta subsidiaria.

Para el caso de la división de Transporte ITM, hemos asumido un múltiplo de 9.0x, en línea con el múltiplo promedio al que cotizan empresas similares a nivel mundial.

Para valuar la participación actual del 28.7% de GMEXICO en GAP, hemos utilizado el valor de mercado esperado para 2013 para las acciones de la compañía de P\$63.00. Grupo México ha externado su interés por continuar el proceso de adquisición de una participación mayoritaria en GAP a través de acercamientos directos con alguno de los accionistas. No obstante creemos que esto todavía tomará tiempo antes de que se concrete un acuerdo entre las partes.

VALUACION SUMA DE PARTES

	EBITDA 2013e	VE/EBITDA	Deuda Neta	MKT CAP	Participación	TOTAL	
SCCO	3,905	8.5x	1,204	31,991	81.0%	25,912	\$ 42.60
ASARCO	1,134	5.0x	-	5,685	100.0%	5,685	\$ 9.35
ITM	445	9.0x	116	3,889	56.0%	2,178	\$ 3.58
GAP				2,347	28.7%	674	\$ 1.11
Valor Suma de Partes						34,449	
Deuda Neta GMEXICO						- 210	\$ 0.34
GMEXICO Total						34,659	
No Acciones						7,785	
Precio US\$ x Acción						4.45	
TC 2013e						12.80	
PRECIO GMEXICO						\$56.99	\$ 56.99
Descuento x Holding						15.0%	
PO 2013e						\$ 48.44	

Fuente: Estimados Banorte-Ixe, Bloomberg

Comparativo Sectorial

De acuerdo al comparativo sectorial, las principales empresas productoras de cobre cotizan a un múltiplo promedio VE/EBITDA 2012E de 5.9x, mientras que GMéxico cotiza a 5.2x. Es importante mencionar que históricamente, las acciones de GMéxico han cotizado a un descuento promedio del 6% respecto de sus pares internacionales ante la diversificación del portafolio de negocios de GMéxico y hoy cotizan a un descuento cercano al 15%, niveles que consideramos muy atractivos.

Asimismo es importante recordar que respecto del valor neto de sus activos, las acciones de GMéxico cotizan a un descuento cercano al 27% de acuerdo a nuestro modelo de valuación por partes, cuando en promedio han cotizado a un descuento cercano al 20%. Con base en lo anterior y las perspectivas para la compañía, creemos que las acciones de GMéxico representan una atractiva alternativa de inversión. Es importante recordar que GMéxico, a través de SCCO cuenta con las reservas de cobre más importantes. Asimismo, es de las pocas compañías que espera incrementar su capacidad de producción hacia el 2016, en más del 60% respecto de los niveles de producción actuales (800 mil tm) a alrededor de 1.34 millones de toneladas.

VALUACION RELATIVA

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2012E	P/U 2013E	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2012E	VE/EBITDA 2013E	DIVIDEND YIELD
BHP BILLITON LTD	AUD 35.00	184,836	216,424	3.2x	12.5x	13.5x	11.5x	6.4x	6.8x	5.9x	4.4%
RIO TINTO PLC	£3,200.50	98,902	195,596	2.4x	22.2x	9.6x	8.4x	5.5x	6.6x	5.4x	3.6%
XSTRATA PLC	£990.70	47,614	98,356	1.3x	9.7x	12.8x	11.0x	6.2x	7.7x	6.0x	1.8%
FREEPORT-MCMORAN COPPER	\$ 41.18	39,090	41,417	2.4x	11.3x	12.3x	8.4x	5.5x	5.7x	4.1x	3.0%
SOUTHERN COPPER CORP	\$ 36.97	31,382	32,693	7.1x	13.1x	14.3x	14.2x	8.1x	8.5x	8.4x	29.8%
ANTOFAGASTA PLC	£1,303.00	8,026	13,124	3.3x	17.3x	15.4x	13.9x	6.1x	5.8x	5.5x	1.0%
Promedio		68,308	99,602	3.3x	14.4x	13.0x	11.2x	6.3x	6.8x	5.9x	7.3%
Mediana		43,352	69,887	2.8x	12.8x	13.2x	11.3x	6.2x	6.7x	5.7x	3.3%
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 41.74	25,222	27,865	3.1x	9.6x	10.3x	10.2x	5.2x	5.5x	5.2x	3.8%

Fuente: Bloomberg.

INDICADORES OPERATIVOS

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	VENTAS (US\$MM)	EBITDA (US\$MM)	MARGEN EBITDA	Crec. EBITDA 2013E	DNEBITDA
BHP BILLITON LTD	AUD 35.00	184,836	216,424	72,226	32,616	45.2%	15.0%	0.7x
RIO TINTO PLC	£3,200.50	98,902	195,596	60,537	26,657	44.0%	21.7%	0.4x
XSTRATA PLC	£990.70	47,614	98,356	33,877	11,648	34.4%	28.3%	0.7x
FREEPORT-MCMORAN COPPER	\$ 41.18	39,090	41,417	20,880	10,162	48.7%	39.5%	-0.1x
SOUTHERN COPPER CORP	\$ 36.97	31,382	32,693	6,819	3,914	57.4%	1.0%	0.4x
ANTOFAGASTA PLC	£1,303.00	20,561	33,623	6,076	3,519	57.9%	6.0%	-0.3x
Promedio		70,398	103,018	33,402	14,753	47.9%	18.6%	0.3x
Mediana		43,352	69,887	27,379	10,905	46.9%	18.3%	0.4x
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 41.74	203,015	224,283	10,465	5,205	49.7%	5.6%	0.2x

Fuente: Bloomberg.

Perspectivas para el cobre

Demanda y Producción

En 2011, el crecimiento en la demanda global del cobre siguió excediendo el crecimiento en la producción mundial con un déficit cercano a las 200,000 toneladas métricas que representó un 1.0% de la demanda. De acuerdo al International Copper Study Group (ICSG) para 2012 se espera un déficit por alrededor de 212,000 tm, esto es 1.0% respecto de la demanda esperada en 2012.

No obstante, hacia 2013 se espera un importante crecimiento en la producción refinada cercano al 7.2%, impulsado tanto por el arranque de nuevas operaciones como por una mayor utilización de la capacidad actual, situándose muy por arriba del crecimiento en la demanda esperada de tan solo 1.5%. En ese sentido, de acuerdo a las cifras del ICSG es probable observar un cambio en la tendencia con un exceso en la demanda cercano a 900,000 tm, esto es alrededor del 4% de la producción estimada para 2013.

REGIÓN (1000 t)	Producción Minera				
	2011	2012	%	2013	%
Africa	1,306	1,396	6.9%	1,712	22.6%
Norteamérica	2,150	2,244	4.4%	2,536	13.0%
Latinoamérica	6,848	6,993	2.1%	7,209	3.1%
Asia	3,003	3,117	3.8%	3,707	18.9%
Europa	1,620	1,657	2.3%	1,684	1.6%
Australia	1,092	1,118	2.4%	1,300	16.3%
TOTAL	16,019	16,525	3.2%	18,148	9.8%

Fuente: ICSG, datos publicados el 10 octubre de 2012.

REGIÓN (1000 t)	Producción Refinada				
	2011	2012	%	2013	%
Africa	961	1,064	10.7%	1,326	24.6%
Norteamérica	1,706	1,701	-0.3%	1,886	10.9%
Latinoamérica	3,717	3,463	-6.8%	3,606	4.1%
Asia	8,993	9,617	6.9%	10,414	8.3%
Europa	3,796	3,817	0.6%	3,885	1.8%
Australia	477	503	5.5%	504	0.2%
TOTAL	19,650	20,165	2.6%	21,621	7.2%

Fuente: ICSG, datos publicados el 10 octubre de 2012.

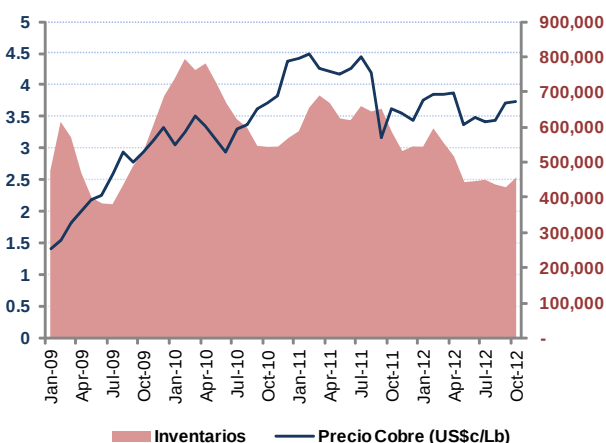
REGIÓN (1000 t)	Demanda Refinada				
	2011	2012	%	2013	%
Africa	281	256	-8.9%	262	2.3%
Norteamérica	2,202	2,241	1.8%	2,340	4.4%
Latinoamérica	600	608	1.3%	641	5.4%
Asia	12,164	12,893	6.0%	12,934	0.3%
Europa	4,497	4,257	-5.3%	4,380	2.9%
Australia	120	122	1.7%	125	2.5%
TOTAL	19,864	20,377	2.6%	20,682	1.5%

Fuente: ICSG, datos publicados el 10 octubre de 2012.

Inventarios

Desde el punto de vista de los inventarios, incluyendo los mercados de London Metal Exchange (LME), COMEX y Shanghai, estos se mantienen en niveles bajos cercanos a las 455,000 toneladas, equivalentes a tan solo alrededor de ocho días de consumo brindando un apoyo importante para que los precios del cobre permanezcan en niveles elevados.

Inventarios y Precio del Cobre



Fuente: Bloomberg

Estimado de cobre 2013: U\$3.70 por libra

A pesar de que los principales productores de cobre anticipan un crecimiento interanual superior al 7% en la producción, es importante mencionar que dicho incremento podría ser menor al anticipado, ante la posibilidad de que parte importante de los conflictos laborales continúen, lo que se une al aplazamiento de proyectos nuevos, y la incertidumbre respecto al crecimiento económico que aún sigue vigente, por lo que creemos que el crecimiento deberá darse de manera más pausada. Lo anterior en conjunción con las menores leyes de mineral que ocasiona pérdidas de producción anuales estimadas entre 2% y 3% nos hace pensar que en 2013 el mercado deberá converger a un nivel más bien equilibrado entre la oferta y la demanda.

Por lo anterior, consideramos que en promedio los precios del cobre deberán de tender a estabilizarse el próximo año sobre los niveles que hemos observado recientemente. De tal manera que nuestros estimados contemplan un precio promedio del cobre para 2013 de US\$3.70 por libra, en línea con el consenso de Bloomberg.

Estimados 2013

La compañía mantiene un agresivo plan de inversiones para los próximos 4 años, lo que le permitirá incrementar de manera significativa la producción. Se estima que GMEXICO deberá terminar 2012 con una producción cercana a las 820,000 toneladas para incrementarse a 1.3 millones hacia 2016 de acuerdo a los proyectos de expansión de la compañía.

Nuestras proyecciones asumen ingresos por US\$10,924 millones y EBITDA por US\$5,484 millones representando incrementos anuales del 7.6% y 16.6%, respectivamente, respecto de nuestros estimados para 2012. El mayor crecimiento en el EBITDA respecto de los ingresos se explica por mayores eficiencias, particularmente en cuanto a la optimización de la capacidad instalada. Recordemos que GMéxico es uno de los productores de cobre con menores costos en la industria.

En la división minera estimamos un aumento del 11.5% en la producción de cobre A/A, que se atribuye principalmente a proyectos tales como Pilares (+40,000 tm) y la ampliación de Cuajone (+22,000 tm) y Mission (+10,000 tm), además de mejoras en la utilización de la capacidad. Asimismo, toma en consideración un precio promedio para el cobre de US\$3.70 por libra, que representa un aumento del 2.0% sobre el precio promedio estimado para 2012 de US\$3.65.

En la división de transporte asumimos un incremento del 3% en los volúmenes de carga y una disminución cercana al 3% en los precios por tonelada transportada A/A.

En 2013, nuestras proyecciones asumen un Flujo Libre de Efectivo por US\$2,355 millones, tomando en consideración inversiones de capital (Capex) por US\$1,900 millones.

La fuerte generación permitirá seguir realizando distribuciones de efectivo muy atractivas. En 2013 nuestros estimados asumen el pago de un dividendo equivalente a P\$1.60 por acción, esto es un rendimiento anual del 3.8% sobre precios actuales, adicional al potencial de apreciación en el precio objetivo de la compañía.

ESTADOS FINANCIEROS

GMEXICO

Estado de Resultados Trimestral (Millones de dólares)							
	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	%Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	2,718	2,494	2,745	2,546	2,397	-11.8%	-5.9%
Costo de Ventas	1,313	1,208	1,299	1,245	1,211	-7.8%	-2.8%
Utilidad Bruta	1,405	1,286	1,446	1,301	1,186	-15.6%	-8.8%
Margen Bruto	51.7%	51.6%	52.7%	51.1%	49.5%	-4.3%	-3.2%
Gastos generales	182	188	183	199	520	185.9%	160.9%
Utilidad Operación	1,223	1,099	1,263	1,102	666	-45.5%	-39.5%
Margen operativo	45.01%	44.05%	46.01%	43.27%	27.79%	-38.2%	-35.8%
EBITDA	1,412	1,225	1,395	1,291	812	-42.5%	-37.2%
Margen EBITDA	52.0%	49.1%	50.8%	50.7%	33.9%	-34.8%	-33.2%
Resultado Integral Financiamiento	17	59	32	5	0	-99.5%	-98.5%
Utilidad antes impuestos	1,208	1,039	1,260	1,110	679	-43.8%	-38.8%
Provisión impuestos	312	352	382	364	295	-5.7%	-19.1%
Utilidad Neta	693	559	716	624	320	-53.8%	-48.7%
Margen Neto	25.50%	22.40%	26.08%	24.51%	13.36%	-47.6%	-45.5%
Acciones Circulación	7,785	7,785	7,785	7,785	7,785	0.0%	0.0%
UPA	0.09	0.07	0.09	0.08	0.04	-53.8%	-48.7%

Balance General (Millones de dólares)							
	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	%Var Anual	% Var Trim
Activo Total	14,798	15,076	15,907	16,041	16,839	13.8%	5.0%
Activo Circulante	5,866	5,827	8,891	5,674	5,816	-0.86%	2.50%
Caja	3,204	2,944	2,658	2,425	3,054	-4.66%	25.95%
Activo Fijo	8,932	9,249	8,302	8,881	11,023	23.41%	24.12%
Otros Activos	1,592	1,607	1,714	1,485	2,155	35.35%	45.09%
Pasivo Total	6,242	6,326	6,434	6,333	6,975	11.75%	10.14%
Pasivo Circulante	1,227	1,365	1,592	1,381	1,603	30.65%	16.05%
Deuda CP	276	280	234	184	310	12.53%	69.05%
Pasivo Largo Plazo	1,133	1,160	1,239	1,299	1,407	24.22%	8.30%
Deuda LP	3,607	3,521	3,602	3,653	3,656	1.35%	0.07%
Capital Contable	8,556	8,750	9,472	9,708	9,863	15.28%	1.60%

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

KOF

Filipinas ¡afinando detalles!

Reporte positivo favorable crecimiento en márgenes y utilidad neta

Coca Cola FEMSA reportó resultados del 3T12 positivos con crecimientos a ritmo de doble dígito en cada uno de sus rubros. Sorprende principalmente el avance en márgenes operativos y crecimiento en utilidad neta que reporto la compañía. Los resultados fueron en línea con lo esperado por el mercado. Nos mantenemos optimistas respecto a que continuará la mejora en rentabilidad para el resto del año similar a la observada en el 3T12. Durante el trimestre los ingresos avanzaron 20.3% de forma interanual al ubicarse en Ps36,193 millones, derivado de las fusiones recientes en el mercado mexicano con Grupo Tampico, Grupo Cimsa y Fomento Queretano, así como del positivo desempeño en Sudamérica. Aunado a una sólida combinación de precios y volumen. Por mercado en México y CA el volumen creció 30.4% a/a (1.5% excluyendo las recientes fusiones), por su parte en Sudamérica el volumen creció 0.8%. De manera consolidada el volumen avanzó 1.2% a/a. A nivel operativo, menores costos de PET y azúcar en los territorios de la compañía y eficiencias por sinergias, permitieron que la utilidad de operación creciera 26.6% a/a con una expansión en margen de 80pb. Por su parte el EBITDA del 3T12 se ubicó en Ps6,990 millones (vs 1.7% abajo del consenso y 3.0% de nuestros estimados). El margen EBITDA avanzó 100pb, por arriba de lo esperado por el mercado. La utilidad neta fue por Ps3,543 millones un crecimiento de 53%, con respecto al mismo trimestre del año anterior, por arriba de lo esperado por el mercado.

Estimaciones 2013

Hacia 2013, estamos considerando crecimientos en ingresos de 14% y de 15.5% a nivel de EBITDA, con un avance de 20pb en margen EBITDA. Estimamos estabilidad en costos, principalmente azúcar y PET, así como menores presiones en los precios denominados en dólares. En México, se notaran en mayor medida los beneficios de las sinergias relacionadas con las fusiones llevadas a cabo en el mercado nacional (Cimsa, Grupo Tampico y Foke) que pasaron de Ps800 millones a Ps900 millones. Vemos oportunidad en la parte de precios y ganancia de mercado que consideramos podrá ejercer en los nuevos territorios nacionales. Para Sudamérica esperamos cierta estabilidad en costos una vez que se han cubierto los precios de insumos como azúcar para mercados como Brasil y Colombia. Adicionalmente, para Brasil Argentina y Venezuela estimamos un mejor desempeño ante una mejor ejecución de mercado y lanzamiento de nuevos productos. Observamos vías de crecimiento adicionales en nuevos segmentos de negocio como lo es leche y lácteos, así como nuevos negocios como sería café y maquinas vending.

Introducimos Precio Objetivo 2013 en P\$200.00

De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, hemos establecido un precio objetivo 2013 para las acciones de KOF de P\$200.00, con una recomendación de COMPRA. Nuestro PO representaría un rendimiento potencial del 16.3% sobre precios actuales. A ese precio nuestro múltiplo FV/Ebitda estimado a pagar se ubica en 13.2x similar al múltiplo actual al que se esta pagando la compañía (13.1x).

Sobre Filipinas.

En conferencia de resultados, los directivos de KOF comentaron que esperan para finales de este año se llegue a un acuerdo respecto a la adquisición de Filipinas. Los directivos indicaron que se encuentran en los últimos detalles de la valuación. Destacaron que se encuentran muy optimistas respecto a los beneficios que representa la operación, no por ello dejan de observar los riesgos que esto implica. Dentro de las ventajas destacó que se trata de un mercado muy similar al mercado mexicano, con una población juvenil, un mercado fragmentado con alta participación de tiendas pequeñas. Filipinas podría ser entrada a otros mercados en Asia.

Reporte Trimestral

24 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$): 200.00
Rendimiento Potencial: 16.2%
Precio Objetivo ADR: 165.02

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	172.17
Precio ADR (USD\$)	132.67
Acciones por ADR	10
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	184.71 - 116.20
Valor de mercado (USD\$ m)	26,939
Acciones en circulación (m)	2,031
% entre el público	22.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	186.3

Resultados

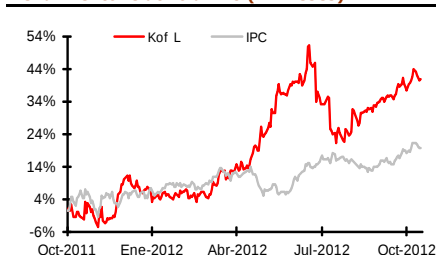
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	124,715	149,664	170,916	186,184
Utilidad Operativa	20,152	22,406	26,224	28,437
EBITDA	24,998	28,408	32,821	35,595
Margen EBITDA	20.0%	19.0%	19.2%	19.1%
Utilidad Neta	10,615	13,967	16,824	18,161
Margen Neto	8.5%	9.3%	9.8%	9.8%
Activo Total	140,316	146,775	164,281	180,912
Disponible	11,843	11,163	11,163	11,163
Pasivo Total	47,420	47,552	50,430	50,531
Deuda	22,517	23,360	25,393	25,393
Capital	89,843	96,507	110,733	126,811

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	11.3x	13.0x	13.1x	10.4x
P/U	24.1x	25.0x	20.8x	19.2x
P/VL	3.2x	3.6x	3.2x	2.8x
ROE	11.8%	15.0%	16.2%	15.3%
ROA	7.6%	9.7%	10.8%	10.5%
DeudaNeta/EBITDA	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
Deuda/Capital	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Coca Cola Femsa Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E	Consenso	Var % vs E
Ventas	30,077	36,193	20.3%	37,803	-4.26%	37,647	-3.86%
Utilidad de Operación	4,334	5,487	26.6%	5,596	-1.96%		
Ebitda	5,498	6,990	27.1%	7,227	-3.28%	7,112	-1.72%
Utilidad Neta	2,308	3,543	53.5%	3,418	3.67%	3,356	5.57%
Margen Operativo	14.4%	15.2%	+0.8pp	14.8%	+0.4pp	0.0%	0
Margen Ebitda	18.3%	19.3%	+10pp	19.1%	-0.2pp	18.9%	0.4pp
UPA	116	176	1517%	157	12.1%	165	6.6%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa.

Aspectos relevantes

Al 30 de septiembre de 2012, el saldo en caja fue de \$11,163 millones, incluyendo US\$280 millones denominados en dólares, registrando un decremento en caja de P\$1,010 millones como resultado del pago de Certificados Bursátiles por P\$3,000 millones y el pago de dividendos por PS5,625 millones durante mayo.

Respecto a los niveles de deuda, al 30 de septiembre de 2012, la deuda total decreció P\$1,905 millones en comparación con el cierre del año 2011. La deuda neta disminuyó en P\$895 millones en comparación con el cierre del año 2011. El balance total de deuda de la Compañía incluye deuda denominada en US Dólares por una cantidad de US\$ 715 millones.

Precio Objetivo 2013

De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, hemos establecido un precio objetivo 2013 para las acciones de KOF de P\$200.00, lo que representaría un rendimiento potencial del 16.3% sobre precios actuales. Con base en lo anterior estamos cambiando nuestra recomendación a COMPRA.

De acuerdo a nuestro precio objetivo de P\$200.00 obtenemos un FV/EBITDA 2013E a pagar se ubica en 13.2x similar al múltiplo actual al que se esta pagando la compañía (13.1x).

Nuestro precio objetivo 2013e de PS\$200.00 se obtuvo en base a la combinación de dos ejercicios de valuación, uno a través de Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO'13e de \$192.6 pesos), y el otro por múltiplos donde asumimos un múltiplo estimado de 14.0x (207.93), que corresponde al promedio del sector. Este múltiplo se ubica 16% por encima del promedio que ha registrado KOF en el último año, y que justificaríamos en base a las perspectivas de crecimiento en el EBITDA, que estimamos generará la empresa tras la consolidación de Grupo Tampico y Cimsa y Foque mismas que en la medida que maduren estimamos representaran mejora en márgenes de rentabilidad, y por consiguiente de mejor nivel de valuación.

Hacia adelante, en la medida que conozcamos mayores detalles sobre la entrada a Filipinas, aunado a la valoración de sinergias estimadas por las recientes adquisiciones (actualmente de P\$900 millones, en un lapso de 2 años.) Podríamos estar estimando una revalorización en múltiplos.

Valuación por DCF

Este ejercicio nos arroja un precio objetivo para 2013 es de \$192.2 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.1%; Costo promedio de la deuda de 4.5% (Cetes); Beta de 0.55; Riesgo país de 1.5%, un premio por riesgo mercado de 5.50% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%.

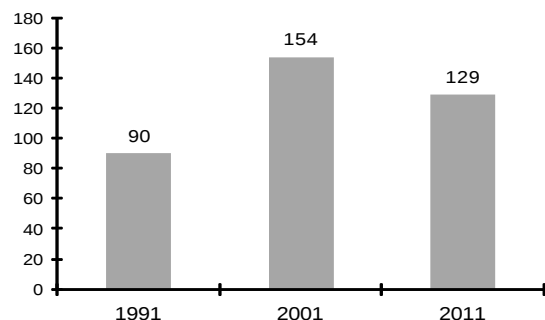
Coca Cola Femsa - DCF						
Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Flujo Libre de Efectivo	17,011	13,836	16,497	16,536	17,512	17,979.1
	2019e	2020E	2021e	2022e	2023e	
	23,865	25,573	27,560	28,089	29,621	
Wacc	8%					
VPN de los Flujos	141,938					
(+) VPN perpetuidad	260,503					
(-) deuda neta	9,449.00					
(-) interes minoritario	2,712					
Valor de capital	390,279					
acciones en circulacion	2,030.00					
	Rendimiento Potencial 11.78%					
	PO DCF 192.26					
	Precio Actual 172.00					

Fuente: Banorte-Ixe

Filipinas y algo más...

Consideramos que para 2013 un catalizador relevante para la compañía tiene que ver con el escenario de fusiones y adquisiciones, el evento más relevante tiene que ver con la potencial entrada a Filipinas, que es un mercado donde la compañía tiene oportunidades de generar valor para los accionistas, aunque presentará un proceso de maduración. En conferencia de resultados, los directivos de KOF comentaron que esperan para finales de este año se llegue a un acuerdo respecto a la adquisición de Filipinas, si bien se encuentran en los últimos detalles de la valuación, el proceso termina hasta que termina.... Destacó que se encuentran muy optimistas respecto a los beneficios que representa la operación, no por ello dejan de observar los riesgos que esto implica. Dentro de las ventajas destacó que se trata de un mercado muy similar al mercado mexicano, con una población juvenil, un mercado fragmentado con alta participación de tiendas pequeñas. La dirección enfatizó que si logran entrar a este mercado pudieran existir más oportunidades de crecimiento en Asia. Por otra parte no descarta que pueda también continuar en el proceso de consolidación en Latinoamérica y México.

Filipinas: Consumo percapita de bebidas (presentaciones de 8 oz)

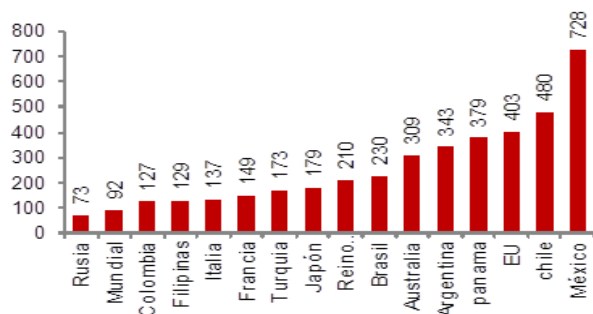


Fuente: Reporte anual 2011 de The Coca-Cola Company

Filipinas en nuestra opinión es un mercado con potencial, donde a pesar de la caída que ha tenido la empresa en sus volúmenes, se mantiene como líder con una participación de mercado que alcanza aproximadamente el 60%-65% del consumo de refrescos, le sigue el embotellador de Pepsi 25%-30% y marcas regionales. Además, la competencia se ha intensificado en los últimos años con la entrada de un número de participantes que ofrecen bebidas no alcohólicas genéricas de bajo precio así como otros productos genéricos y marcas propias de los autoservicios.

De acuerdo a información de The Coca Cola Co, el consumo per cápita de refrescos Filipinas es de 129 porciones de 8 onzas se encuentra entre los mercados de menor consumo de la empresa comparado con países como México, Chile y Unidos países en los que quintuplica el consumo.

Coca Cola Femsa (KOF) Consumo Per Cápita de productos KO (presentaciones de 8 oz)



Fuente: Reporte anual 2011 de The Coca-Cola Company

Confiamos en la habilidad que ha venido demostrando KOF como operador de embotelladores tanto en México como en Latinoamérica, donde ha sabido crecer la participación de mercado y el consumo per capita ejemplos de ello son países como Brasil Colombia y Argentina.

De acuerdo con datos obtenidos en el informe anual de The Coca Co, Filipinas se consolida en la región Pacífico. De los 26.7 billones de cajas que vende al año Pacífico representa el 18% del volumen mundial. Al cierre de 2011 los ingresos de KO ascendieron a US\$46,542m, de los que la región Pacífico represento el 11.7%,

US\$5,454m. A pesar de que Pacífico tiene márgenes de operación por arriba del 22%, los márgenes de Filipinas apenas alcanzan niveles de un dígito alto, que creemos rondan el 9%.

Difícil curva de aprendizaje, pero no imposible.

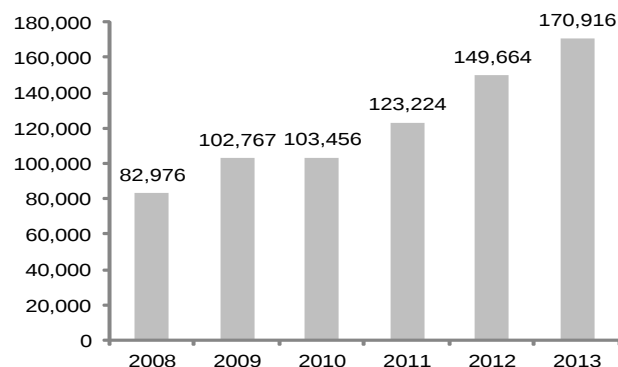
También es interesante destacar que necesariamente KOF deberá tener una "curva" de aprendizaje en dichos mercados y que quizá el potencial de mercado en cuanto a consumo y mejora de márgenes tomará cerca de un par de años, dado que no conoce el mercado ni hábitos de consumo, un caso similar presentó en Brasil donde le llevo dos años mejorar sus niveles de rentabilidad. Consideramos que la administración de KOF ha venido demostrando ser muy eficiente en el tema de fusiones, aunado a que sabemos que la experiencia que tiene para ser eficiente en el negocio es algo que puede capitalizar en nuevos mercados.

Adicionalmente, debemos tomar en cuenta las sinergias que la empresa pueda localizar en la región. De acuerdo con los primeros comentarios hay muchas oportunidades en la parte de distribución y producción, la tecnología y procesos que maneja KOF, son más eficientes a los actuales, lo que puede derivar en racionalización de plantas de producción al hacerlas más eficientes.

Expectativas 2013

Ingresos 2013: Nuestros estimados en ingresos para 2013 consideran crecimientos de 14.2% favorecidos por la consolidación de las adquisiciones (Grupo Tampico, Cimsa y FOQUE). En volúmenes esperamos un aumento de 3% en México y Centroamérica. Para Sudamérica nuestro estimado de crecimiento en volúmenes es de 6%. Donde Esperamos que Brasil registre el mayor dinamismo. En cuanto a precios en el caso de México los vemos en línea con la inflación (3.8% 2012). Consideramos que en Sudamérica el incremento en precios deberá de rondar los niveles de doble dígito acorde a la tendencia que han mostrado las altas inflaciones en países como Argentina y Venezuela.

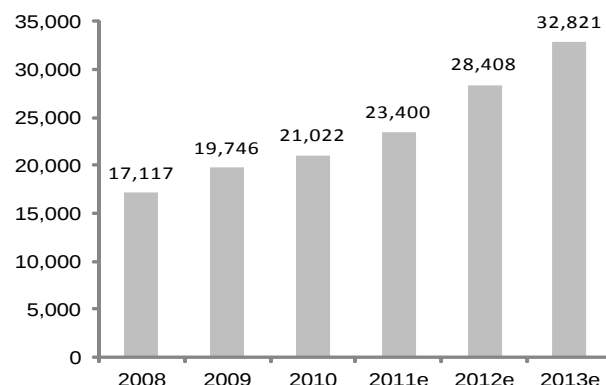
KOF: Ingresos anuales (millones de pesos)



Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

Utilidad Operativa y Ebitda: Con base a nuestras cifras para 2013 anticipamos un crecimiento en Ebitda de 15.5%. Esperamos un incremento de 17.0% en la Utilidad Operativa, estimando ya las sinergias (P\$900millones) derivadas de la adquisición de las operaciones de Grupo Tampico y de Cimsa y FOQUE. Consideramos que a nivel de costos, los beneficios que han derivado de la integración de los nuevos territorios en el mercado mexicano, así como la estabilidad que preveemos para insumos como el azúcar, aunado a las coberturas que ha realizado la compañía para mercados como Brasil y Colombia permitirán mejora en margen. Adicionalmente estimamos eficiencias en gastos de la empresa principalmente en México. La estabilidad en costos y gastos derivaran en una expansión en margen EBITDA de 20pb. A nivel neto, consideramos una tasa de impuestos en promedio de 30%. Estimamos una utilidad de P\$16,824m.

KOF :EBITDA (millones de pesos)



Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

ESTADOS FINANCIEROS

KOF

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	30,077	36,187	33,542	36,294	36,193	20.3	(0.3)
Cto. de Ventas	16,163	19,696	18,338	19,591	19,207	18.8	(2.0)
Utilidad Bruta	13,915	16,491	15,204	16,703	16,986	22.1	17
Gastos Oper. y PTU	9,680	11,136	10,922	12,458	11,586	19.7	(7.0)
EBITDA	5,286	8,350	5,589	5,720	6,990	27.1	20.4
Depreciación	1,052	1,853	1,306	1,475	1,485	41.2	0.7
Utilidad Operativa	4,235	6,497	4,283	4,245	5,400	27.5	27.2
CIF	(355)	(235)	(136)	(478)	(21)	NN	NN
Intereses Pagados	460	478	483	433	425	(7.5)	(18)
Intereses Ganados	201	156	105	96	68	(66.3)	(29.6)
Perd. Cambio	188	(69)	203	0	355	89.0	NS
Otros	(284)	155	39	(141)	(18)	NN	NN
Utilidad después de CIF	3,880	6,262	4,146	3,767	5,380	38.7	42.8
Subs. No Consol.	0	0	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	3,880	6,262	4,146	3,767	5,380	38.7	42.8
Impuestos	1,362	1,785	1,399	913	1,712	25.7	87.4
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	210	127	111	141	124	(40.6)	(115)
Utilidad Neta Mayoritaria	2,308	3,208	2,636	2,713	3,543	53.5	30.6
MARGEN OPERATIVO	14.1%	18.0%	12.8%	11.7%	14.9%	0.84pp	3.23pp
MARGEN EBITDA	17.6%	23.1%	16.7%	15.8%	19.0%	1.45pp	3.26pp
MARGEN NETO	7.7%	8.9%	7.9%	7.5%	9.8%	2.12pp	2.31pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	32,984	32,038	29,229	28,417	31,282	(5.2)	10.1
Disponible	18,650	11,843	11,371	9,182	11,151	(40.2)	215
Cientes y Cts.xCob.	6,034	8,632	6,626	6,935	7,814	29.5	12.7
Inventarios	5,965	7,549	7,629	7,803	8,143	36.5	4.4
Otros Circulantes	2,336	3,685	3,591	4,487	4,162	78.2	(7.2)
Activos Fijos Netos	38,981	44,793	43,953	46,459	46,450	19.2	(0.0)
Otros Activos	54,506	63,485	62,294	69,210	68,415	25.5	(1.1)
Activos Totales	126,471	140,316	135,476	144,086	146,147	15.6	1.4
Pasivos a Corto Plazo	22,094	25,090	26,077	21,745	22,988	4.0	5.7
Proveedores	9,652	11,852	10,617	11,605	12,189	26.3	5.0
Cred. Banc. y Burs	4,900	5,541	2,155	1,869	1,606	(67.2)	(14.1)
Impuestos por pagar	1,982	2,785	2,875	2,121	2,061	4.0	(2.8)
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0	(62.5)	(76.0)
Otros Pasivos s/Costo	5,560	4,912	10,431	6,151	7,132	28.3	16.0
Pasivos a Largo Plazo	17,407	22,331	21,335	24,467	24,104	38.5	(15)
Cred. Banc. y Burs	17,407	16,976	16,160	19,320	19,006	9.2	(16)
Otros Pasivos c/Costo	0	5,355	5,175	5,147	5,097	NS	(10)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	7,866	5,065	4,774	4,860	4,639	(41.0)	(4.6)
Pasivos Totales	47,367	47,420	47,412	46,212	47,092	(0.6)	1.9
Capital Mayoritario	76,136	89,843	84,961	95,078	96,343	26.5	13
Capital Minoritario	2,967	3,053	3,102	2,796	2,712	(8.6)	(3.0)
Capital Consolidado	79,104	92,896	88,064	97,874	99,055	25.2	1.2
Pasivo y Capital	126,471	140,316	135,476	144,086	146,147	15.6	1.4

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Ac*

En fusiones nada que informar...

Reporte positivo pero por debajo de estimados.

Arca Continental (AC) presentó resultados positivos, ligeramente debajo de las expectativas del mercado y de nuestros estimados. Durante el 3T12, los ingresos crecieron 9.2% al ubicarse en Ps14,629 millones. El volumen de ventas consolidado creció 2.6% a/a. Durante el trimestre, el EBITDA creció 17.1%, al sumar Ps3,137 millones. El margen EBITDA se expandió 140pb a 21.4%. Por su parte, la utilidad neta fue por Ps1,496 millones un crecimiento de 11.8%, con respecto al mismo trimestre del año anterior. En este reporte estamos fijando nuestro precio para 2013 en P\$106.00, un rendimiento de 6.6% sobre precios actuales. Con base a nuestro precio objetivo las acciones de AC estarían cotizando a un VE/EBITDA estimado de 14.1x, en línea con el promedio del sector en el último año de 14.2x y 6% abajo del promedio de AC de 14.7x en el mismo periodo. Reiteramos nuestra recomendación en MANTENER.

De Andina nada que informar...

Consideramos que en el último mes el precio de la acción se vio favorecido ante la expectativa de adquisición sobre una nueva compañía en Latinoamérica, no obstante en la conferencia de resultados los directivos de la empresa descartaron que en estos momentos tengan una negociación en firme. Asimismo no descartaron que están atentos a alguna oportunidad de adquisición en el mercado. En términos de valuación FV/EBITDA en los últimos 12 meses Arca se ubica en 17.6x, 25% por arriba del promedio del sector (14.1x). Sólo alguna compra justificaría esos niveles de valuación.

En México, compensa precios debilidad en volumen.

Durante el 3T12, los ingresos en México crecieron 6.3% a/a. Los ingresos estuvieron apoyados por el avance de 5.6% que registraron los precios por caja unidad lo que compenso el crecimiento en volúmenes de 1.6%, mismos que estuvieron presionados por bases de comparación elevadas. El segmento de bebidas no carbonatadas contribuyó de manera relevante al incremento en volumen con un avance de 16.6%, en tanto que el de Colas lo hizo en 2.3%. En la parte operativa, durante el trimestre, el EBITDA creció 11%, al sumar P\$2,647 millones. El margen EBITDA registró un avance de 100pb a 23.2%, derivado de menores presiones con costos de materia prima (PET y edulcorantes). Así como eficiencias en gastos.

Sudamérica crecen márgenes

En Sudamérica, las ventas crecieron 21.1%a/a, al ubicarse en P\$3,211 millones. Los ingresos se beneficiaron de un crecimiento en volumen de 3.2%, derivado de un crecimiento de 1.8% en el segmento de refrescos y de 42.9% en agua saborizada, así como un crecimiento de 3.4% en el segmento de colas y 3.2% en sabores. El EBITDA de la región avanzó 66.8%, una expansión en margen de 420pb. Por mercados el volumen de Argentina aumento 2.0%, donde destaca el crecimiento de en agua saborizada. En Ecuador el volumen aumento 4.5%, relacionado con el positivo desempeño de los segmentos de colas, sabores y agua, que avanzaron 3.5%, 9.5% y 110%. La compañía puso en marcha una nueva línea de producción en Guayaquil, buscando incrementar en 35% la capacidad de producción de esta unidad.

Botanas y exportación con buen dinamismo

Por segmentos de negocio, Bokados continua con su tendencia positiva alcanzando ventas históricas en el año, derivado de del crecimiento en rutas, lanzamiento de nuevos productos y estrategia de precios. Los ingresos en el negocio de maquinas vending crecieron 11.5% durante el trimestre. Nostalgia vendió 3MCU en el 3T12 lo que representa un crecimiento de 45.7%. Interex reporto crecimientos de 2.9%, destacando un positivo desempeño a lo largo del año. El impulso en las ventas deriva de una mayor cobertura de cuentas clave, rutas de distribución y al crecimiento de Topo Chico.

Reporte Trimestral

24 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 106.00
Rendimiento Potencial : 6.6%
Precio Objetivo ADR : N.D.

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	99.44
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	105.16 - 58.13
Valor de mercado (USD\$ m)	12,346
Acciones en circulación (m)	1,611
% entre el público	16.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	74.7

Resultados

(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	44,798	56,723	63,848	69,505
Utilidad Operativa	6,647	9,134	10,179	11,430
EBITDA	8,386	11,641	13,070	14,701
Margen EBITDA	18.7%	20.3%	20.5%	21.1%
Utilidad Neta	4,510	6,256	6,733	7,536
Margen Neto	10.1%	11.0%	10.5%	10.8%

Activo Total	59,964	62,171	67,332	72,820
Disponible	2,741	1,922	5,365	7,973
Pasivo Total	21,118	22,601	22,921	24,068
Deuda	11,563	10,126	8,626	7,126
Capital	36,124	36,935	41,454	45,506

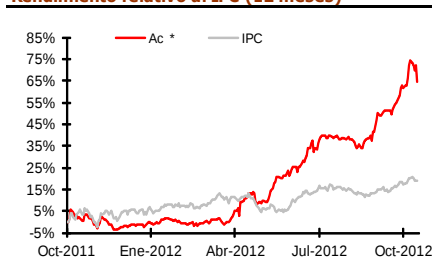
Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.2x	15.2x	13.6x	12.1x
P/U	27.8x	25.6x	23.8x	21.3x
P/VL	2.6x	4.3x	3.9x	3.5x

ROE	12.5%	17.1%	17.2%	17.3%
ROA	7.5%	10.2%	10.4%	10.8%

DeudaNeta/EBITDA	1.1x	0.7x	0.2x	-0.1x
Deuda/Capital	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Arca Continental Resultados 3T12
(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs Estim.	Consenso *	Var % vs consenso
Ventas	13,395	14,629	9.2%	15,009	-2.5%	15,028	-2.7%
Utilidad de Operación	1,993	2,449	22.9%	2,682	-8.7%		
Ebitda	2,679	3,137	17.1%	3,387	-7.4%	3,331	-5.8%
Utilidad Neta	1,337	1,495	11.8%	1,781	-16.1%	1,760	-15.1%
Margen Operativo	14.9%	16.7%	1.9pp	17.9%	-1.1pp		
Margen Ebitda	20.0%	21.4%	1.4 pp	22.6%	-1.1pp	22.2%	-0.7pp
UPA	0.83	0.93	12.0%	1.10	-15.5%	1.09	-14.7%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa* consenso Bloomberg

Estructura Financiera

Al 30 de septiembre se tenía un saldo en caja de P\$4,281 millones y una deuda de \$10,605 millones, resultando en una deuda neta de caja de Ps 6,324 millones. La razón de Deuda Neta/EBITDA es de 0.6x. La compañía mantiene un perfil financiero sólido.

La inversión en activos fijos durante el 3T12 fue de \$1,997 millones destinada principalmente a equipo de venta, transporte y modernización y mantenimiento de maquinaria y equipo.

Modificamos PO 2013

En este reporte estamos fijando nuestro precio para 2013 a P\$106.00, que deriva del promedio de nuestro ejercicio por múltiplos de P\$114.7 y de nuestro modelo por DCF (P\$97.0), el precio implica un rendimiento de 6.6% sobre precios actuales, y de 9.1% si consideramos el pago de dividendo. Con base a nuestro precio objetivo las acciones de AC estarían cotizando a un VE/EBITDA estimado de 14.1x, en línea con el promedio del sector en el último año de 14.2x y 6% abajo del promedio de AC de 14.7x en el mismo periodo. Reiteramos nuestra recomendación en MANTENER.

Valuación por DCF

Ajustamos nuestro modelo de DCF, ante un nuevo entorno económico que involucra un crecimiento en el PIB de 3.0%. Nuestro precio objetivo obtenido para 2013 es de P\$97.0 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.8%; Costo promedio de la deuda de 7.2%; Beta de 0.60; Riesgo país de 1.5%, un premio por riesgo mercado de 5.50% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%.

AC - DCF					
Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Flujo Libre de Efectivo	5,903.8	6,863.8	9,612.2	8,787.6	9,406.5
Wacc	9%				
VPN de los Flujos	31,129				
(+) VPN perpetuidad	134,477				
(-) deuda neta	6,324.00			PO DCF	97.06
(-) interes minoritario	2,480			Precio Actual	99.7
Valor de capital	156,802				
Acciones en circulación	1,615.49		Rendimiento Potencial		-2.65%

Fuente: Banorte-Ixe

EXPECTATIVAS 2013

En base a nuestros estimados esperamos crecimientos en ingresos de 12.2% para 2013, favorecidos por un sólido crecimiento en volúmenes precios aunado a la ejecución en la plataforma del crecimiento orgánico de "Jugos del Valle" y el dinamismo en el segmento de botanas. En volúmenes esperamos para México un crecimiento ligeramente por arriba del PIB estimado para 2013 (3.0% a/a) en niveles de 4% relacionado con mayores estrategias de ejecución a los largo de los territorios que pertenecían a CONTAL. Para Sudamérica la mejora en volúmenes deriva de estrategias de ejecución y ganancia de mercado principalmente en Argentina. En cuanto a precios en el caso de México los vemos en línea con la inflación (3.9% 2013). En mercados como Argentina y Ecuador, estimamos un mayor crecimiento niveles de doble dígito. Consideramos que el segmento de botanas estará impulsado por las recientes mayor penetración que estimamos tendrá a lo largo del territorio nacional y el mejor dinamismo en Estados Unidos de la mano del desempeño de la marca Señor Snacks.

Utilidad Operativa y Ebitda: Con base a nuestras cifras para 2013 anticipamos un crecimiento en EBITDA de 12.9%. Estimando ya las sinergias derivadas de la adquisición de las operaciones de Ecuador y de Grupo Contal por Ps1,400 millones. Consideramos que a nivel de costos, la materia prima se mantendrá estable, dada la expectativa favorable que sostiene a nivel internacional los precios del azúcar y las ventajas logradas con la integración de PIASA, productora de azúcar, lo anterior podrá compensar el alza en los costos de la resina y aluminio y productos como maíz para el segmento de botanas. Aunado a la estrategia realizada por la empresa en la parte de empaques para hacer envases más ligeros e impulsando el uso de presentaciones retornables. Apoyará también una eficiente política de contención de gastos operativos. Derivado de lo anterior estimamos una mejora en Márgenes de Ebitda de 20pb a 20.5%, por arriba del 20.3% estimado para 2012.

En la parte operativa, estamos incorporando de manera más oportuna los beneficios de las sinergias de las recientes consolidaciones lo que nos permitirá observar una mejora en la rentabilidad para la compañía. Adicionalmente en Sudamérica estamos observando eficiencias operativas, en mejores prácticas de producción y distribución.

ESTADOS FINANCIEROS

AC

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	13,396	13,956	12,350	14,786	14,629	9.2	(1.1)
Cto. de Ventas	7,300	7,793	6,941	8,089	7,650	4.8	(5.4)
Utilidad Bruta	6,096	6,162	5,410	6,697	6,979	14.5	4.2
Gastos Oper. y PTU	4,103	4,795	3,803	4,263	4,530	10.4	6.3
EBITDA	2,679	1,910	2,113	3,023	3,137	17.1	(0.8)
Depreciación	641	313	506	589	551	(14.1)	(6.4)
Utilidad Operativa	1,993	1,592	1,607	2,434	2,449	22.9	0.6
CIF	(1)	(145)	(207)	(202)	(243)	NN	NN
Intereses Pagados	197	241	229	248	258	30.9	3.9
Intereses Ganados	28	63	40	14	36	30.2	166.4
Perd. Cambio	168	(10)	0	33	0	NS	NS
Otros		43	(18)		(22)	NS	NS
Utilidad después de CIF	1,992	1,446	1,399	2,232	2,205	10.7	(1.2)
Subs. No Consol.	12	73	27	24	35	183.1	42.2
Util. Antes de Impuestos	2,004	1,519	1,427	2,256	2,240	11.8	(0.7)
Impuestos	637	(348)	386	731	695	9.2	(4.9)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	30	73	61	35	49	64.2	38.6
Utilidad Neta Mayoritaria	1,337	1,569	979	1,490	1,496	11.8	0.4
MARGEN OPERATIVO	14.9%	11.4%	13.0%	16.5%	16.7%	186pp	0.28pp
MARGEN EBITDA	19.7%	13.7%	17.1%	20.4%	20.5%	0.84pp	0.06pp
MARGEN NETO	10.0%	11.2%	7.9%	10.1%	10.2%	0.24pp	0.15pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	11,761	8,194	8,941	7,848	9,923	(15.6)	26.4
Disponibles	5,341	2,741	3,824	2,206	4,281	(19.8)	94.0
Cientes y Cts.xCob.	2,362	2,336	2,383	2,860	3,182	34.7	11.3
Inventarios	3,876	2,206	2,259	2,527	2,272	(41.4)	(10.1)
Otros Circulantes	182	354	231	255	188	3.2	(26.4)
Activos Fijos Netos	19,940	24,563	24,250	24,712	25,003	25.4	1.2
Otros Activos	29,313	27,207	27,024	27,474	26,897	(8.2)	(2.1)
Activos Totales	61,014	59,964	60,215	60,034	61,823	1.3	3.0
Pasivos a Corto Plazo	7,126	6,355	6,121	6,661	7,817	9.7	17.4
Proveedores	2,344	2,555	2,492	2,965	3,155	34.6	6.4
Cred. Banc. y Burs	1,299	1,370	1,262	331	649	(50.1)	96.1
Impuestos por pagar	1,733	1,297	1,366	1,965	2,425	39.9	23.4
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	1,750	1,133	1,001	1,401	1,589	(9.2)	13.5
Pasivos a Largo Plazo	11,660	14,762	14,609	14,165	14,073	20.7	(0.7)
Cred. Banc. y Burs	11,660	10,193	10,088	10,125	9,960	(14.6)	(16)
Otros Pasivos c/Costo		4,569	4,521	4,040	4,113	NS	18
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	3,166	1,235	1,167	1,158	1,296	(59.1)	12.0
Pasivos Totales	21,953	21,118	20,731	20,827	21,891	(0.3)	5.1
Capital Mayoritario	36,625	36,124	36,987	36,597	37,452	2.3	2.3
Capital Minoritario	2,436	2,723	2,497	2,611	2,480	18	(5.0)
Capital Consolidado	39,061	38,847	39,484	39,207	39,932	2.2	1.8
Pasivo y Capital	61,014	59,964	60,215	60,034	61,823	1.3	3.0

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Tlevisa

Supera lo estimado en Utilidad Neta

Se despeja incertidumbre sobre las pérdidas causadas por Iusacell

Los resultados de Grupo Televisa al 3T12 los calificamos como positivos siendo en línea con nuestros estimados a nivel operativo mientras que en la utilidad neta la empresa superó nuestros estimados y los del consenso. Creemos que la acción debería reaccionar favorablemente con estos resultados, la principal incertidumbre que tenía el mercado era el monto de pérdidas que podría registrar la empresa por su participación accionaria (50%) en Iusacell, éstas fueron importantes (aprox. \$200 mdp) pero no sustancialmente diferentes al monto que nosotros proyectábamos.

Negocios de TV de paga, principal motor de crecimiento

Ya hemos visto varios trimestres donde el principal motor de crecimiento son los negocios relacionados con la TV de paga, este no fue la excepción. Televisa reportó ingresos consolidados de \$17,357 mdp representando un crecimiento de 8.7% vs 3T11 y una variación de -0.8% vs nuestro estimado. Por segmento de negocio Televisa reportó: un aumento de 4.4% en los ingresos de Contenidos, +2.1% en Editoriales, +18.9% en Sky, +14.6% en Cable & Telecomunicaciones y -4.4% en Otros Negocios. En el segmento de Contenidos vemos un modesto avance en la venta de publicidad (+1.0% A/A) mientras que la Venta de Canales aumentó 22.2% por el crecimiento en los suscriptores de los sistemas de TV de paga en México y en el extranjero. Los suscriptores de Sky crecieron 27.7% mientras que las Unidades Generadoras de Ingresos (UGI) de Cable & Telecoms aumentaron 14.5% vs 3T11.

Expansión en el Ebitda por economías de escala

Televisa reportó un Ebitda de \$6,969 mdp, es decir, un aumento de 10.5% lo que equivale a un margen de Ebitda de 40.2% (+70pb A/A y +60pb vs nuestro estimado). Los negocios que incrementaron su rentabilidad fueron: Contenidos +60pb a pesar de registrar costos extraordinarios por la transmisión de los Juegos Olímpicos, Cable & Telecomunicaciones +140pb debido a una mejor absorción de costos fijos por una mayor base de UGI y Otros Negocios +200pb.

Sorprende con un fuerte avance en la utilidad neta

La compañía reportó una utilidad neta de \$2,860 mdp (+41.5% A/A y +11.8% vs nuestro estimado) siendo impulsada por el buen desempeño operativo, una ganancia cambiaria que compara favorablemente con la pérdida del año previo así como un ajuste a la alza del valor razonable de la inversión en obligaciones convertibles de BMP (Univision).

Estimamos un crecimiento de 8% para las Ventas y Ebitda 2013

Para 2013 estimamos ingresos consolidados de \$74,891 mdp y un Ebitda de \$29,372 mdp lo que representaría crecimientos del 8.1% y 8.7%, respectivamente. En base a estos estimados, la compañía podría registrar una ligera expansión en su margen de Ebitda. Calculamos un CAPEX de \$850 mdd y la generación de un FCF cercano a los \$950 mdd. Con estas cifras, la empresa podría disminuir la razón de Deuda neta a Ebitda a 0.7x desde 1.0x en 2012e. Los negocios de TV de paga y de telecomunicaciones serían los principales motores de crecimiento para la empresa en el próximo año.

Fijamos PO 2013 \$72.00 y reiteramos recomendación de COMPRA

Para determinar el precio objetivo (PO) 2013 para las acciones de Televisa utilizamos dos metodologías: por Múltiplos y por Flujos Descontados. El PO lo ubicamos en el rango medio de estos dos métodos lo que equivale a \$72.00 por CPO, adicionalmente estamos considerando el pago del dividendo ordinario de \$0.35 aunque la compañía podría decretar un dividendo extraordinario dada la elevada generación de flujo de efectivo. Nuestro precio objetivo implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/Ebitda 2013e de 8.8x siendo un descuento de 4.9% frente al múltiplo promedio de los últimos 3 años.

Reporte Trimestral

24 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$): 72.00

Rendimiento Potencial: 18.8%

Precio Objetivo ADR: 29.70

Manuel Jimenez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx

5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	60.61
Precio ADR (USD\$)	23.35
Acciones por ADR	5
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	63.28 - 50.60
Valor de mercado (USD\$ m)	13,651
Acciones en circulación (m)	2,923
% entre el público	82.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	206.3

Resultados

(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	62,582	69,250	74,891	80,788
Utilidad Operativa	16,822	18,837	20,975	22,794
EBITDA	24,252	27,022	29,372	31,587
Margen EBITDA	38.8%	39.0%	39.2%	39.1%
Utilidad Neta	6,890	8,912	9,718	11,196
Margen Neto	11.0%	12.9%	13.0%	13.9%
Activo Total	153,969	159,010	172,529	186,596
Disponible	21,698	25,070	31,200	39,001
Pasivo Total	94,880	91,016	94,854	97,141
Deuda	56,549	52,289	52,931	52,676
Capital	51,775	59,325	67,772	78,050

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	10.1x	8.7x	8.0x	7.5x
P/U	23.4x	19.9x	18.2x	15.8x
P/VL	3.6x	3.0x	2.6x	2.3x
ROE	13.3%	16.0%	15.3%	15.4%
ROA	4.5%	5.7%	5.9%	6.2%
EBITDA/Intereses	7.7x	8.0x	12.2x	16.2x
DeudaNeta/EBITDA	1.4x	1.0x	0.7x	0.4x
Deuda/Capital	1.1x	0.9x	0.8x	0.7x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Tlevisa – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	15,963	17,358	8.7%	17,505	-0.8%
Utilidad de Operación	4,478	4,864	8.6%	4,911	-1.0%
Ebitda	6,308	6,969	10.5%	6,924	0.6%
Utilidad Neta	2,227	2,860	41.5%	2,557	11.8%
Márgenes					
Margen Operativo	28.1%	28.0%	-0.1pp	28.1%	-0.1pp
Margen Ebitda	39.5%	40.2%	0.7pp	39.6%	0.6pp
UPA	\$0677	\$1.002	47.9%	\$0.895	11.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Estimados 2013. Una vez incorporados los resultados del 3T12 estamos publicando nuestros estimados para el 2013. Los supuestos que estamos utilizando para construir el escenario son los siguientes:

- Estimamos ingresos consolidados de \$74,891 mdp lo que representaría un aumento de 8.1% vs 2012e. Los negocios de TV de paga continuarían impulsando los ingresos de la compañía, agrupando los dos negocios estimamos un alza de 11.2%, para el negocio de Contenidos calculamos un aumento de 4.8%, Editoriales permanecería sin variaciones significativas y en Otros Negocios estimamos un alza de 9.9%.
- Para el Ebitda estamos calculando un monto de \$29,372 mdp, es decir un aumento anual de 8.7% representando un ligero incremento en la rentabilidad de la compañía. La mejora en márgenes podría originarse en Sky y en la Venta de Programas y Licencias. Estimamos un margen de Ebitda de 39.2% (+20pb vs 2012e).
- Hemos incorporado en nuestro modelo el pago del dividendo ordinario por \$0.35 por CPO, no descartamos el pago de un dividendo extraordinario ya que la empresa podría generar un FCF cercano a los \$950 mdd.
- Dado el crecimiento de los negocios de TV de paga, estimamos que la compañía podría realizar inversiones de capital por \$850 mdd. Esto no incluye ninguna aportación de capital adicional para Iusacell.

Valuación. Para determinar el valor teórico de las acciones de Grupo Televisa el cierre del 2013 utilizamos dos metodologías de valuación: por Múltiplos y por Flujos Descontados. Nuestro precio objetivo lo calculamos con el promedio de estos dos métodos.

Por Múltiplos. Actualmente Tlevisa cotiza con un múltiplo FV/Ebitda U12m de 8.9x mientras que el promedio de los últimos 3 y 5 años se ubica en 9.2x y 8.9x, respectivamente. El modelo de valuación que utilizamos

considera nuestra proyección del Ebitda 2013 de \$29,372 mdp y adicionalmente incorpora el valor de las inversiones que tiene la empresa en acciones de subsidiarias no consolidadas. El múltiplo FV/Ebitda 2013e que estamos determinando es de 8.2x con lo que obtenemos un valor teórico de \$65.33 por CPO para las operaciones consolidadas.

Además para las inversiones no consolidadas calculamos un valor de \$4.74 por CPO siendo determinado con el valor en libros de las participaciones minoritarias excepto la inversión en Iusacell. Televisa inyectó \$1,600 mdd en Iusacell, no obstante en otras ocasiones hemos mencionado que dado el sobreprecio pagado, la inversión tiene pocas probabilidades de ser rentable por lo que consideramos un factor de descuento del 50%. Así con este método llegamos a un valor teórico total de \$70.07.

Flujos Descontados. Mediante un modelo de Flujos Descontados y nuestras proyecciones hasta el 2018 estamos calculando un valor teórico para las acciones de Tlevisa. Nuestro DCF utiliza las siguientes variables: una tasa libre de riesgo de 2.95% similar al bono de EU a 30 años, una prima por riesgo de mercado de 5.50%, un riesgo país de 1.25% y una beta de 0.9. Adicionalmente consideramos una razón de deuda a capitalización total de 40% con lo que obtenemos un WACC de 7.74% en dólares. Para la tasa de crecimiento de la perpetuidad utilizamos un valor de 2.25% lo que equivaldría a un valor terminal de 7.5x para el Ebitda del último año.

Al igual que en el ejercicio de valuación por múltiplos estamos incorporando al DCF el valor de las participaciones minoritarias incluyendo el mismo factor de descuento para la inversión en Iusacell. Bajo esta metodología estamos calculando un valor teórico de \$74.55 por CPO.

Precio Objetivo 2013. En base a los resultados obtenidos, estamos fijando un PO de \$72.00 casi en el rango medio de las dos valuaciones. Este PO implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/Ebitda 2013e de 8.8x siendo un descuento de 4.9% frente al múltiplo promedio de los últimos tres años.

FEMSA

Reporte Positivo. Introducimos PO 2013

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

Resultados en línea con el mercado

FEMSA reportó resultados positivos del 3T12 en línea con nuestras expectativas y ligeramente debajo de consenso en los rubros operativos. Los ingresos del trimestre aumentaron 18.1% a/a a P\$59,674 millones, reflejando resultados sólidos en Coca Cola Femsa (KOF) y en la división comercio (OXXO). El EBITDA del trimestre aumentó 24.9% se ubicó en P\$9,528 millones. El margen EBITDA presentó un avance de 90pb superando las expectativas del mercado. La utilidad neta fue por Ps4,725 millones, misma que se ubicó ligeramente por arriba de las expectativas del mercado.

Desacelera aperturas en OXXO

Por divisiones Oxxo reportó un crecimiento en ingresos de 16.0%, derivado de la apertura de 178 unidades (debajo de nuestra expectativa de 190), aunado al el desempeño en VMT que registró un avance de 7.6% por arriba de nuestro estimado de 7.0%, durante el trimestre reportó un avance de 3.2% en el tráfico y un crecimiento en el ticket promedio de 4.2%. Estimamos que para el cierre de año la compañía realice la apertura de al menos 430 unidades, con lo que se cumpliría nuestro estimado de crecer en 1,036 tiendas en línea con lo que la empresa tiene proyectado para este año y los siguientes dos años. En el caso de KOF, durante el 2T12 los ingresos crecieron 20.3%, resultado de los crecimientos de doble dígito en ingresos en las divisiones de México y Centroamérica (+34.7%), donde México fue impulsado por las fusiones de Grupo Tampico, CIMSA y FOQUE. Y de Sudamérica el crecimiento fue de 10.1% en ingresos.

Oxxo con avance en márgenes

La utilidad bruta consolidada de FEMSA durante el 3T12 se incrementó 20.5% mostrando una expansión en el margen de 90pb a 42.6%. Por división Oxxo registró una expansión de 70pb, dado el crecimiento en categorías de mayor margen, segmentación de precios y mercadotecnia. En tanto que el margen bruto de KOF se avanzó 30pb beneficiado de estabilidad en precios en algunas materias primas. De forma consolidada la utilidad de operación creció 24.4%, el margen de operación se expandió 70pb debido a la expansión de margen en Coca Cola Femsa y Femsa Comercio. Oxxo registró una expansión en margen de 50pb, en tanto que el margen de KOF lo hizo en 80pb. En EBITDA, la empresa registró un avance de 24.9% con un crecimiento de 90pb en margen.

Introducimos PO 2013 a P\$139.00

Estamos introduciendo nuestro PO 2013 a Ps139.00 determinado a través de nuestro modelo de Suma de Partes con una recomendación de COMPRA. Actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/EBITDA conocido de 13.3x, a un premio de 15.0% sobre su múltiplo FV/EBITDA promedio U12m de 11.50x, que se justifica en base al crecimiento esperado en EBITDA (16%) para 2013 así como un múltiplo FV/EBITDA a pagar de 11.7x (en línea con el promedio U12m). Seguimos positivos respecto al desempeño de esta emisora que se ve favorecida por el desempeño de cada una de sus divisiones, donde la subsidiaria de bebidas KOF tiene potencial de crecimiento en el corto y mediano plazo favorecidas por: a) las perspectivas de crecimiento por fusiones en la división de refrescos (FOQUE, Grupo Tampico y CIMSA); b) ganancias de participación de mercado en el segmento de bebidas en México en los mercados recién adquiridos, así como el desempeño en Sudamérica, en tanto que la división comercial mantiene un sólido dinamismo de crecimiento orgánico, con un estimado de aperturas para 2013 de 1,050, aunado a la incorporación de nuevos servicios que consideramos seguirán manteniendo el tráfico y el ticket para esta división. Por último no descartamos que la compañía siga participando del escenario de consolidaciones en el sector.

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$): 139.00
Rendimiento Potencial : 16.4%
Precio Objetivo ADR : 114.69

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	119.40
Precio ADR (USD\$)	91.64
Acciones por ADR	10
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	123.80 - 87.05
Valor de mercado (USD\$ m)	32,793
Acciones en circulación (m)	3,578
% entre el público	68.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	263.8

Resultados

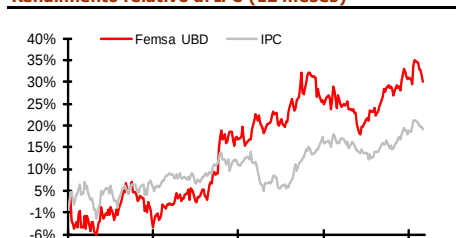
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	203,044	240,040	274,045	305,828
Utilidad Operativa	26,904	28,575	33,041	36,781
EBITDA	33,446	36,986	42,260	46,146
Margen EBITDA	16.5%	15.4%	15.4%	15.1%
Utilidad Neta	15,133	19,717	22,054	22,054
Margen Neto	7.5%	8.2%	8.0%	7.2%
Activo Total	261,882	276,058	285,615	296,768
Disponible	25,841	30,031	30,031	30,031
Pasivo Total	69,889	52,080	56,044	58,268
Deuda	29,575	22,711	25,711	25,711
Capital	144,138	164,404	168,509	175,064

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.5x	12.0x	11.7x	10.7x
P/U	24.6x	21.9x	19.6x	19.6x
P/VL	2.7x	2.6x	2.6x	2.5x
ROE	10.5%	12.8%	13.2%	12.8%
ROA	5.8%	7.3%	7.9%	7.6%
DeudaNeta/EBITDA	0.1x	-0.2x	-0.1x	-0.1x
Deuda/Capital	0.2x	0.1x	0.2x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



FEMSA resultados 3T12

(millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E	Consenso	Var % vs E
Ventas	50,544	59,674	18.1%	60,048	-0.62%	62,401	-4.37%
Utilidad de Operación	5,934	7,383	24.4%	7,146	3.32%		
Ebitda	7,628	9,528	24.9%	9,337	2.05%	9,481	0.50%
Utilidad Neta	4,639	4,725	19%	4,981	-5.14%	4,656	148%
Márgenes							
Margen Operativo	11.7%	12.4%	0.6pp	11.9%	0.5pp	0.0%	0
Margen Ebitda	15.1%	16.0%	+0.9pp	15.5%	0.4pp	15.2%	0.8pp
UPA	130	132	19%	139	-5.0%	130	16%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

Aspectos relevantes del trimestre

La inversión en activo fijo alcanzó los P\$3,965 millones en el 3T12, reflejando la inversión incremental en Coca-Cola FEMSA, así como la inversión incremental relacionada a la expansión de tiendas en FEMSA Comercio.

El balance consolidado al 30 de septiembre de 2012, registró un saldo de efectivo de P\$30,0314 millones (US\$ 2,335 millones), un incremento de P\$2,861 millones (US\$ 129.3 millones) comparado con diciembre de 2011.

La deuda de corto plazo fue de Ps1,663 millones mientras que la deuda de largo plazo fue de PS25,242 millones. La posición en caja neta fue de P\$3,126 millones.

Precio objetivo 2013

Estamos introduciendo nuestro PO 2013 a Ps139.00 determinado a través de nuestro modelo de Suma de Partes. con una recomendación de COMPRA. Este precio representa un crecimiento de 16.8% sobre precios actuales. Actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/EBITDA conocido de 13.3x, a un premio de 15.0% sobre su múltiplo FV/EBITDA promedio U12m de 11.50x, que se justifica en base al crecimiento esperado en EBITDA (16%) para 2013 así como un múltiplo FV/EBITDA a pagar de 11.7x (En nuestra opinión, FEMSA seguirá generando valor derivado del buen desempeño que estimamos para KOF y Oxxo (crecimiento de 16.6% en EBITDA para 2013).

Nuestro precio fue calculado utilizando una metodología de suma de partes, mostrando el valor teórico de cada división de acuerdo con nuestros estimados para el siguiente años.

Suma de partes

Con base en una metodología por suma de partes, llegamos a un valor estimado para las acciones de FEMSA de Ps139.50. Nuestro ejercicio toma en consideración nuestros estimados para 2013 para Oxxo y KOF, así como la participación de 20% en Heineken participación.

FEMSA: Precio objetivo por SoP (considerando nuestros estimados para 2013) Cifras en millones de pesos

	Acciones	PO 2013*	Precio mercado (US\$)	Precio mercado (Ps)	Valor Empresa
HEINEKEN N.V. (HEIA)	72.18	€ 54.2	\$5,473.0	\$71,148.7	
HEINEKEN HOLDING (HE)	43.02	€ 46.8	\$2,818.7	\$36,642.7	
			\$8,291.6	\$107,791.4	

Subsidiaria	VE/EBITDA	EBITDA 2013	Participación FEMSA	EBITDA ajustado 2013	Valor Empresa
KOF	13.3x	32,821	49%	16,049	213,458
Oxxo	17.0x	10,316	100%	10,316	175,372
					388,830
Descuento 10%					38,883
Total FEMSA					349,947
				Efectivo	30,031
				Deuda neta KOF	9,449
				Valor de mercado	497,218
				Acciones en circulación	3,578
Precio teórico por acción					Ps 138.96

Femsa: Precio teórico considerando nuestros estimados 2013

*P.O. Consenso de mercado Bloomberg

a) Para determinar el valor de la inversión en Heineken consideramos el precio objetivo del consenso del mercado de €43.0 para Heineken N.V. y de €48.50 para la Heineken Holding, asumiendo una paridad de euro/US dólar de US\$1.35 para el cierre de 2013 (con base en estimados del mercado). El precio objetivo nos parece razonable tomando en consideración el incremento que tendrá Heineken a nivel de ingresos y de utilidad operativa al consolidar las operaciones de Femsa Cerveza.

a) En el caso de KOF asumimos un múltiplo VE/EBITDA de 13.3x, similar al que cotiza actualmente la acción. En nuestra opinión y que justificamos en base a la generación de EBITDA que estimamos generará la empresa tras la consolidación de FOQUE, Grupo Tampico y Cimsa, mismas que en la medida que maduren consideramos representaran mejora en márgenes de rentabilidad, y por consiguiente de mejor nivel de valuación. Creemos que aún hay valor una vez que hasta el momento, las sinergias estimadas por estas operaciones ascienden a Ps\$9000 millones, en un lapso de 2 años.

b) En el caso de FEMSA Comercio empleamos un múltiplo VE/EBITDA de 17.0x, el cual corresponde al múltiplo estimado a pagar para Walmex el siguiente año. Es importante señalar que estamos asumiendo un

múltiplo similar al de Walmex, particularmente tomando en cuenta que la empresa crecerá en términos de EBITDA muy por arriba de la media del sector a un ritmo de 20%. Además, es importante destacar que no le estamos asignando valor a las operaciones en Colombia, ni a la posible participación de este negocio en otros mercados, donde recientemente se ha rumorado a Brasil con algún socio en la región.

c) Finalmente, aplicamos un descuento de 10% por conglomerado, sólo para KOF y Oxxo, que serían las unidades que controla. El descuento es en línea con el que ha operado después de que se dio a conocer la operación con Heineken.

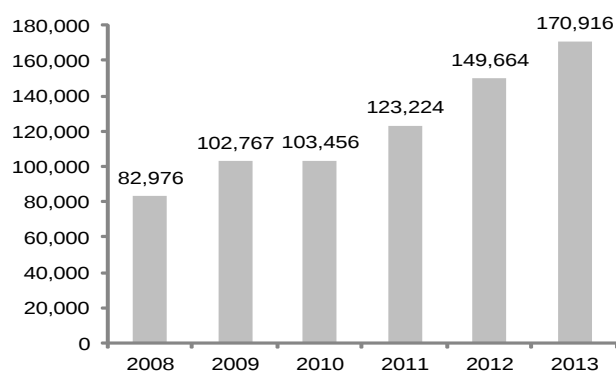
Expectativas de resultados 2013

Coca-Cola Femsa (KOF)

Hacia 2013, estamos considerando crecimientos en ingresos de 14% y de 15.5% a nivel de EBITDA, con un avance de 20pb en margen EBITDA. Estimamos estabilidad en costos, principalmente azúcar y PET, así como menores presiones en los precios denominados en dólares. En México, se notaran en mayor medida los beneficios de las sinergias relacionadas con las fusiones llevadas a cabo en el mercado nacional (Cimsa, Grupo Tampico y Foque) que pasaron de Ps800 millones a Ps900 millones. Vemos oportunidad en la parte de precios y ganancia de mercado que consideramos podrá ejercer en los nuevos territorios nacionales. Para Sudamérica esperamos cierta estabilidad en costos una vez que se han cubierto los precios de insumos como azúcar para mercados como Brasil y Colombia. Adicionalmente, para Brasil Argentina y Venezuela estimamos un mejor desempeño ante una mejor ejecución de mercado y lanzamiento de nuevos productos. Observamos vías de crecimiento adicionales en nuevos segmentos de negocio como lo es leche y lácteos, así como nuevos negocios como sería café y maquinas vending.

KOF: Ingresos anuales

(millones de pesos)

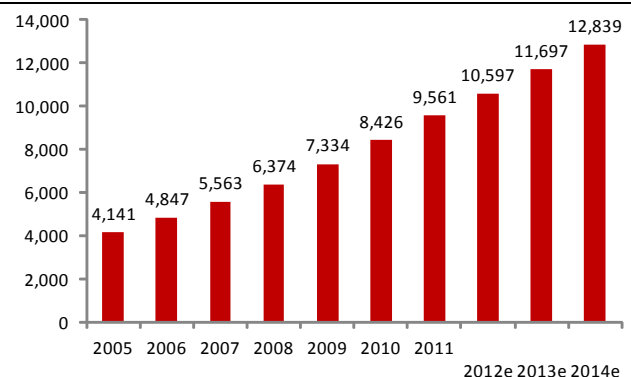


Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

Femsa Comercio OXXO.

La cadena de tiendas de conveniencia estimamos registrará un crecimiento de 18.8% en ingresos en 2013, derivado del mayor crecimiento en unidades (estimamos 1100 tiendas, tres por día), y a un incremento de 7.5% en VMT, de acuerdo a nuestros estimados. Creemos que la compañía podría comenzar a delinear una estrategia más agresiva de expansión no sólo para Colombia, sino para otros mercados en Latinoamérica.

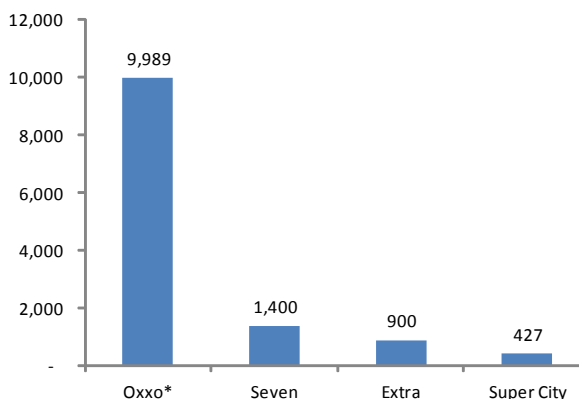
OXXO numero de tiendas



Fuente: Femsa y estimaciones Banorte.

El margen bruto de la división comercio llegará a 34.4%, 10pb arriba del obtenido en 2012. El margen bruto se verá beneficiado por mejores precios obtenidos a través de un mayor volumen de compras, al seguir incrementando el número de unidades. Así como a la implementación de sistemas de logística en los centros de distribución, que ha beneficiado la rentabilidad por tienda al disminuir los tiempos de inventario y las pérdidas por desabasto, al crecimiento de categorías con mayores márgenes, entre otros. Derivado del mejoramiento en costos y al mayor control de gastos administrativos y de mercadotecnia, estimamos un crecimiento de 20.3% a nivel del EBITDA de Oxxo, una expansión de 20pb en margen a 9.9%.

Oxxo: Principales tiendas de Conveniencia en México



Fuente: Femsa y estimaciones Banorte.

ESTADOS FINANCIEROS

FEMSA

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)							
	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	50,544	56,834	53,746	59,585	59,675	18.1	0.2
Cto. de Ventas	29,446	32,356	31,811	34,580	34,258	16.3	(0.9)
Utilidad Bruta	21,098	24,478	21,935	25,005	25,417	20.5	16
Gastos Oper. y PTU	15,362	17,036	16,496	18,809	17,958	16.9	(4.5)
EBITDA	7,628	11,021	7,289	8,200	9,528	24.9	16.2
Depreciación	1,544	2,137	1,850	2,004	2,050	32.8	2.3
Utilidad Operativa	5,934	8,884	5,439	6,196	7,383	24.4	19.2
CIF	572	(174)	(871)	18	(466)	PN	PN
Intereses Pagados	631	772	613	571	556	(118)	(2.5)
Intereses Ganados	317	220	175	189	166	(47.5)	(119)
Perd. Cambio	158	246	0	404	0	NS	NS
Otros	(272)	131	(433)	(4)	(76)	NN	NN
Utilidad después de CIF	6,506	8,710	4,568	6,214	6,917	6.3	11.3
Subs. No Consol.	1,682	2,295	627	690	1,788	6.3	159.3
Util. Antes de Impuestos	8,188	11,005	5,195	6,904	8,705	6.3	26.1
Impuestos	2,022	2,452	1,447	1,456	2,127	5.2	46.0
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	1,328	1,744	1,430	1,540	1,929	45.2	25.3
Utilidad Neta Mayoritaria	4,639	5,367	2,318	3,907	4,725	1.9	20.9
MARGEN OPERATIVO	11.7%	15.6%	10.1%	10.4%	12.4%	0.63pp	197pp
MARGEN EBITDA	15.1%	19.4%	13.6%	13.8%	16.0%	0.87pp	2.21pp
MARGEN NETO	9.2%	9.4%	4.3%	6.6%	7.9%	(1.26pp)	136pp

Balance General (Millones de pesos)							
	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	60,312	58,941	56,785	59,102	62,307	3.3	5.4
Disponible	35,386	25,841	25,779	26,438	28,490	(19.5)	7.8
Cientes y Cts.xCob.	12,579	14,808	12,814	14,542	15,117	20.2	4.0
Inventarios	11,824	14,360	14,164	14,543	14,795	25.1	17
Otros Circulantes	522	2,602	2,557	2,523	2,364	352.6	(6.3)
Activos Fijos Netos	124,388	139,536	134,863	136,200	139,137	119	2.2
Otros Activos	62,307	65,307	64,148	71,309	70,587	13.3	(10)
Activos Totales	247,006	263,783	255,796	266,612	272,032	10.1	2.0
Pasivos a Corto Plazo	36,286	38,283	43,429	40,014	40,542	117	13
Proveedores	17,385	21,475	19,569	21,622	20,852	19.9	(3.6)
Cred. Banc. Y Burs	4,900	5,573	2,248	1,910	1,663	(66.1)	(12.9)
Impuestos por pagar	2,244	3,208	3,227	2,466	2,410	7.4	(2.3)
Otros Pasivos c/Costo	0	14	15	14	15	NR	5.1
Otros Pasivos s/Costo	11,756	8,012	13,370	14,002	15,602	32.7	114
Pasivos a Largo Plazo	24,233	33,391	31,217	34,013	33,596	38.6	(12)
Cred. Banc. Y Burs	24,232	23,974	23,281	26,580	26,317	8.6	(10)
Otros Pasivos c/Costo	0	9,416	7,937	7,433	7,279	NR	(2.1)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	20,477	7,328	7,020	7,073	6,814	(66.7)	(3.7)
Pasivos Totales	80,995	71,673	74,646	74,027	74,138	(8.5)	0.1
Capital Mayoritario	127,730	138,384	129,921	141,361	146,171	14.4	3.4
Capital Minoritario	38,281	53,726	51,230	51,224	51,723	35.1	10
Capital Consolidado	166,011	192,110	181,151	192,585	197,894	19.2	2.8
Pasivo y Capital	247,006	263,783	255,796	266,612	272,032	10.1	2.0

Fuente: BMV, Banorte-IXE

Amx

Tal como lo esperábamos

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	19.50
Rendimiento Potencial :	17.5%
Precio Objetivo ADR :	30.47

Manuel Jimenez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx
5004- 1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	16.60
Precio ADR (USD\$)	25.60
Acciones por ADR	20
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	18.66 - 14.80
Valor de mercado (USD\$ m)	97,326
Acciones en circulación (m)	76,040
% entre el público	50.9%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	955.1

Resultados

(cifras en millones de pesos)

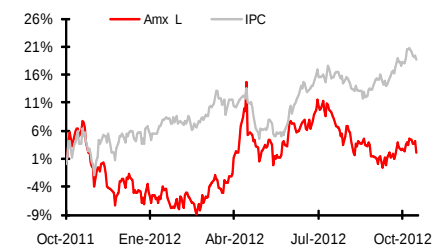
	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	665,302	768,903	797,981	850,178
Utilidad Operativa	154,775	161,948	172,748	185,137
EBITDA	248,773	264,358	275,655	291,863
Margen EBITDA	37.4%	34.4%	34.5%	34.3%
Utilidad Neta	82,854	107,253	101,225	120,400
Margen Neto	12.5%	13.9%	12.7%	14.2%

Activo Total	973,777	1,007,066	1,089,085	1,185,812
Disponible	64,503	73,410	111,943	171,540
Pasivo Total	675,247	681,581	694,944	700,067
Deuda	396,565	401,944	410,280	406,967
Capital	285,489	314,459	380,790	469,291

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	6.4x	6.3x	6.1x	5.7x
P/U	13.4x	11.8x	12.5x	10.5x
P/VL	3.9x	4.0x	3.3x	2.7x
ROE	29.0%	35.8%	29.1%	28.3%
ROA	8.5%	10.8%	9.7%	10.6%
EBITDA/Intereses	17.8x	13.7x	19.0x	27.9x
DeudaNeta/EBITDA	1.3x	1.2x	1.1x	0.8x
Deuda/Capital	1.4x	1.3x	1.1x	0.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Debilidad operativa y fuerte expansión de la utilidad neta

Los resultados de América Móvil al 3T12 fueron en línea con nuestros estimados y superaron al consenso en la utilidad neta. En el frente operativo se observa un modesto crecimiento en ingresos aunque afectados por la desaceleración de la economía global adicionalmente se deterioraron los márgenes. La apreciación del peso mexicano y la depreciación de algunas monedas latinoamericanas vs el dólar afectaron la comparación con el 3T11. Amx reportó crecimientos de 4.5% en los ingresos consolidados, 0.6% en el Ebitda y 66.8% en la Utilidad Neta mientras que en el margen de Ebitda se reporta una reducción de 1.3pp a 34.4%. La utilidad neta fue impulsada por una ganancia cambiaria de \$9,015 mdp que compara favorablemente con una pérdida cambiaria del año previo.

Moderado crecimiento en la base de accesos totales y en el ARPU

Amx concluyó el trimestre con 318.8 millones de accesos totales creciendo 7.0% A/A. En esta ocasión, la compañía registró 4.1 millones de adiciones netas en la base de suscriptores aumentando 6.0% vs 3T11; México y Colombia contribuyeron con el 40% de las adiciones totales. Brasil experimentó una fuerte desaceleración al obtener sólo 481 mil nuevas líneas vs 1.9 millones en el trimestre previo. En los accesos fijos se reportó un aumento de 11.3% A/A equivalente a 1.6 millones de adiciones netas. Vale la pena mencionar que en la mayoría de los países el ARPU mejora por la contratación de servicios de banda ancha móvil a excepción de Brasil donde el ARPU retrocede 15.6% vs 3T11.

Se mantiene la deuda neta a Ebitda en 1.4x

A pesar de la apreciación cambiaria, la relación de Deuda Neta a Ebitda permanece sin cambio en 1.4x vs el 2T12 debido a la salida de recursos para incrementar la posición accionaria de Amx en Telekom Austria de 6% a 22.7%. Esperamos esta inicie una tendencia descendente a partir del 4T12. En lo que va del año, Amx ha financiado con flujo el 70% de los recursos utilizados en adquisiciones, CAPEX, pago de dividendos y recompra de acciones.

Estimamos un moderado crecimiento para 2013

En este reporte publicamos nuestros estimados de Amx para el 2013. Estimamos un crecimiento de 6.9% en la base total de Unidades Generadoras de Ingreso (+6.1% suscriptores celulares, +10.2% accesos fijos). La competencia entre operadores podría presionar ligeramente las tarifas mientras que la desaceleración en adiciones netas y menores costos de teléfonos amortiguarían el impacto. Para los Ingresos y el Ebitda estimamos crecimientos de 3.8% y de 4.3% respectivamente mientras que para la utilidad neta calculamos una caída de 5.6%. En base a los planes de inversión de la compañía, estimamos un CAPEX de US\$9,750mn, una generación de FCF de \$65,000 mdp y una reducción en la Deuda Neta a Ebitda a 1.1x. Nuestros estimados también incluyen el pago de un dividendo de \$0.22 por acción (yield 1.3%) y la utilización de \$15,000 mdp en la recompra de sus acciones propias.

Fijamos PO 2013 en \$19.50 y reiteramos recomendación

Para calcular el valor teórico de las acciones de Amx hemos elegido la metodología de Valuación por Múltiplos vs Flujos Descontados (DCF) al arrojarlos un valor más conservador. En los U12 meses, el múltiplo FV/Ebitda al que cotiza Amx ha sido presionado por la desaceleración de la base de suscriptores y de la economía latinoamericana. En nuestro modelo de valuación estamos asignando un múltiplo FV/Ebitda 2013 objetivo de 6.4x. Adicionalmente, sumamos el valor de mercado actual de las inversiones que realizó Amx en Europa por ser participaciones minoritarias. En base a lo anterior determinamos un PO 2013 de \$19.50 y reiteramos la recomendación de Compra, sugerimos aprovechar episodios de debilidad en el precio de la acción para construir posiciones de largo plazo.

Amx – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11*	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	184,504	192,821	4.5%	193,389	-0.3%
Utilidad de Operación	40,798	40,824	0.1%	40,910	-0.2%
Ebitda	65,841	66,248	0.6%	66,326	-0.1%
Utilidad Neta	18,332	30,587	66.8%	31,735	-3.6%
Márgenes					
Margen Operativo	22.1%	21.2%	-0.9pp	21.2%	0.0pp
Margen Ebitda	35.7%	34.4%	-1.3pp	34.3%	0.1pp
UPA	\$0.237	\$0.402	69.9%	\$0.417	-3.6%

Nota: Las cifras históricas han sido recalculadas para reflejar la consolidación de Net Servicios y los cambios contables aplicados a principios de 2012.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Estimados 2013. Nuestro departamento de Análisis Económico estima un crecimiento moderado para la economía global durante el 2013, escenario que estamos incorporando a nuestro modelo de proyecciones de América Móvil. Históricamente, el sector telecomunicaciones ha mostrado un mejor desempeño que la economía al ser un elemento clave en la productividad de diversas industrias y empresas de servicios. La adopción de la banda ancha móvil por parte de los suscriptores ha avanzado sin embargo todavía la base de suscriptores es aproximadamente del 30% por lo que estimamos la demanda por este tipo de servicio continuará en el 2013 siendo apoyada por una disminución en el precio de los teléfonos inteligentes y contrarrestando una menor generación de ingresos en los negocios de telefonía fija.

Para 2013, estimamos que los ingresos de Amx podrían ascender a \$797,981 mdp lo que representaría un avance de 3.8% vs 2012e. A nivel del Ebitda estamos calculando un monto de \$275,655 mdp (+4.3% A/A) equivalente a un margen de Ebitda de 34.5% (+10pb vs 2012e). El cargo por depreciación y amortización podría representar el 13.1% (vs 13.3% en 2012e) de los ingresos siendo similar a las tasa de otros operadores integrados y para la utilidad de operación esperamos un monto de \$172,748 mdp (+6.7% A/A). Hemos utilizado los siguientes supuestos:

- Un crecimiento de 6.1% en la base de suscriptores celulares lo que representaría 15.8 millones de adiciones netas y una base celular de 276.2 millones. Para los accesos fijos estimamos un aumento anual de 10.2%, es decir, 6.6 millones de adiciones netas con lo que la base total alcanzaría los 71.1 millones.
- Una mayor penetración del servicio del servicio de datos móviles y de TV de Paga podría compensar la erosión en las tarifas de voz por lo que no esperamos un deterioro significativo en el Ingreso Promedio por Suscriptor. Adicionalmente, creemos que una caída en las tarifas de voz generaría una mayor demanda en el tráfico lo que amortiguaría parcialmente este efecto.
- La competencia entre operadores podría presionar la rentabilidad en algunos países por lo que estimamos que la administración continuará ejerciendo un estricto control sobre los gastos para evitar un deterioro de los márgenes consolidados.
- Amx requiere elevadas inversiones de capital para soportar un fuerte crecimiento en la utilización de datos tanto fijos como móviles además de adaptar sus redes inalámbricas hacia la tecnología LTE (4G) como evolución de sus redes 3G. Para el 2013 estimamos un

CAPEX de \$9,750 mdd siendo congruente con los planes de inversión mencionados por la compañía.

Valuación. Para determinar el PO 2013 de las acciones de Amx podemos utilizar dos metodologías: Valuación por múltiplos y Valuación por Flujos Descontados (DCF).

En los últimos doce meses, Amx ha cotizado a un múltiplo promedio FV/Ebitda de 6.46x siendo inferior al promedio de dos y tres años (6.97x y 7.04x) lo cual atribuimos a la desaceleración observada en el crecimiento de suscriptores y el efecto de los ingresos de telefonía fija así como la decepción que causó en algunos inversionistas que el flujo de efectivo se invirtiera en la adquisición de participaciones minoritarias en Europa contrario a la expectativa de un mayor reparto hacia los accionistas. Desde nuestra óptica resulta más benéfica la expansión hacia otros mercados que pudieran contribuir con el crecimiento de las utilidades y la diversificación de los ingresos. No descartamos que las inversiones en Europa continúen en el mediano plazo lo cual podría alargar el periodo de reducción de la razón de deuda neta a Ebitda hacia niveles de 1.1x.

En nuestro modelo de **Valuación por múltiplos** estamos determinando un múltiplo FV/Ebitda 2013e objetivo de 6.4x adicionalmente sumamos el valor de mercado actual que tienen las participaciones de Amx en Koninklijke (KPN) y en Telekom Austria. Creemos que erróneamente el mercado no le esta asignando ningún valor a estas inversiones. Tampoco estamos incluyendo algún posible flujo de dividendos proveniente de estas participaciones lo cual podría considerarse como un escenario conservador. Con esta metodología obtenemos un valor teórico al cierre de 2013 de \$19.52.

Y con el modelo de **Valuación por Flujos Descontados** obtenemos un valor de \$20.10 al cierre de 2013. Este valor lo obtenemos con un cálculo de un WACC de 7.5%, una tasa de perpetuidad de 1.0% lo que representaría un valor terminal de 5.8x el Ebitda. El WACC lo determinamos con una tasa libre de riesgo de 3.0%, un riesgo país de 203pb siendo el riesgo ponderado de acuerdo a la contribución de cada país al Ebitda consolidado, un riesgo de mercado de 5.5%, una beta de 1.0x y una relación de deuda a capitalización total de 45%.

Precio Objetivo 2013. En esta ocasión estamos eligiendo la metodología de Valuación por múltiplos por lo que fijamos nuestro **PO 2013 en \$19.50** lo que representaría un múltiplo FV/Ebitda 2013E de 6.6x siendo ligeramente inferior al múltiplo actual.

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	184,504	182,109	192,498	191,739	192,821	4.5	0.6
Cto. de Ventas	103,798	109,335	109,136	110,705	110,402	6.4	(0.3)
Utilidad Bruta	80,706	72,773	83,361	81,034	82,419	2.1	17
Gastos Oper. y PTU	39,908	34,232	41,344	41,917	41,595	4.2	(0.8)
EBITDA	65,841	60,082	67,524	65,465	66,248	0.6	1.2
Depreciación	25,044	21,541	25,506	26,348	25,423	15	(3.5)
Utilidad Operativa	40,798	38,541	42,018	39,117	40,824	0.1	4.4
CIF	(14,072)	(11,103)	5,821	(17,216)	2,371	NP	NP
Intereses Pagados	5,504	6,083	6,146	6,222	6,192	12.5	(0.5)
Intereses Ganados	1,910	2,047	1,624	1,523	1,217	(36.3)	(20.1)
Perd. Cambio	0	0	19,280	0	9,015	NS	NS
Otros	(10,478)	(7,067)	(8,938)	(12,517)	(1,668)	NN	NN
Utilidad después de CIF	26,726	27,438	47,838	21,901	43,195	61.6	97.2
Subs. No Consol.	20	120	13	(77)	1,172	NR	NP
Util. Antes de Impuestos	26,746	27,558	47,852	21,824	44,367	65.9	103.3
Impuestos	6,918	10,351	15,012	8,475	13,517	95.4	59.5
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	1,495	698	199	99	263	(82.4)	166.4
Utilidad Neta Mayoritaria	18,332	16,509	32,641	13,250	30,587	66.8	130.8
MARGEN OPERATIVO	22.1%	21.2%	21.8%	20.4%	21.2%	(0.94pp)	0.77pp
MARGEN EBITDA	35.7%	33.0%	35.1%	34.1%	34.4%	(1.33pp)	0.21pp
MARGEN NETO	9.9%	9.1%	17.0%	6.9%	15.9%	5.93pp	8.95pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	295,890	240,277	222,515	222,643	205,457	(30.6)	(7.7)
Activos Fijos Netos	503,321	542,633	502,492	568,981	576,095	14.5	13
Otros Activos	163,337	162,707	198,649	200,021	184,535	13.0	(7.7)
Activos Totales	962,547	945,617	923,657	991,645	966,088	0.4	(2.6)
Pasivos a Corto Plazo	244,617	262,758	246,434	263,639	240,952	(15)	(8.6)
Pasivos a Largo Plazo	376,074	387,219	379,158	437,196	421,852	12.2	(3.5)
Otros Pasivos	16,401	16,492	13,397	14,014	12,969	(20.9)	(7.5)
Pasivos Totales	620,691	649,977	625,592	700,835	662,805	6.8	(5.4)
Capital Mayoritario	315,979	285,640	287,269	280,122	293,010	(7.3)	4.6
Capital Minoritario	25,877	10,000	10,795	10,689	10,273	(60.3)	(3.9)
Capital Consolidado	341,856	295,640	298,064	290,811	303,283	(11.3)	4.3
Pasivo y Capital	962,547	945,617	923,657	991,645	966,088	0.4	(2.6)

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Geo

Gradual progreso hacia la meta anual

La tendencia esperada: debilidad operativa, mejoría en FCF

Geo ha presentado un reporte al 3T12 que resulta inferior a nuestras expectativas operativas, más por el contrario entrega mejores cifras en el frente financiero y de generación de efectivo. La empresa reporta una reducción modesta en el frente operativo, con ingresos por P\$4,497m y EBITDA de P\$1,047m que implican variaciones de -3% y -1%, respectivamente (ya sobre cifras re expresadas por IFRS), siendo así 16% y 10% menores a nuestra estimación puntual. Por el contrario, la sorpresa positiva, y que pensamos será el foco de atención del mercado, ha sido la generación de flujo de efectivo. Geo presenta un FCF de P\$412m que es ligeramente mejor a lo esperado (P\$400m), y que junto con la valuación de su deuda en dólares incide para una reducción de 6% T/T en la deuda neta (P\$11,376m), algo mejor al 5% que estimábamos.

La desaceleración es evidente en los segmento bajos

Geo tituló 12,688 unidades en este 3T12, 11% menos que el año pasado, con reducciones de 22% en las unidades fondeadas por Infonavit, pero un repunte de 41% en las financiadas por otras fuentes (Fovissste, SHF, Banca). Evidentemente, la mezcla de ventas muestra un cambio importante, denotando la menor contribución del segmento bajo (79.5%) que hayamos visto desde mediados de 2009, cuando la estrategia de largo plazo comenzó a privilegiar la oferta en nichos de acceso a la vivienda, pero que se conforma a la ya citada planeación del año. Por su parte, el precio promedio de venta mejora 8% A/A, principalmente por el mismo cambio de mezcla, aunque también hay que notar la consistente mejora en el valor agregado que Geo busca en sus unidades (ecotecnología, telecomunicación, servicios), a fin de maximizar los recursos disponibles para el financiamiento en cada nicho.

Objetivo de año, complicado, pero alcanzable

Con este reporte, durante los primeros nueve meses del año Geo acumula un avance de 6.6% en sus ingresos, presenta un margen EBITDA de 22.4%, y ha generado un FCF negativo por P\$1,114m. Lo anterior, al contrastarse con la guía del año—crecimiento de 5% a 8%, margen 21% a 23%, FCF de P\$200 a P\$400m—, deja al parecer sólo la duda del FCF. En nuestra opinión, dado el ajuste en el ritmo de avance, así como la estacionalidad usual de fin de año, se trata de una meta alcanzable, si bien no precisamente sencilla. Nuestras estimaciones actuales asumen que efectivamente Geo logrará la meta anual, tanto en lo operativo, como en la parte de flujo y finanzas.

Se sostiene como nuestra opción favorita en el sector

Con este reporte revisamos a fondo nuestras estimaciones a 2013-2014, y aunque ajustamos a la baja el frente operativo, la consecuencia natural de ello es que ahora estimamos que será con mayor facilidad que Geo comience una etapa de generación de flujo de efectivo positivo, creciente de forma consistente. Siendo que Geo sería la primera empresa en lograr este objetivo tras el proceso de transformación que ha sufrido la industria durante los últimos tres años, es que la mantenemos como nuestra opción favorita en el sector aún cuando la citada revisión ha implicado un ajuste en el precio objetivo 2013, de P\$25.5 anterior, a uno de P\$24.5 (FV/EBITDA de 5.0x, P/U de 8.5x) que ofrece un rendimiento potencial de poco más de 40%. Es importante subrayar la naturaleza comparativamente riesgosa que presenta el sector vivienda aún cuando muchos de los cambios necesarios para adaptarse a la nueva condición del mercado, incluso cambios en el modelo de negocios, han sido completados ya por la mayoría de las empresas líderes, pero todavía no muestran resultados contundentes.

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

Compra

Precio Objetivo (2013 P\$):	24.50
Rendimiento Potencial :	40.8%
Precio Objetivo ADR :	7.84

Carlos Hermosillo Bernal

carlos.hermosillo.bernal@banorte.com
5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	17.40
Precio ADR (USD\$)	5.35
Acciones por ADR	4
Dividendo (retorno)	n.a.
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	22.7 - 12.1
Valor de mercado (USD\$ m)	741
Acciones en circulación (m)	554
% entre el público	68.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	35.2

Resultados

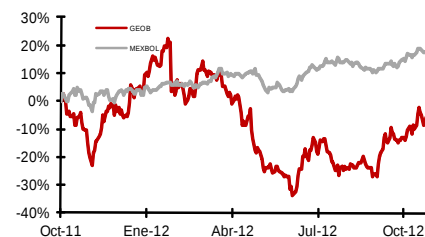
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	21,163	20,744	22,402	24,237
Utilidad Operativa	3,426	3,280	3,497	3,802
EBITDA	4,413	4,598	4,944	5,397
Margen EBITDA	20.9%	22.2%	22.1%	22.3%
Utilidad Neta	1,437	1,282	1,595	1,745
Margen Neto	6.8%	6.2%	7.1%	7.2%
Activo Total	41,014	40,807	42,835	46,498
Disponible	2,721	2,981	4,050	5,608
Pasivo Total	30,974	28,964	28,732	28,828
Deuda	13,557	13,226	12,926	13,021
Capital	10,040	11,842	14,103	17,670

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FE/EBITDA	5.0x	4.8x	4.2x	3.7x
P/U	8.3x	7.5x	6.0x	5.5x
P/VL	1.1x	1.0x	0.8x	0.6x
ROE	14.6%	14.1%	14.7%	13.1%
ROA	4.4%	3.8%	4.7%	4.9%
EBITDA/Intereses	4.8x	4.1x	5.3x	5.6x
DeudaNeta/EBITDA	2.5x	2.2x	1.8x	1.4x
Deuda/Capital	1.4x	1.1x	0.9x	0.7x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



GEO – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12 Real	Var %	3T12e	Var. % e	Desviación
Ventas	4,632	4,497	-2.9%	5,359	15.7%	-16.1%
Utilidad de Operación	691	658	-4.9%	799	15.6%	-17.7%
Ebitda	1063	1048	-15%	1,165	9.6%	-10.1%
Utilidad Neta	205	357	74.3%	351	716%	16%
Márgenes						
Margen Operativo	14.9%	14.6%	-0.3 p.p.	14.9%	-0.02 p.p.	-0.28 p.p.
Margen Ebitda	23.0%	23.3%	0.35 p.p.	217%	-12 p.p.	155 p.p.
UPA	0.372	0.643	72.8%	0.638	715%	0.8%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

GEO

	2011 3		2011 4		2012 1		2012 2		2012 3	3-12/3-11	3-12/2-12
Estado de Resultados											
Ventas	4,631,857	1%	6,231,241	11%	4,480,617	9%	5,791,108	13%	4,496,790	-3%	-22%
Costo de Ventas	3,116,708	-1%	4,278,428	13%	3,112,302	11%	3,986,269	14%	3,070,097	-1%	-23%
Margen Bruto	32.7%		31.3%		30.5%		31.2%		31.7%		
Gastos de Operación	823,942	11%	923,410	0%	672,322	-1%	862,279	3%	782,998	-5%	-9%
Utilidad Operativa	691,207	-3%	1,029,403	15%	711,235	18%	955,309	8%	657,570	-5%	-31%
Margen Operativo	14.9%		16.5%		15.9%		16.5%		14.6%		
EBITDA	1,063,027	4%	1,368,819	11%	986,542	12%	1,281,136	16%	1,047,547	-1%	-18%
Margen EBITDA	23.0%		22.0%		22.0%		22.1%		23.3%		
Costo Financiero	-141,963	-7%	-410,299	114%	-217,497	91%	-558,389	141%	-72,498	-49%	-87%
Intereses Pagados	176,647	5%	350,410	13%	285,944	38%	296,816	57%	245,126	39%	-17%
Intereses Ganados	34,684	83%	16,554	160%	7,580	-71%	15,575	16%	16,934	-51%	9%
Utilidad antes de impuestos	541,611	-5%	552,401	-11%	493,738	1%	396,920	-31%	568,072	5%	43%
Impuesto Pagado	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.	0	n.m.	n.m.
Impuesto Diferido	142,299	-21%	100,692	-22%	144,208	-15%	116,707	-30%	153,852	8%	32%
Utilidad Consolidada	399,312	3%	451,709	-6%	349,530	10%	280,213	-32%	414,220	4%	48%
Participación Minoritaria	152,181	623%	103,419	19%	69,776	35%	40,565	-45%	57,656	-62%	42%
Utilidad Neta Mayoritaria	204,559	-44%	348,290	-11%	279,754	5%	239,648	-29%	356,564	74%	49%
Margen Neto	4.4%		5.6%		6.2%		4.1%		7.9%		
Balance											
Activo Total	34,401,333	21%	41,013,757	36%	42,070,785	36%	40,099,653	24%	40,577,784	18%	1%
Activo Circulante	23,702,297	11%	19,966,926	2%	21,002,336	3%	18,965,687	-14%	19,208,752	-19%	1%
Disponible	1,774,136	-8%	2,721,166	22%	3,231,071	101%	2,549,764	22%	2,126,180	20%	-17%
Cuentas por Cobrar (clientes)	2,234,160	152%	301,185	-72%	299,098	-75%	630,880	-59%	816,723	-63%	29%
Inventarios	17,927,640	4%	14,942,122	1%	14,822,309	-7%	13,164,548	-21%	13,873,945	-23%	5%
Pasivo Total	24,143,969	18%	30,973,597	49%	31,841,544	48%	29,193,084	31%	29,306,925	21%	0%
Pasivo Circulante	11,342,185	14%	18,475,283	73%	17,600,008	63%	14,862,353	35%	14,987,319	32%	1%
Pasivo largo Plazo	9,030,947	36%	12,498,314	95%	14,241,536	118%	14,330,731	116%	14,319,606	59%	0%
Capital Consolidado	10,257,364	28%	10,040,160	8%	10,229,241	9%	10,906,569	8%	11,270,859	10%	3%
Minoritario	1,668,314	3%	1,696,771	-8%	1,551,545	2%	1,867,941	6%	1,856,049	11%	-1%
Mayoritario	8,589,050	34%	8,343,389	11%	8,677,696	10%	9,038,628	8%	9,414,810	10%	4%
Pasivo con Costo	12,739,760	34%	13,556,551	47%	15,502,796	48%	14,706,785	46%	13,502,531	6%	-8%
Corto Plazo	3,708,813	28%	4,584,134	65%	5,161,893	31%	3,790,835	11%	3,358,179	-9%	-11%
Largo Plazo	9,030,947	36%	8,972,417	40%	10,340,903	59%	10,915,950	64%	10,144,352	12%	-7%
Deuda Neta	10,965,624	45%	10,835,385	55%	12,271,725	39%	12,157,021	53%	11,376,351	4%	-6%

Fuente: GEO, BMV, Banorte-Ixe

HERDEZ

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

Resultados positivos a nivel operativo

Solidez en el consumo y crecimiento orgánico beneficia reporte

Grupo Herdez registró resultados del 3T12 positivos, por arriba de nuestros estimados y los del mercado a nivel operativo, no así a nivel neto donde la empresa registró una variación negativa de 7.3%. Durante el 3T12 los ingresos crecieron 21.5% a/a, derivado de un crecimiento de 14.8% en las ventas nacionales y de 55.5% en las ventas de exportación. El desempeño en ingresos derivó de una tendencia positiva en el consumo y del desempeño orgánico de la división internacional. Mayores costos de insumos como el aceite de soya, atún y yema de huevo derivaron en una contracción en el margen bruto de 130pb. Eficiencias en gastos de operación minimizaron el impacto en costos y al cierre del periodo se observó un crecimiento en utilidad de operación de 22% con estabilidad en margen. Como señalamos a nivel neto, la empresa reportó un baja de 7.3% relacionada con costos de financiamiento más elevados durante el periodo.

Combinación precio/ volumen impulsa ingresos nacionales

Las ventas nacionales crecieron 14.8 a/a, por encima de nuestro estimado de 4.0%, de acuerdo con la empresa, las categorías de mayonesa, atún y gelatinas destacaron en su desempeño durante el trimestre. Por su parte, los ingresos en Estados Unidos se incrementaron 55.5% derivado de la incorporación de Fresherized Foods, así como el crecimiento orgánico y de participación de mercado, además de mejores resultados en el punto de venta con base a las estrategias de comercialización.

Mayores costos impactan margen bruto.

El margen bruto durante el trimestre se contrajo 130pb, derivado del incremento en los precios de las materias primas, especialmente el aceite de soya, atún y yema de huevo, así como el efecto de la devaluación del peso para los insumos denominados en dólares. Los gastos de operación como proporción de las ventas fueron de 20.7% una ligera disminución respecto al mismo trimestre del año anterior. La utilidad de operación avanzó 22.0%, el margen reportó un avance de 50pb a 14.8%, principalmente por la mejor absorción de gastos respecto de las ventas. El EBITDA reportó un incremento de 23.6% una expansión en márgenes de 30pb a 16.6%

Expectativas 2013

Nuestras proyecciones asumen incrementos de 12.9% en ingresos para 2013, favorecidos del crecimiento positivo estimado en el mercado mexicano, sumado al desempeño en EU, donde deberá presentar crecimientos a ritmo de doble dígito favorecido por estrategias de ganancia de mercado y mejores volúmenes de venta y las nuevas líneas de negocio. En volúmenes esperamos un aumento de 8% en México y 15% internacional. Esperamos un alza de 13.5% en EBITDA, donde consideramos eficiencias en gastos que compensaran presiones en costos.

Precio Objetivo 2013 a P\$40.50 reiteramos MANTENER

Consideramos que los resultados positivos tanto en ingresos como a nivel operativo ya se encuentra descontado por el mercado. No obstante la baja en utilidad neta pudiera generar una reacción negativa de corto plazo. Con este reporte estamos incorporando nuestro Precio Objetivo 2013 que fijamos en P\$40.50 y una recomendación de MANTENER. Nuestro precio representa un rendimiento de 12.1% desde los niveles actuales A ese nivel de precio la empresa estaría cotizando a un múltiplo FV/EBITDAe de 10.5x, en línea con el promedio que ha registrado la compañía en el último año y similar al promedio de las empresas del sector alimentos.

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 40.50
Rendimiento Potencial : 12.1%
Precio Objetivo ADR : N.D.

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	36.13
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	36.69 - 24.30
Valor de mercado (USD\$ m)	1,203
Acciones en circulación (m)	432
% entre el público	28.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	8.8

Resultados

(cifras en millones de pesos)

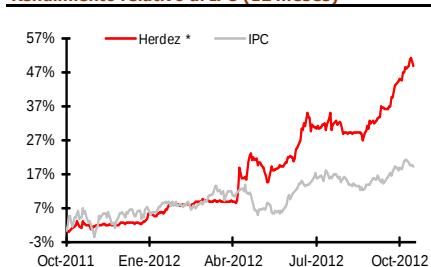
	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	9,697	11,480	12,963	13,748
Utilidad Operativa	1,536	1,834	2,115	2,251
EBITDA	1,689	2,009	2,243	2,395
Margen EBITDA	17.4%	17.5%	17.3%	17.4%
Utilidad Neta	765	920	1,054	1,097
Margen Neto	7.9%	8.0%	8.1%	8.0%

Activo Total	9,221	9,287	11,557	13,740
Disponible	1,155	1,054	2,300	3,263
Pasivo Total	4,476	3,154	3,804	4,119
Deuda	2,733	625	632	647
Capital	3,683	4,800	6,069	7,530

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	8.8x	11.3x	10.0x	8.9x
P/U	14.2x	17.3x	14.9x	14.3x
P/VL	3.1x	3.3x	2.6x	2.1x
ROE	20.8%	21.2%	19.3%	16.0%
ROA	8.3%	9.7%	10.1%	8.6%
DeudaNeta/EBITDA	0.9x	-0.2x	-0.8x	-1.1x
Deuda/Capital	0.7x	0.1x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



HERDEZ Resultados 3T12

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E	Consenso	Var % vs E
Ventas	2,347	2,853	215%	2,670	6.85%	2,699	5.71%
Utilidad de Operación	346	423	22.3%	422	0.24%		
Ebitda	384	474	23.4%	457	3.72%	478	-0.84%
Utilidad Neta	209	194	-7.2%	214	-9.35%	214	-9.35%
M árgenes							
Margen Operativo	14.7%	14.8%	+0.1pp	15.8%	-10 pp	0.0%	0
Margen Ebitda	16.4%	16.6%	+0.2 pp	17.1%	-0.5pp	17.7%	1pp
UPA	0.48	0.45	-6.4%	0.58	-22.6%	0.50	-10.2%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

Estructura financiera:

Al 30 de septiembre la posición en efectivo de la empresa fue de Ps1,191 millones. La deuda consolidada se sitió en Ps2,187 millones. La deuda neta consolidada se ubicó en Ps996 millones. La razón de deuda neta a EBITDA se ubica en 0.20x contra 0.25x en junio de 2012.

Inversión en Activos.

La compañía realizó durante el trimestre una inversión en activos por P\$143millones, destinados a la construcción de la nueva planta de mayonesa en el Estado de México.

Valuación

De acuerdo con nuestros estimados y modelo de valuación hemos establecido un Precio Objetivo 2013 para las acciones de HERDEZ de \$40.50, lo que representaría un rendimiento potencial de 12.1% sobre precios actuales. Con base a nuestro precio objetivo, las acciones de HERDEZ estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA de 10.5x, en línea con el promedio que ha registrado la compañía en el último año. Consideramos que los catalizadores de valor para la compañía como son los beneficios de las adquisiciones (Don Miguel, Fresherized Foods y Aires de Campo) realizadas en los últimos dos años ya se encuentran en el precio, además de que no observamos elementos de corto plazo que pudieran generar una revaluación en múltiplos para 2013. Derivado de lo anterior es que limitamos nuestra recomendación a MANTENER.

De acuerdo con nuestras estimaciones, los ingresos de Herdez en 2013 crecerán 12.9% y el EBITDA 13.5%. La compañía consideramos mantendrá estable su margen EBITDA ante mayores eficiencias en gastos que compensará la presión en costos de las materias como: aceite de soya, sémola de trigo, atún, etc., así como fluctuaciones en tipo de cambio que pudieran afectar los precios de los insumos en dólares.

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo 2013e es de \$40.00 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.5%, costo promedio de la deuda de 5.6% (Cete 28 días), Beta de 0.60, Riesgo país de 1.5%, un premio por riesgo mercado de 5.50% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%.

Grupo Herdez - DCF							
Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Flujo Libre de Efectivo	993.8	972.3	1,201.0	1,253.1	1,417.6	1,572.7	1,648.3
				2020E	2021e	2022e	2023e
Wacc	8.5%			1,753.6	1,738.1	1,400.7	1,516.1
VPN de los Flujos	9,444						
(+) VPN perpetuidad	10,218						
(-) deuda neta	996					PO DCF	40.51
(-) interes minoritario	1,111					Precio Actual	36.13
Valor de capital	17,555						
Acciones en Circulación	432.00					Rendimiento Potenci	12.13%

Fuente: Banorte-Ixe

ESTADOS FINANCIEROS

HERDEZ

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	2,347	2,918	2,548	2,665	2,853	215	7.0
Cto. de Ventas	1483	1902	1636	1729	1839	24.0	6.4
Utilidad Bruta	864	1016	912	936	1014	17.3	8.3
Gastos Oper. y PTU	518	580	565	551	591	14.2	7.3
EBITDA	384	486	396	433	474	23.5	9.5
Depreciación	36	50	49	47	51	44.4	8.9
Utilidad Operativa	347	436	347	386	423	22.0	9.6
CIF	52	(3)	(54)	(9)	(47)	PN	NN
Intereses Pagados	42	42	47	45	44	3.6	(3.1)
Intereses Ganados	23	18	19	16	18	(23.9)	7.4
Perd. Cambio	71	21	0	0	0	NS	
Otros			(26)	20	(20)	NS	PN
Utilidad después de CIF	398	433	293	377	376	(5.6)	(0.2)
Subs. No Consol.	9	6	11	5	5	(42.2)	13.1
Util. Antes de Impuestos	407	438	304	381	381	(6.4)	(0.0)
Impuestos	136	134	90	121	110	(19.4)	(9.5)
Part. Extraord.	(1)	(1)	0	0	0	NS	
Interés Minoritario	62	85	57	64	78	25.7	210
Utilidad Neta Mayoritaria	209	218	156	196	194	(7.3)	(1.0)
MARGEN OPERATIVO	14.8%	14.9%	13.6%	14.5%	14.8%	0.05pp	0.34pp
MARGEN EBITDA	16.4%	16.7%	15.6%	16.2%	16.6%	0.26pp	0.37pp
MARGEN NETO	8.9%	7.5%	6.1%	7.3%	6.8%	(2.11pp)	(0.55pp)

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	4,316	4,945	4,612	4,846	4,997	15.8	3.1
Disponibles	1081	1155	890	1033	1191	10.1	15.3
Cientes y Cts. x Cob.	2,074	2,534	2,300	2,380	2,281	10.0	(4.2)
Inventarios	1125	1096	1306	1304	1454	29.3	115
Otros Circulantes	37	161	116	129	71	911	(45.1)
Activos Fijos Netos	2,166	2,280	2,270	2,342	2,473	14.2	5.6
Otros Activos	2,041	1,996	1,982	2,021	1,947	(4.6)	(3.7)
Activos Totales	8,524	9,221	8,865	9,209	9,416	10.5	2.3
Pasivos a Corto Plazo	1,361	1,233	1,048	1,146	1,194	(12.2)	4.2
Proveedores	648	843	772	801	906	39.7	13.2
Cred. Banc. Y Burs	408	4	3	2	1	(99.7)	(50.0)
Impuestos por pagar	21	41	25	8	12	(44.3)	52.7
Otros Pasivos c/ Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/ Costo	283	345	247	336	275	(2.8)	(18.0)
Pasivos a Largo Plazo	2,296	3,243	3,210	3,263	3,189	38.9	(2.3)
Cred. Banc. Y Burs	1,801	2,219	2,185	2,210	2,186	213	(11)
Otros Pasivos c/ Costo	495	1,024	1,025	1,054	1,004	102.8	(4.7)
Otros Pasivos s/ Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	416	111	120	125	143	(65.7)	13.9
Pasivos Totales	4,072	4,476	4,258	4,410	4,384	7.6	(0.6)
Capital Mayoritario	3,466	3,683	3,627	3,756	3,922	13.1	4.4
Capital Minoritario	985	1,063	980	1,043	1,111	12.8	6.6
Capital Consolidado	4,451	4,745	4,607	4,799	5,033	13.1	4.9
Pasivo y Capital	8,524	9,221	8,865	9,209	9,416	10.5	2.3

Fuente: BMV, Banorte-IXE

Axtel

Otro fuerte impacto al Ebitda

Los fundamentos han quedado atrás, LIED mueve el precio

Recientemente el comportamiento del precio de la acción de Axtel ha sido determinado por la posibilidad de que el Senado modifique la Ley de Inversión Extranjera Directa (LIED) eliminando el tope del 49% en telefonía fija. Adicionalmente se menciona que se podría eliminar el IEPS del 3% ya que este impuesto no permite una mayor baja en las tarifas de los servicios de telecomunicaciones. Creemos que tarde o temprano se eliminará este tope ya que es obsoleto por lo que algunas empresas podrían convertirse en objetivos de adquisición, sin embargo, la pregunta importante es si alguna empresa extranjera estaría dispuesta a invertir en México por los continuos litigios relacionados con la regulación del sector.

Caída de 23% en el Ebitda y contracción de 6.6pp en el margen

Los resultados de Axtel en el 3T12 son débiles en lo operativo, en línea con nuestros estimados. La empresa reportó una caída de 4.9% en las ventas provocado por una reducción en los ingresos por servicios de voz lo cual no pudo ser compensado por un aumento en Otros Ingresos (ventas de equipo) y los ingresos por transmisión de datos. El efecto de la competencia, la salida de Nextel y el empaquetamiento sigue erosionando las tarifas por lo que el ARPU disminuyó 7.2% vs 3T12. Otro elemento de preocupación es la desaceleración en las adiciones netas del servicio de internet de banda ancha; en el trimestre se registraron 8.9 mil adiciones netas vs 30.6 mil del 3T11. A nivel del Ebitda se reportó una disminución de 23.4% con lo que el margen de Ebitda se comprimió 6.6pp para descender a 27.3% siendo menor a nuestra expectativa. La empresa no ha podido absorber el deterioro de los ingresos, además, la venta de equipo tiene menores márgenes.

Con un alza sustancial en la utilidad neta por ganancias cambiarias

Derivado de la apreciación del peso, Axtel reportó una ganancia cambiaria de \$612 mdp lo que compara favorablemente con la pérdida de \$1,234 mdp del 3T12. Es por esto que la empresa reportó una utilidad neta de \$362 mdp siendo muy superior a nuestro estimado de \$111 mdp. Dada la volatilidad de la paridad cambiaria este efecto positivo podría desvanecerse y continuar con el deterioro que hemos visto durante varios trimestres del capital contable.

Preocupa el deterioro de las razones de apalancamiento en 2013

Actualmente la razón de deuda neta a Ebitda se ubica en 3.4x, sin embargo en base a nuestro escenario para el 2013 esta podría alcanzar hasta un nivel de 3.8x si los resultados de la empresa continúan deteriorándose. Para el 2013 estimamos caídas de 2.8% en los ingresos y de 2.3% en el Ebitda no obstante si la presión de la competencia sobre las tarifas es mayor podríamos ver caídas de mayor magnitud. Creemos que es crucial para Axtel adaptar su estructura de costos y gastos a un nivel en donde no "queme" más efectivo dado su alto apalancamiento además de buscar una inyección de capital que le permita reestructurar su balance y retomar el crecimiento en su servicio de internet a través de fibra óptica (FTTH).

Fijamos PO 2013 de \$2.50 y recomendamos VENTA

Considerando sólo los fundamentos actuales de la compañía ya que sería muy aventurado especular con un escenario de fusiones o adquisiciones estamos fijando nuestro precio objetivo para el 2013 mediante una valuación por múltiplos. Incorporando este reporte Axtel cotiza con un múltiplo FV/Ebitda U12m de 4.8x. Existen pocas razones para considerar una apreciación en los múltiplos pero suponiendo que al alcanzar una estabilidad en sus finanzas y ejecutar alguno de sus planes para recapitalizar a la compañía la acción se podría pagar a un múltiplo FV/Ebitda 13e de 5.0x por lo que fijamos nuestro precio objetivo en \$2.50 y reiteramos nuestra recomendación de **Venta**.

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

VENTA

Precio Objetivo (2013 P\$): 2.50

Rendimiento Potencial : -28.2%

Precio Objetivo ADR : 1.37

Manuel Jimenez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx

5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	3.48
Precio ADR (USD\$)	1.88
Acciones por ADR	7
Dividendo (retorno)	0.9%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	5.45 - 1.91
Valor de mercado (USD\$ m)	332
Acciones en circulación (m)	1,239
% entre el público	35.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	22.7

Resultados

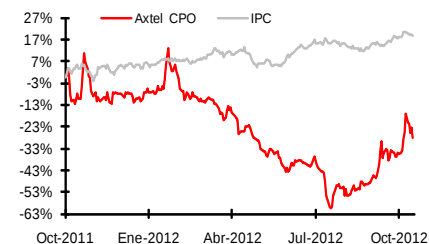
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	10,829	10,307	10,018	10,169
Utilidad Operativa	437	163	180	87
EBITDA	3,575	2,857	2,795	2,880
Margen EBITDA	33.0%	27.7%	27.9%	28.3%
Utilidad Neta	2,043	422	564	152
Margen Neto	-18.9%	-4.1%	-5.6%	-1.5%
Activo Total	22,092	20,361	20,165	20,081
Disponible	1,373	1,060	982	1,238
Pasivo Total	16,290	14,928	15,327	15,389
Deuda	12,323	10,909	11,162	11,062
Capital	5,802	5,433	4,837	4,692

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	4.6x	5.4x	5.6x	5.4x
P/U	-5.2x	-10.2x	-7.6x	-28.4x
P/VL	0.8x	0.8x	0.9x	0.9x
ROE	-35.2%	-7.5%	-11.0%	-3.2%
ROA	-9.2%	-2.0%	-2.8%	-0.8%
EBITDA/Intereses	3.6x	2.9x	3.1x	3.3x
DeudaNeta/EBITDA	3.1x	3.4x	3.6x	3.4x
Deuda/Capital	2.1x	2.0x	2.3x	2.4x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Axtel – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	2,714	2,581	-4.9%	2,514	2.7%
Utilidad de Operación	129	(66)	N.A.	28	N.A.
Ebitda	919	705	-23.4%	742	-5.0%
Utilidad Neta	(1,081)	363	N.A.	111	227.0%
Márgenes					
Margen Operativo	4.8%	(2.6%)	-7.3pp	1.1%	-3.7pp
Margen Ebitda	33.9%	27.3%	-6.6pp	29.7%	-2.4pp
UPA	(\$0.863)	\$0.290	N.A.	\$0.089	225.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	2,713	2,768	2,503	2,688	2,581	(4.9)	(4.0)
Cto. de Ventas	671	678	625	820	741	10.4	(9.7)
Utilidad Bruta	2,042	2,091	1,878	1,868	1,841	(9.9)	(15)
Gastos Oper. yPTU	193	2,373	1,869	1,931	1,907	(0.3)	(12)
EBITDA	890	921	760	694	703	(210)	12
Depreciación	761	809	752	757	769	10	16
Utilidad Operativa	129	112	9	(63)	(66)	PN	NN
CIF	(1,526)	(720)	694	(1,064)	382	NP	NP
Intereses Pagados	269	259	267	273	242	(10.0)	(113)
Intereses Ganados	20	(11)	7	5	5	(73.4)	12.5
Perd. Cambio	0	(435)	969	0	613	NS	NS
Otros	(1278)	(15)	(14)	(796)	6	NP	NP
Utilidad después de CIF	(1,397)	(608)	702	(1,127)	316	NP	NP
Subs. No Consol.	0	(0)	(0)	0	0		NS
Util. Antes de Impuestos	(1,397)	(608)	702	(1,127)	316	NP	NP
Impuestos	(316)	66	207	(149)	(47)	NN	NN
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	0	0	0	0	0		
Utilidad Neta Mayoritaria	(1,081)	(1,068)	496	(978)	363	NP	NP
MARGEN OPERATIVO	4.8%	4.1%	0.3%	-2.3%	-2.6%	(7.31pp)	(0.23pp)
MARGEN EBITDA	32.8%	33.3%	30.4%	25.8%	27.2%	(5.58pp)	140pp
MARGEN NETO	-39.8%	-38.6%	19.8%	-36.4%	14.1%	53.90pp	50.42pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	3,820	4,340	3,408	3,968	3,866	12	(2.6)
Activos Fijos Netos	15,276	17,304	16,956	16,794	16,598	8.7	(12)
Otros Activos	2,327	449	434	432	419	(82.0)	(3.1)
Activos Totales	21,423	22,092	20,798	21,194	20,883	(2.5)	(1.5)
Pasivos a Corto Plazo	3,792	4,027	3,437	3,965	3,976	4.9	0.3
Pasivos a Largo Plazo	10,548	12,263	11,235	11,907	11,233	6.5	(5.7)
Otros Pasivos	170	403	329	339	345	103.5	18
Pasivos Totales	14,510	16,290	14,671	15,872	15,209	4.8	(4.2)
Capital Mayoritario	6,913	5,802	6,127	5,322	5,674	(17.9)	6.6
Capital Minoritario	0	0	0	0	0		
Capital Consolidado	6,913	5,802	6,127	5,322	5,674	(17.9)	6.6
Pasivo y Capital	21,423	22,092	20,798	21,194	20,883	(2.5)	(1.5)

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Lab

3T12: SIN SORPRESAS...

Crecimientos en línea

El día de hoy, Lab reportó sus resultados correspondientes al 3T2012. La emisora reportó Ventas de \$2,562 (+20.1%) y Ebitda de \$658mdp (18.6%). Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda, aunque ligeramente mejor en el rubro de Ventas (+4.5%). La utilidad neta mayoritaria, tuvo un crecimiento de 4.7%, menor en 11.8% vs nuestro estimado, afectada en buena medida por una pérdida cambiaria (-\$36.7mdp) en la posición de efectivo en dólares de LAB, derivado de la depreciación de esta moneda vs las monedas en que opera la empresa.

Segmento Internacional mantiene dinamismo

El crecimiento de 20.1% en Ventas se compuso de varios factores: 1) Un incremento de 13.5% (\$207.2 mdp) de la línea base en México; 2) Una caída de 35.6% (\$54.8mdp), debido al efecto de los lanzamientos del año anterior en México, incluyendo las recientes extensiones de línea en dichas marcas lanzadas durante el 2011; 3) \$69.2mdp durante el 3T2012 de Marcas Nuevas en México y 4) Un incremento de 46.4% (\$1,736.2mdp), de las operaciones internacionales para alcanzar \$1,736.2mdp. El crecimiento de este último rubro, ha sido fuerte y constante durante los últimos trimestres, por lo que se confirma una tendencia positiva para el crecimiento de Genomma Lab en los mercados internacionales, lo que abre la puerta a un potencial grande para la emisora.

Contracciones en Márgenes Operativos

A pesar de que el margen bruto de la compañía durante el 3T2012 tuvo una mejoría de 2.4pp (70.4%), vs el 3T11 (68.0%), derivado el crecimiento en las ventas de los productos OTC (los cuales tienen un menor costo de ventas como porcentaje de las ventas), el efecto se vio contrarrestado por el incremento de 2.4pp en los gastos generales de Venta y Administración (a 45.4%). Lo anterior, derivado de mayores gastos por las iniciativas relacionadas con recientes adquisiciones, así como de las estrategias internacionales, esto incluye el período de prueba con uno de los clientes clave en EUA (Walgreens).

Anuncia adquisiciones

La emisora está anunciando que ha concretado la adquisición de dos marcas en el segmento OTC: Picidex y Babysan, ambas en Argentina. Las marcas como es tradicional en este tipo de compras cuentan con un fuerte legado y reconocimiento en la mente del consumidor. La marca Picidex participa en la categoría de antimicóticos con cuatro presentaciones: crema, polvo, spray y loción. Por otro lado Babysan se encuentra en la categoría de astringentes y dermatoprotectores. El monto de la adquisición fue por \$42.4mdp, lo que implica múltiplo P/V de 3.16x, ligeramente por arriba del múltiplo P/V al que cotiza LAB actualmente (3.0x) y también superior al de su más reciente compra (XL-3), concretada a 2.5x P/V. El múltiplo pagado resultó similar al pagado por la compra de las marcas adquiridas a Colgate - Palmolive hace un año. En principio, pensaríamos que esta adquisición luce cara dado que en la de Colgate esto incluía el suministro de los productos para las marcas adquiridas. El efecto de esta adquisición sobre nuestras estimaciones para 2013 resulta marginal, ya que estaría incorporando alrededor de +1.1% en Ventas y +1.0% en Ebitda (asumiendo un margen Ebitda de 26.0%).

Introducimos PO2013E de \$33.0 con recomendación de COMPRA.

El reporte en general, resultó positivo aunque en línea con lo que se anticipaba. Consideramos que el efecto por la reciente baja en las expectativas de crecimiento para este año ya se encuentra totalmente incorporado y que los resultados en los próximos trimestres deberán seguir siendo positivos. Estimamos un crecimiento en Ebitda para 2013 de 20.0%, con este crecimiento el múltiplo FV/Ebitda 2013E sería de 9.8x, trasladando este mismo múltiplo al cierre de 2013 el PO2013E sería de \$33.0. Lo anterior, equivale a un rendimiento potencial de 25.6%, por lo que recomendamos COMPRA.

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	33.00
Rendimiento Potencial :	25.7%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx
5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	26.26
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	29.14 - 21.88
Valor de mercado (USD\$ m)	2,132
Acciones en circulación (m)	1,053
% entre el público	32.3%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	102.7

Resultados

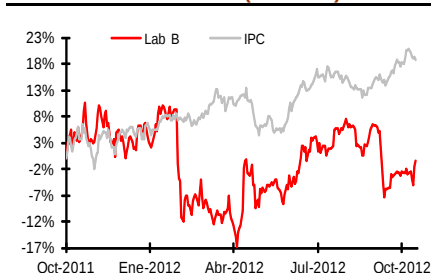
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	8,075	9,730	11,834	14,320
Utilidad Operativa	2,057	2,495	3,111	3,800
EBITDA	2,139	2,549	3,166	3,873
Margen EBITDA	26.5%	26.2%	26.7%	27.0%
Utilidad Neta	1,397	1,666	1,901	2,691
Margen Neto	17.3%	17.1%	16.1%	18.8%
Activo Total	9,189	12,340	13,892	15,576
Disponible	1,539	971	1,156	3,028
Pasivo Total	3,605	5,734	5,996	6,386
Deuda	970	3,079	2,533	2,084
Capital	5,542	5,945	7,106	8,271

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.2x	11.3x	9.1x	7.4x
P/U	22.6x	16.6x	14.5x	10.3x
P/VL	5.8x	4.7x	3.9x	3.3x
ROE	25.2%	29.0%	29.1%	35.0%
ROA	15.2%	15.5%	14.5%	18.3%
EBITDA/Intereses	52.6x	13.4x	15.9x	17.3x
DeudaNeta/EBITDA	-0.3x	0.8x	0.4x	-0.2x
Deuda/Capital	0.2x	0.5x	0.4x	0.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



LAB- Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T12	3T11	Var %	3T12e	Var% vs E*
Ventas	2,562	2,133	20.1%	2,451	4.5%
Utilidad de Operación	641	533	20.3%	648	-1.0%
Ebitda	658	555	18.6%	671	-2.0%
Utilidad Neta	409	391	4.7%	464	-11.8%
Márgenes					
Margen Operativo	25.0%	25.0%	0.0%	26.4%	-1.4%
Margen Ebitda	25.7%	26.0%	-0.3%	27.4%	-1.7%
UPA	0.389	0.372	4.7%	0.441	-11.8%

Fuente: LAB, Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Bajan niveles de inventarios

Los días de inventarios de LAB disminuyeron 60 días, al pasar de 183 días en el 3T2011 a 123 días durante el 3T12. La disminución estuvo derivada de un manejo de inventarios más eficiente gracias a la implementación de nuevos sistemas, así como también por la alta base de comparación que enfrentaba la empresa debido a la baja en las ventas de la división internacional durante el mismo período del año anterior. Por otro lado, los días de clientes se incrementaron en 45 días, al pasar de 119 días en el 3T11 a 164 días en el 3T12. A pesar de que el incremento en los días de clientes es sustancial, consideramos que esto es un "mal necesario", que permitirá apuntalar de manera importante sobre todo las estrategias a nivel internacional.

Estimaciones 2013

Estimamos que durante el 2013, LAB estaría reportando crecimientos del orden del 20.5% en Ventas y 20.0% en Ebitda. Anticipamos un crecimiento conservador y estamos conscientes de que cuando la compañía publique su "guía oficial", esta cifra podría resultar un poco mejor. La mayor

expansión de las operaciones a nivel internacional, aunado a las recientes compras realizadas durante los últimos meses (Wildroot, Alert, Nordiko, XL-3, etc), serán algunos de los factores que estarán impulsando el crecimiento futuro. Por otro lado los positivos resultados observados con el producto para el tratamiento para la calvicie y el potencial para crecer en EUA de la mano de Walgreens y otros grandes retailers, hacen que el futuro para la compañía luzca promisorio. A pesar de que en el mercado existe algo de desconfianza por parte de los inversionistas hacia la emisora, después del intento fallido de adquisición de PBH, y el recorte en las expectativas para 2012, consideramos que resultados consistentemente positivos hacia delante ayudarán a que el mercado recupere la confianza apoyando el desempeño de la acción. El PO2013E estuvo determinado con base en un múltiplo FV/Ebitda a pagar por la compañía de 9.8x. Consideramos que en este nivel ya se encuentra incorporado un posible menor dinamismo en los resultados. Recomendamos COMPRA y PO2013E de \$33.0.

ESTADOS FINANCIEROS

LAB

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	2,133	2,744	1,775	2,074	2,562	20.1	23.5
Cto. de Ventas	683	836	540	716	758	110	5.8
Utilidad Bruta	1450	1908	1235	1358	1804	24.4	32.9
Gastos Oper. y PTU	916	1033	964	918	1163	26.9	26.6
EBITDA	555	933	287	456	658	18.6	44.3
Depreciación	21	19	16	16	16	(24.1)	(0.7)
Utilidad Operativa	533	913	271	439	641	20.3	46.0
CIF	26	(5)	(63)	(5)	(56)	PN	NN
Intereses Pagados	21	30	23	29	51	146.1	74.6
Intereses Ganados	6	11	5	3	16	147.6	463.5
Perd. Cambio	41	14	0	21	0	NS	NS
Otros	(1)		(44)		(21)	NN	NS
Utilidad después de CIF	559	908	208	434	585	4.7	34.8
Subs. No Consol.	0	(0)	(4)	(12)	9	NR	NP
Util. Antes de Impuestos	559	908	204	422	595	6.3	40.8
Impuestos	167	262	62	149	174	4.4	16.9
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	2	6	7	5	11	658.0	125.1
Utilidad Neta Mayoritaria	391	601	135	269	409	4.7	52.4
MARGEN OPERATIVO	25.0%	33.3%	15.3%	21.2%	25.0%	0.03pp	3.85pp
MARGEN EBITDA	26.0%	34.0%	16.2%	22.0%	25.7%	(0.34pp)	3.70pp
MARGEN NETO	18.3%	21.9%	7.6%	13.0%	16.0%	(2.36pp)	3.02pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	5,658	6,629	6,328	7,131	7,000	23.7	(18)
Disponible	1,789	1,539	964	1,398	990	(44.6)	(29.2)
Clientes y Cts.xCob.	2,509	3,739	4,084	4,142	4,580	82.5	10.6
Inventarios	1,153	1,101	1,099	1,272	978	(15.2)	(23.1)
Otros Circulantes	207	250	181	319	452	118.7	415
Activos Fijos Netos	443	446	449	434	533	20.3	22.8
Otros Activos	2,022	2,114	2,096	2,967	4,183	106.9	410
Activos Totales	8,123	9,189	8,873	10,533	11,717	44.2	11.2
Pasivos a Corto Plazo	1,948	2,186	1,798	2,097	2,071	6.3	(13)
Proveedores	833	1,262	828	1,213	1,065	27.8	(12.2)
Cred. Banc. Y Burs	0	0	0	0	0		
Impuestos por pagar	276	120	256	95	334	211	253.0
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	838	803	714	789	672	(19.9)	(14.9)
Pasivos a Largo Plazo	970	1,419	1,433	2,642	3,369	247.3	27.5
Cred. Banc. Y Burs	970	970	1,320	2,420	3,300	240.2	36.4
Otros Pasivos c/Costo		449	113	222	69	NS	(68.9)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	260	269	112	106	69	(73.5)	(35.2)
Pasivos Totales	3,178	3,605	3,231	4,740	5,440	71.2	14.8
Capital Mayoritario	4,911	5,542	5,609	5,763	6,239	27.0	8.3
Capital Minoritario	34	42	33	30	38	110	24.2
Capital Consolidado	4,945	5,584	5,642	5,793	6,277	26.9	8.4
Pasivo y Capital	8,123	9,189	8,873	10,533	11,717	44.2	11.2

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

BIMBO

Reporte Negativo: PO 2013

Reporte por debajo de estimados.

Grupo Bimbo reportó caídas a nivel operativo y neto, por debajo de nuestras expectativas y las del mercado. Resalto la caída de 56% en utilidad operativa por mayores gastos relacionados con: a) la dilución por las operaciones de Sara Lee; b) mayores gastos por la integración; y c) dos gastos no monetarios, relacionados con planes de pensiones en EU con un cargo de (P\$1,037 millones) y una provisión de P\$81 derivada de una nueva ley laboral en Venezuela. Los gastos reflejados a nivel operativo fueron partidas no monetarias, el EBITDA registró una caída de 6.5%, una contracción en margen de 3.9%. A nivel neto la caída fue de 82% ante las pérdidas operativas y mayores costos de financiamiento

Crecen positivamente ingresos en México, débil LA y EU

Los ingresos consolidados crecieron 34.7%, en línea con nuestras expectativas. El avance esta relacionado a la integración de Sara Lee y de Fargo. En México el crecimiento en ingresos fue de 7.9%, apoyado por crecimiento en volúmenes y precios. EU las adquisiciones contribuyeron con un 58.8% al crecimiento así como un tipo de cambio favorable al pasar los resultados a pesos, cabe señalar que el volumen en este mercado permanece débil, la compañía no tuvo mucho margen para compensar con precio. En Latinoamérica los ingresos crecieron 20.4% por la contribución de Fargo en Argentina, en términos orgánicos se registró un avance de 6.9% a/a, reflejando desaceleración en volúmenes. Las operaciones de Iberia (España y Portugal) fueron por P\$1,141 en línea con lo estimado.

Mayores costos en materias primas frenan margen

El margen bruto registró una contracción de 90pb a 50.5%, a pesar de que los precios de las materias primas fueron más bajos, esto fue contrarrestado por el impacto del tipo de cambio de las materias primas denominadas en dólares en México y LA. Adicionalmente en Latinoamérica se registraron presiones de costos laborales relacionado con la nueva ley laboral en Venezuela, con efecto retroactivo. En Estados Unidos el margen bruto registro un avance de 120pb apoyado en eficiencias en desperdicios implementada desde principio de año.

Explicando los cargos no monetarios

De acuerdo con la compañía el resultado de la utilidad de operación se explica por un de PS1,669 millones en otros ingresos, que incluyen dos cargos no monetarios el primero por PS1,037 millones (US\$79.7 millones) generado por la salida de dos Planes de Pensiones Multipatronales ("New England Teamsters" y el "Bakers Local 433"), cabe señalar que esta decisión genera un beneficio por un valor presente de P\$887 millones (US\$68.2 millones), una vez que protege la jubilación de los colaboradores. En nuestra opinión, esta operación reduce la volatilidad de los flujos de efectivo para la compañía en el largo plazo, por lo que pudiera no considerarse tan negativo el cargo realizado por la compañía.

Precio Objetivo 2013

Estamos introduciendo nuestro precio objetivo 2013 para las acciones de BIMBO en Ps35.50. Nuestro precio objetivo implica que la acción estaría cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 13.5x, en línea con el promedio últimos 12m. La determinación del precio se realizó través de nuestro modelo de Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO "13e de \$35.50 pesos); representado un rendimiento potencial de 10.00% respecto al precio actual (\$32.28). De acuerdo a nuestra política de recomendación, nuestra recomendación es MANTENER.

Nota de Empresa

26 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$):	35.50
Rendimiento Potencial :	10.0%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	32.28
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	33.22 - 26.08
Valor de mercado (USD\$ m)	11,706
Acciones en circulación (m)	4,703
% entre el público	20.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	67.4

Resultados

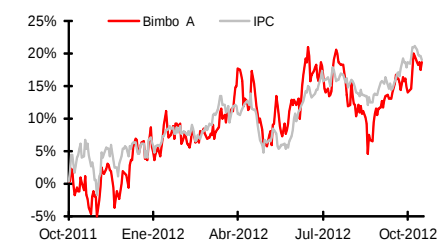
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	133,712	171,448	181,272	195,315
Utilidad Operativa	11,153	8,369	9,730	13,074
EBITDA	15,377	13,615	14,658	18,179
Margen EBITDA	11.5%	7.9%	8.1%	9.3%
Utilidad Neta	5,329	3,349	4,054	5,838
Margen Neto	4.0%	2.0%	2.2%	3.0%
Activo Total	140,190	136,609	140,756	161,968
Disponible	3,966	6,120	2,398	6,057
Pasivo Total	90,576	95,135	91,778	91,987
Deuda	47,192	41,885	35,714	34,514
Capital	47,554	38,972	46,024	65,760

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	11.3x	14.9x	13.8x	11.1x
P/U	23.4x	45.8x	37.8x	26.2x
P/VL	2.8x	3.9x	3.3x	2.3x
ROE	11.2%	7.7%	9.5%	10.4%
ROA	3.8%	2.4%	2.9%	3.9%
DeudaNeta/EBITDA	2.8x	2.6x	2.3x	1.6x
Deuda/Capital	1.0x	1.1x	0.8x	0.5x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Fuente: Banorte-Ixe

ESTADOS FINANCIEROS

BIMBO

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)						
	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual
Ventas Netas	32,263	41,604	40,919	43,266	43,448	34.7
Cto. de Ventas	15,693	20,456	20,508	21,177	21,502	37.0
Utilidad Bruta	16,570	21,148	20,410	22,088	21,945	32.4
Gastos Oper. y PTU	13,493	18,562	18,696	20,013	20,595	52.6
EBITDA	4,020	4,636	2,900	3,356	3,756	(6.5)
Depreciación	942	1,427	1,187	1,281	1,287	36.6
Utilidad Operativa	3,077	3,209	1,714	2,075	1,350	(56.1)
CIF	156	(549)	(712)	(606)	(607)	PN
Intereses Pagados	576	701	728	759	693	20.4
Intereses Ganados	123	77	97	101	95	(22.5)
Perd. Cambio	562	46	1,398	34	0	NS
Otros	47	29	(1,480)	18	(9)	PN
Utilidad después de CIF	3,233	2,660	1,002	1,468	744	(77.0)
Subs. No Consol.	(18)	57	14	24	8	NP
Util. Antes de Impuestos	3,216	2,717	1,016	1,492	751	(76.6)
Impuestos	1,120	848	328	499	240	(78.6)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0	
Interés Minoritario	45	234	86	106	142	216.6
Utilidad Neta Mayoritaria	2,051	1,012	601	888	369	(82.0)
MARGEN OPERATIVO	9.5%	7.7%	4.2%	4.8%	3.1%	(6.43pp)
MARGEN EBITDA	12.5%	11.1%	7.1%	7.8%	6.1%	(3.90pp)
MARGEN NETO	6.4%	2.4%	1.5%	2.1%	0.9%	(5.51pp)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual
Activo Circulante	30,326	28,201	25,172	26,568	26,914	(11.3)
Disponible	12,478	3,966	3,818	3,270	4,282	(65.7)
Clientes y Cts.xCob.	12,893	17,298	15,321	16,611	16,012	24.2
Inventarios	3,682	4,980	4,295	4,710	4,540	23.3
Otros Circulantes	1,273	1,957	1,738	1,977	2,080	63.4
Activos Fijos Netos	36,109	50,844	49,474	51,534	49,885	38.2
Otros Activos	49,490	61,146	56,678	59,858	57,553	16.3
Activos Totales	115,925	140,190	131,324	137,959	134,352	15.9
Pasivos a Corto Plazo	19,901	26,441	23,817	24,456	23,466	17.9
Proveedores	7,624	9,994	9,029	10,109	9,274	217
Cred. Banc. Y Burs	2,137	4,142	2,368	1,666	1,463	(315)
Impuestos por pagar	2,257	2,584	2,634	1,878	1,870	(17.1)
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos s/Costo	7,884	9,720	9,787	10,802	10,859	37.7
Pasivos a Largo Plazo	38,487	64,136	58,998	61,949	61,192	59.0
Cred. Banc. Y Burs	38,487	43,050	40,438	41,902	40,403	5.0
Otros Pasivos c/Costo		21,086	18,560	20,048	20,790	NR
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	9,687	20,333	17,730	19,235	20,026	106.7
Pasivos Totales	68,075	90,576	82,815	86,406	84,658	24.4
Capital Mayoritario	46,998	47,554	45,637	48,682	46,697	(0.6)
Capital Minoritario	852	2,060	2,872	2,872	2,997	251.6
Capital Consolidado	47,850	49,614	48,509	51,554	49,694	3.9
Pasivo y Capital	115,925	140,190	131,324	137,959	134,352	15.9

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Gap

¡Rebasa estimados del 3T12!

Crecimientos de doble dígito mejores a los esperados

Gap reportó hoy sus resultados al 3T12 con crecimientos en los ingresos, utilidad operativa y Ebitda de 2.6%, 25.6% y 24.5%, ubicándose en P\$1,260m, P\$545m y P\$764m, respectivamente. El reporte lo calificamos como positivo por los resultados operativos mayores a nuestros estimados. Los resultados están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

Más pasajeros apoyan a ingresos, sobre todo a los no aeronáuticos

El número de pasajeros totales de Gap en el 3T12 tuvo un aumento de 6.8% (vs. 3T11), resultado de un incremento de 9.2% en sus pasajeros nacionales, y en menor medida en los internacionales de 1.4%. La tendencia positiva de los pasajeros del grupo continúa principalmente en la parte doméstica (de mayor peso para Gap – 70.5% del total de pasajeros en el 3T12), donde resaltamos las acciones realizadas por diversas aerolíneas, las cuales han ido recuperando los asientos perdidos ante la salida de Mexicana. Dicho lo anterior, la suma de los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos tuvo un alza de 15.5%, con un aumento en los ingresos aeronáuticos de 11.0%, y con mucha más fortaleza, de los no aeronáuticos de 32.6% ante mayores ingresos por estacionamiento de vehículos, salones VIP, servicio de revisión del equipaje documentado y publicidad, entre otros. Lo anterior, fue parcialmente compensado con la disminución en los ingresos reconocidos por inversión en su concesión (adiciones a bienes concesionados) de 41.9%, debido a una menor inversión comprometida para el 2012 (-43.2%) vs. 2011.

Continúa siendo la mejor del sector en margen Ebitda

El margen de operación mostró un fuerte incremento de 7.9pp, colocándose en 43.2% (vs. 41.5%e), al igual que el margen Ebitda con un sólido aumento de 10.6pp, ubicándose en 60.6% (vs. 57.6%e). Dichos márgenes se vieron beneficiados por dos factores: 1) el menor monto en el rubro de ingresos por adiciones a bienes concesionados y 2) la caída significativa en el total de los gastos de operación de 10.0%. Asimismo, comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados siguen siendo favorables: 49.6% el margen operativo y 69.5% el de Ebitda en el 3T12 vs. 45.5% y 64.5% en el 3T11, respectivamente. Lo anterior, fue resultado de un crecimiento en los ingresos de operación (sin incluir adiciones a bienes concesionados) de 15.5% que absorbieron por mucho el aumento en los gastos de operación (sin incluir adiciones a bienes concesionados) de 7.0%. Cabe señalar que en el 3T12, Gap fue el grupo de mejor margen Ebitda del sector aeropuertos en el país.

Sube guía de crecimiento para 2012

Debido a su mejor desempeño en el año, Gap revisó a la alza su guía de crecimiento para 2012: tráfico de pasajeros del 4% al 5% (previo del 3%-4%), ingresos totales del 9.5% al 10.5% (previo del 7.5%-8.5%), Ebitda del 9% al 11.5% (previo del 6%-8.5%), Margen Ebitda del 65.3% al 66.3% (sin cambios) y Capex total de P\$770m.

Introducimos PO 2013E de P\$68.0 con recomendación de Mantener

Para 2013, estimamos incrementos en sus ingresos de 3.5% (con alza en pasajeros de 5.5%), en tanto que el Ebitda crecería 10.0%, de esta forma el Mg. Ebitda se ubicaría en 62.4%. Sin considerar los ingresos y costos de servicios de construcción dicho margen se ubicaría en 69.0% ante el aumento en ingresos esperado. Lo anterior se debe a que la estructura de costos fijos de Gap (de los aeropuertos), le permite la generación de economías de escala (visto en sus fuertes resultados a lo largo del año) que se beneficiaría de los esfuerzos en materia de mayor flujo de pasajeros y apalancamiento de los comerciales (como lo vimos en el presente trimestre). Nuestro nuevo PO 2013E deriva de dos métodos de valuación: por DCF (P\$73.0) y múltiplos (P\$63.0). El promedio de ambos nos arroja un PO 2013E de \$68.0, rendimiento potencial de 12.0%, al cual estamos añadiendo un 3.5% estimado del pago de dividendo correspondiente a 2013, lo que resulta en un rendimiento total de 15.5%. Así, nuestra recomendación para las acciones de Gap es de Mantener.

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 68.00
Rendimiento Potencial : 12.0%
Precio Objetivo ADS : 52.47

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixee.com.mx
5004-5144

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	60.72
Precio ADS (USD\$)	46.80
Acciones por ADS	10
Dividendo (retorno)	3.3%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	61.86 - 46.44
Valor de mercado (USD\$ m)	2,629
Acciones en circulación (m)	561
% entre el público	85.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	68.0

Resultados

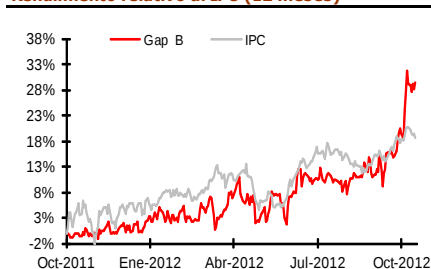
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	4,939	5,093	5,272	5,467
Utilidad Operativa	1,644	2,149	2,354	2,574
EBITDA	2,588	2,993	3,291	3,567
Margen EBITDA	52.4%	58.8%	62.4%	65.3%
Utilidad Neta	1,484	1,658	1,739	1,964
Margen Neto	30.1%	32.6%	33.0%	35.9%
Activo Total	24,720	24,831	25,556	26,342
Disponible	2,116	2,305	2,774	3,461
Pasivo Total	3,038	3,751	3,986	4,114
Deuda	2,024	2,065	2,065	2,065
Capital	21,681	21,080	21,570	22,227

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	13.1x	11.2x	10.1x	9.1x
P/U	21.6x	20.5x	19.6x	17.3x
P/VL	1.6x	1.6x	1.6x	1.5x
ROE	7.1%	7.8%	8.2%	9.0%
ROA	6.6%	6.7%	6.9%	7.6%
EBITDA/Intereses	-118.2x	-239.3x	-30.6x	-18.3x
DeudaNeta/EBITDA	-0.1x	-0.2x	-0.3x	-0.5x
Deuda/Capital	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Gap – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	1,229	1,260	2.6%	1,255	0.39%
Utilidad de Operación	434	545	25.6%	521	4.7%
Ebitda	614	764	24.5%	723	5.7%
Utilidad Neta	371	469	26.5%	402	16.8%
Margen Operativo	35.3%	43.2%	7.9pp	41.5%	1.8pp
Margen Ebitda	50.0%	60.6%	10.6pp	57.6%	3.0pp
UPA	0.66	0.84	26.5%	0.66	16.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV

Valuación y P.O. 2013E de P\$68.0

Nuestro precio objetivo 2013E se obtuvo a través del promedio aritmético de los precios objetivos de dos métodos de valuación: 1) Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO '13e de P\$73.0); y 2) Múltiplos (PO '13e de P\$63.0). De esta forma, el Precio Objetivo 2013E se ubica en P\$68.0 pesos, representando un rendimiento potencial de 12.0% respecto al precio actual (\$60.7). Asimismo, añadimos un rendimiento de 3.5% estimado por el pago de dividendo correspondiente a 2013, de manera que el rendimiento total estimado es de 15.5%.

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido 2013E es de \$73.0 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 9.1%; Costo promedio de la deuda de 7.5%; Beta de 0.74; Tasa libre de riesgo de 5.4%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%. Nuestros resultados nos mostraron un descuento del grupo de 17.8% respecto a su Valor de Mercado Actual, y muestra un rendimiento potencial de 20.2% vs. su precio actual (pesos). El decremento en el flujo de efectivo 2015e prevemos se dará ante mayores montos de inversión en el comienzo del Programa Maestro de Desarrollo (PMD) 2015-2019 de Gap.

Comparativo Sectorial

Gap cotiza actualmente a un múltiplo FV/Ebitda 12m de 11.4x, que representa un premio de 8.6% respecto a su promedio de los U2a. y un premio de 6.0% respecto al promedio del múltiplo de una muestra de compañías comparables internacionales y mexicanas (10.7x). Asimismo, Gap cotiza a un múltiplo FV/Ebitda 2013E de 10.2x, que significa un premio de 7.1% respecto al promedio de la muestra del sector 2013E (9.5x). Cabe señalar que el margen operativo y Ebitda de la compañía se encuentran por arriba del promedio de la muestra.

Valuación por Múltiplos

Asumiendo un crecimiento en Ebitda '13e de 10.0% y suponiendo que el inversionista esté dispuesto a pagar un múltiplo de 10.5x (similar al promedio del sector actual de 10.7x), el Precio Objetivo obtenido 2013E es de P\$63.0, que representa un rendimiento de 3.8% en relación a su precio actual. Dicho múltiplo objetivo 10.5x es tomado del promedio de los U2a. de Gap y no hay que dejar de lado que la compañía cuenta con mejores márgenes respecto al promedio de la muestra del sector.

Gap-DCF (millones de dólares)

Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Perpetuidad
Flujo Libre de Efectivo	171	194	171	188	204	3,752
VPN de los Flujos	3,126	Acciones en Circulación (mill.)			561	
(-) Deuda Neta	-73				P\$	USD/ADS
Valor DCF	3,199	PO DCF			73.0	56.3
Market Cap. Actual	2,629	Precio Actual			60.7	46.8
Descuento %	-17.8%	Rendimiento Potencial			20.2%	20.3%

*Fuente: Banorte-Ixe, TC (US\$ / MXP) 2013e: 12.80.

Gap – Comparativo Sectorial Internacional (millones de dólares)

Empresa	País	Mkt. Cap.	Vtas U12M	Ebitda U12M	Mg. Op. U12M	Mg. Ebitda U12M	FV/Ebitda U12m	FV/Ebitda '13e (x)	P/VL (x)
Aéroports de Paris	Francia	7,632	3,139	1257	24.5%	40.0%	9.4x	8.5x	1.7x
Fraport AG	Alemania	5,358	3,105	1054	20.7%	33.9%	9.8x	8.4x	1.5x
Airports of Thailand PCL	Tailandia	3,933	976	494	33.9%	50.6%	9.8x	8.8x	1.6x
Auckland International Airport	New Zeland	2,914	332	260	62.4%	78.3%	14.6x	12.9x	1.4x
Flughafen Zuerich AG	Suiza	2,647	989	537	31.5%	54.4%	7.1x	6.7x	1.4x
Malaysia Airports Holding BHD	Malasia	2,338	1,006	288	21.0%	28.6%	10.4x	9.5x	1.6x
Prom. Intl.		4,137	1,591	648	32.34%	47.64%	10.2x	9.1x	1.5x
Asur	México	3,035	397	220	47.7%	55.4%	13.3x	11.9x	2.5x
Oma	México	965	236	94	34.1%	39.8%	11.4x	9.5x	2.1x
Prom. México		2,000	317	157	40.9%	47.6%	12.4x	10.7x	2.3x
Prom. General		3,603	1,273	525	34.5%	47.6%	10.7x	9.5x	1.7x
Gap	México	2,629	385	226	41.1%	58.7%	11.4x	10.2x	1.6x
Gap vs. Prom. Gral.							5.96%	7.07%	-5.38%

Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg (25/10/12).

ESTADOS FINANCIEROS GAP

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)							
	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Ventas Netas	1,229	1,256	1,246	1,223	1,260	2.6	3.0
Cto. de Ventas	0	0	0	0	0		
Utilidad Bruta	1,229	1,256	1,246	1,223	1,260	2.6	3.0
Gastos Oper. y PTU	792	805	721	697	716	(9.6)	2.8
EBITDA	602	861	725	726	764	26.9	5.2
Depreciación	180	408	199	199	220	21.6	10.2
Utilidad Operativa	419	453	526	527	544	29.8	3.3
CIF	30	19	(22)	29	(19)	PN	PN
Intereses Pagados	26	8	28	27	32	20.9	16.0
Intereses Ganados	21	19	29	31	35	66.7	10.8
Perd. Cambio	41	8	3	35	3	(93.2)	(91.9)
Otros	(6)	(0)	(27)	(10)	(25)	NN	NN
Utilidad después de CIF	456	472	504	556	525	15.3	(5.5)
Subs. No Consol.	0	0	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	456	472	504	556	525	15.3	(5.5)
Impuestos	85	(84)	79	205	56	(33.7)	(72.7)
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	0	0	0	0	0		
Utilidad Neta Mayoritaria	371	553	425	351	469	26.5	33.8
MARGEN OPERATIVO	34.1%	36.1%	42.2%	43.1%	43.2%	9.07pp	0.13pp
MARGEN EBITDA	49.0%	68.6%	58.1%	59.3%	60.6%	11.64pp	1.26pp
MARGEN NETO	30.2%	44.1%	34.1%	28.7%	37.2%	7.04pp	8.58pp

Balance General (Millones de pesos)							
	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	%Var Anual	%Var Trim
Activo Circulante	2,544	2,885	3,156	2,803	3,293	29.7	17.5
Disponibles	1,964	2,135	2,291	2,019	2,553	30.0	26.4
Clientes y Cts.xCob.	345	472	498	483	374	15.3	(22.6)
Inventarios	0	0	0	0	0		
Otros Circulantes	251	0	0	0	0	NS	
Activos Fijos Netos	499	4,811	4,839	4,755	4,807	863.7	1.1
Otros Activos	25,553	17,024	17,024	17,048	16,998	(33.5)	(0.3)
Activos Totales	28,591	24,720	25,019	24,606	25,098	(12.2)	2.0
Pasivos a Corto Plazo	1,055	1,062	1,008	1,333	2,125	101.5	59.4
Proveedores	245	479	290	288	214	(12.6)	(25.7)
Cred. Banc. Y Burs	361	411	411	431	462	27.9	7.2
Impuestos por pagar	76	73	92	98	105	37.5	7.0
Otros Pasivos c/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos s/Costo	372	98	214	516	1,344	261.5	160.6
Pasivos a Largo Plazo	1,402	1,976	1,905	1,946	2,047	46.0	5.2
Cred. Banc. Y Burs	1,402	1,612	1,509	1,523	1,603	14.4	5.2
Otros Pasivos c/Costo		364	396	423	444	NS	5.0
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	335	364	396	423	444	32.5	5.0
Pasivos Totales	2,791	3,038	2,913	3,279	4,172	49.5	27.2
Capital Mayoritario	25,799	21,681	22,106	21,327	20,926	(18.9)	(1.9)
Capital Minoritario	0	0	0	0	0		
Capital Consolidado	25,799	21,681	22,106	21,327	20,926	(18.9)	(1.9)
Pasivo y Capital	28,591	24,720	25,019	24,606	25,098	(12.2)	2.0

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Estado de Resultados	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	TCAC
MDP							10 -15e
Ventas Netas	4,373,670	4,938,735	5,093,071	5,271,885	5,467,206	6,292,245	7.55%
Ventas Netas Ex INIF	3,716,567	3,902,507	4,388,530	4,770,610	5,148,566	5,545,627	8.33%
Costo y Gastos de Operación	2,814,320	3,295,195	2,944,169	2,917,936	2,892,897	3,482,406	
Utilidad de Operación	1,559,350	1,643,540	2,148,902	2,353,950	2,574,309	2,809,840	12.50%
EBITDA	2,439,292	2,587,635	2,993,268	3,291,312	3,567,403	3,859,558	9.61%
Costos Financieros	38,225	63,664	10,639	95,412	154,457	166,369	
Utilidad Antes Impuestos	1,595,610	1,697,858	2,158,820	2,448,977	2,728,468	2,975,845	13.28%
Impuestos	95,451	213,419	500,671	710,203	763,971	892,753	
Utilidad Neta	1,500,159	1,484,439	1,658,149	1,738,773	1,964,497	2,083,091	6.79%
Margen Operación	35.7%	33.3%	42.2%	44.7%	47.1%	44.7%	
Margen Operación (Vtas. Ex INIF)	42.0%	42.1%	49.0%	49.3%	50.0%	50.7%	
Margen EBITDA	55.8%	52.4%	58.8%	62.4%	65.3%	61.3%	
Margen EBITDA (Vtas. Ex INIF)	65.6%	66.3%	68.2%	69.0%	69.3%	69.6%	

Balance							
Activos Totales	24,091,730	24,719,674	24,830,830	25,555,893	26,341,552	27,058,184	2.35%
Efectivo	2,348,807	2,115,508	2,305,072	2,774,479	3,461,247	3,663,610	
Activo Circulante	3,022,833	2,865,569	3,007,628	3,500,275	4,240,326	4,477,220	
Otros Activos	21,068,897	21,854,105	21,823,202	22,055,618	22,101,227	22,580,964	
Pasivos Totales	2,209,517	3,038,482	3,750,829	3,985,773	4,114,264	4,246,843	13.96%
Pasivo Circulante	673,872	612,457	903,941	1,062,027	1,687,343	1,910,815	
Pasivo Largo Plazo	1,535,645	2,426,025	2,846,888	2,923,746	2,426,921	2,336,029	
Capital Contable	21,882,213	21,681,193	21,080,000	21,570,120	22,227,288	22,811,341	0.84%

Fuente: Banorte-Ixe

Maxcom

¿Cerca del punto de inflexión?

Los fundamentos han quedado atrás, LIED mueve el precio

Recientemente el comportamiento del precio de la acción de Maxcom ha sido determinado por la posibilidad de que el Senado modifique la Ley de Inversión Extranjera Directa (LIED) eliminando el tope del 49% en telefonía fija. Adicionalmente se menciona que se podría eliminar el IEPS del 3% ya que este impuesto no permite una mayor baja en las tarifas de los servicios de telecomunicaciones. Creemos que tarde o temprano se eliminará este tope ya que es obsoleto por lo que algunas empresas podrían convertirse en objetivos de adquisición, sin embargo, la pregunta importante es si alguna empresa extranjera estaría dispuesta a invertir en México por los continuos litigios relacionados con la regulación del sector.

Quinto trimestre consecutivo con adiciones netas positivas

Maxcom sigue sorprendiéndonos al haber logrado otro trimestre con adiciones netas positivas, en esta ocasión la compañía obtuvo 17,924 nuevas Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) con lo que la base total de UGI se ubicó en 595.3 mil representando un crecimiento de 7.7% vs 3T12. El segmento residencial es el de mayor avance con un alza de 11.8% A/A seguido por el comercial con un alza de 3.7% por el contrario las UGI del segmento de mayoreo cayeron 23.1% A/A. El empaquetamiento de servicios y la competencia continúan erosionando las tarifas, el ARPU (ingreso promedio por suscriptor) consolidado cayó a \$321, esto es -10.8% A/A.

Caída anual en el Ebitda pero secuencialmente se estabiliza

Los resultados al 3T12 son mejores a nuestros estimados en ingresos pero en línea a nivel del Ebitda. La empresa reportó ingresos de \$566 mdp, siendo una caída anual de 4.8% y 8.2% superiores a nuestra proyección; el crecimiento en UGI compensó parcialmente la caída en el ARPU. Las UGI del segmento residencial representan el 78.5% de la base total y generan el 45.4% de los ingresos totales. En el Ebitda se reportó un monto de \$176 mdp, representando una caída de 11.1% A/A lo que equivale a un margen de Ebitda de 31.2% (-2.6pp vs 3T12). Aunque hay una erosión de márgenes, secuencialmente el Ebitda parecería haber encontrado un nivel en donde podría estabilizarse.

Registra una utilidad neta por ganancias cambiarias

La apreciación del peso mexicano generó para Maxcom una ganancia cambiaria de \$100 mdp con lo que el Resultado Integral de Financiamiento fue a favor de \$39 mdp. En base a esto, la empresa reportó una utilidad neta de \$44 mdp superando nuestro estimado de \$11 mdp. Con estos resultados, la razón de deuda neta a Ebitda se ubica en 2.8x y en base a nuestros estimados del 2013 esta podría incrementarse hasta 3.2x durante el próximo año.

Podría ser el 2013 un año de estabilidad

Nuestros estimados para Maxcom en el 2013 son: un incremento del 3.8% en las UGI a 625 mil impulsadas por el segmento residencial, una caída de 5.7% en el ARPU por lo que los ingresos podrían mantenerse prácticamente sin cambio. Calculamos para el Ebitda un monto de \$686 mdp (-0.2% vs 2012e) y una pérdida neta de \$269 mdp. En el CAPEX calculamos un monto de \$30 mdd gran parte sería inversión de mantenimiento.

Por múltiplos, fijamos un PO 2013 de \$4.00, recomendamos VENTA

Asumiendo un múltiplo FV/Ebitda 2013e de 3.9x el precio objetivo sería de \$4.00 por CPO; el múltiplo promedio de 2 años es de 5.1x pero dado el fuerte apalancamiento, el limitado tamaño de la compañía y los todavía débiles fundamentales este nivel sería demasiado optimista. Consideramos la inversión en esta compañía de alto riesgo y dado el bajo potencial de apreciación reiteramos nuestra recomendación de **VENTA**.

Reporte Trimestral

25 de Octubre de 2012

VENTA

Precio Objetivo (2013 P\$): 4.00

Rendimiento Potencial: 11.7%

Precio Objetivo ADR: 2.19

Manuel Jimenez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx

5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	3.58
Precio ADR (USD\$)	1.93
Acciones por ADR	7
Dividendo (retorno)	0.9%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	4.03 - 2.07
Valor de mercado (USD\$ m)	73
Acciones en circulación (m)	263
% entre el público	45.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	4.4

Resultados

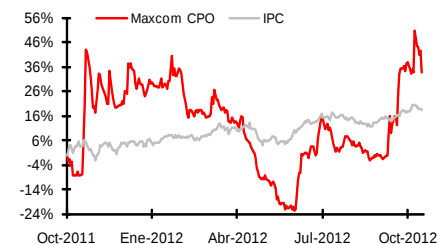
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	2,376	2,186	2,188	2,191
Utilidad Operativa	122	11	60	103
EBITDA	803	589	643	644
Margen EBITDA	33.8%	27.0%	29.4%	29.4%
Utilidad Neta	536	111	269	177
Margen Neto	-22.6%	-5.1%	-12.3%	-8.1%
Activo Total	5,537	5,154	4,962	4,755
Disponible	397	397	321	316
Pasivo Total	3,230	2,977	3,037	3,014
Deuda	2,774	2,485	2,544	2,520
Capital	2,307	2,177	1,925	1,741

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	4.2x	5.6x	5.1x	5.1x
P/U	-0.7x	-8.5x	-3.5x	-5.3x
P/VL	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x
ROE	-23.3%	-4.9%	-13.1%	-9.6%
ROA	-9.7%	-2.1%	-5.3%	-3.6%
EBITDA/Intereses	2.6x	2.0x	2.2x	2.2x
DeudaNeta/EBITDA	3.0x	3.5x	3.5x	3.4x
Deuda/Capital	1.2x	1.1x	1.3x	1.4x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Maxcom – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	594	566	-4.8%	523	8.2%
Utilidad de Operación	8	4	-50.5%	13	-69.2%
Ebitda	201	176	-12.3%	172	2.3%
Utilidad Neta	(233)	44	N.A.	11	300.0%
Márgenes					
Margen Operativo	1.4%	0.7%	-0.7pp	2.4%	pp
Margen Ebitda	33.8%	31.1%	-2.7pp	32.8%	pp
UPA	(\$2.069)	\$0.390	N.A.	\$0.093	%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	594	600	547	517	566	(4.8)	9.4
Cto. de Ventas	191	169	201	183	216	13.0	17.8
Utilidad Bruta	403	431	346	334	349	(13.3)	4.7
Gastos Oper. y PTU	395	460	340	359	345	(12.6)	(3.8)
EBITDA	201	203	166	170	176	(12.3)	13.6
Depreciación	168	174	141	155	143	(14.6)	(7.5)
Utilidad Operativa	8	39	6	(25)	4	(47.5)	NP
CIF	(241)	(192)	92	(215)	40	NP	NP
Intereses Pagados	82	85	76	90	75	(8.4)	(16.9)
Intereses Ganados	1	1	4	(6)	14	NR	NP
Perd. Cambio	117	(108)	195	(142)	142	214	NP
Otros	(277)		(32)	23	(42)	NN	PN
Utilidad después de CIF	(233)	(153)	98	(240)	44	NP	NP
Subs. No Consol.	0	0	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	(233)	(153)	98	(240)	44	NP	NP
Impuestos	1	(17)	1	(1)	(0)	PN	NN
Part. Extraord.	0	0	0	0	0		
Interés Minoritario	0	0	0	0	0		
Utilidad Neta Mayoritaria	(233)	(203)	98	(239)	44	NP	NP
MARGEN OPERATIVO	1.4%	6.4%	1.2%	-4.8%	0.8%	(0.64pp)	5.59pp
MARGEN EBITDA	33.8%	35.5%	30.3%	32.9%	31.1%	(3.53pp)	0.98pp
MARGEN NETO	-39.3%	-33.8%	17.8%	-46.3%	7.8%	47.10pp	54.11pp

Balance General (Millones de pesos)

	3 T/Q 2011	4 T/Q 2011	1 T/Q 2012	2 T/Q 2012	3 T/Q 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	1526	1314	1413	1234	1310	(14.2)	6.2
Activos Fijos Netos	4,178	3,983	3,924	3,920	3,914	(6.3)	(0.1)
Otros Activos	307	219	152	165	100	(67.5)	(39.3)
Activos Totales	6,012	5,516	5,489	5,319	5,325	(11.4)	0.1
Pasivos a Corto Plazo	526	383	486	394	494	(6.0)	25.4
Pasivos a Largo Plazo	2,715	2,846	2,619	2,779	2,619	(3.6)	(5.7)
Otros Pasivos	103	10	68	65	64	(38.4)	(2.9)
Pasivos Totales	3,344	3,230	3,105	3,173	3,113	(6.9)	(1.9)
Capital Mayoritario	2,667	2,286	2,384	2,146	2,212	(17.1)	3.1
Capital Minoritario	0	0	0	0	0		
Capital Consolidado	2,667	2,286	2,384	2,146	2,212	(17.1)	3.1
Pasivo y Capital	6,012	5,516	5,489	5,319	5,325	(11.4)	0.1

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Sare

Venta de activos dará pie a recuperación...

...eventualmente

Sare ha presentado un reporte débil al 3T12, como ya era ampliamente anticipado, pero que sin embargo muestra algunas señales positivas en cuanto a una eventual recuperación operativa, con lo que nos parece que la acción podría tener una reacción favorable en el corto plazo. En pocas palabras, observamos que el programa de venta de activos avanza conforme a lo planeado, logrando un porcentaje de 74% de avance transcurridos tres cuartas partes del año, y por otra parte la operación en desarrollos de interés social—fondeada en base a la venta de dichos activos—se ha reactivado ya en siete desarrollos y se espera que al cierre de 2012 serán doce en total. Aún cuando se trata de segundas o terceras etapas en todos los casos, minimizando los tiempos de arranque, será sólo a lo largo de 2013 que comenzaremos a ver una regularización en las operaciones centrales de vivienda, en tanto que continuaremos viendo la venta de terrenos como parte de las fuentes de recursos hasta concluir el programa (P\$1,073m en 2012, y P\$964m en 2013).

EBITDA negativo refleja venta de activos bajo valor de libros

Si bien la empresa reporta un nivel de ingresos estable en P\$363m (+1% A/A), nuevamente observamos una generación operativa negativa con un EBITDA de -P\$229m que una vez más refleja los cargos asociados a las inversiones hechas previamente en los terrenos desinvertidos, y que no son recuperadas en la liquidación de los mismos. Por su parte, la titulación de unidades de interés social y la venta de unidades de inventario rezagado en medio/residencial, contribuyen con 6% y 23% de los ingresos totales del periodo, respectivamente. Es importante notar que la tendencia es relativamente favorable, partiendo del EBITDA por -P\$314m reportado en el 2T12. El efecto de los pobres resultados operativos tiene repercusión hasta la línea de la utilidad neta, en la que observamos una pérdida de P\$259m.

Reducción de pasivos, otras de las claves

En la parte positiva, Sare reporta una reducción de P\$276m en sus pasivos durante el trimestre, acumulando así P\$494m en lo que va del año. La deuda total se coloca en P\$2,310m, siendo así 20% menor A/A, tras una reducción de 8% en el trimestre. Claramente, los esfuerzos por mejorar el perfil financiero se aceleran en tanto la ejecución de las liquidaciones de terrenos tiene lugar, en base a los plazos de cobro pactados en su venta. El próximo compromiso financiero para Sare es el pago de intereses a diciembre, que suma P\$8m y que debería ser cubierto sin problemas conforme se da la cobranza de los activos vendidos; evidentemente, el flujo operativo es de hecho negativo e insuficiente para fondear las operaciones.

Desinversiones

En cuanto al programa de desinversiones, Sare reporta un avance de P\$797m en contratos firmados para la venta de activos, tras el cierre de P\$234m de venta en el trimestre. Lo anterior implica un avance de 74% sobre el objetivo del año, en línea para cumplir el monto de P\$1,037m.

Ejercicio de valor de rescate

Hemos repetido el ejercicio de valuación a valor de rescate para Sare ya con los resultados y balance del 3T12, pero a la vez hemos puesto un mayor castigo en el valor de inventarios a fin de ser más conservadores. Ahora asimismo un descuento de 50% sobre el valor en libros de los activos que serán liquidados, así como un descuento de 20% sobre las cuentas por cobrar; no aplicamos descuento alguno a la parte de pasivos. El resultado es un valor de P\$2.0 que ofrece un rendimiento potencial extraordinario, pero que va de la mano del perfil de riesgo también sumamente elevado. Por ende nuestra recomendación de limita a mantener.

Reporte Trimestral

26 de Octubre de 2012

Mantener

Precio Objetivo (2013 P\$):	2.00
Rendimiento Potencial:	77.0%
Precio Objetivo ADR:	n.a.

Carlos Hermosillo Bernal

carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	1.13
Precio ADR (USD\$)	n.a.
Acciones por ADR	n.a.
Dividendo (retorno)	n.a.
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	2.1 - 1.03
Valor de mercado (USD\$ m)	60
Acciones en circulación (m)	687
% entre el público	77.4%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	5.0

Resultados

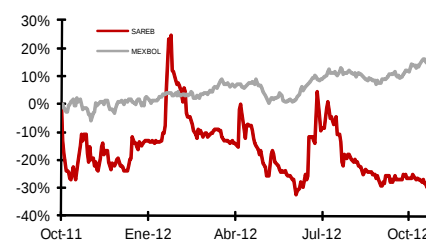
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	1,580	1,445	1,640	1,088
Utilidad Operativa	-46	-902	-327	84
EBITDA	10	-717	-220	187
Margen EBITDA	0.7%	-49.6%	-13.4%	17.2%
Utilidad Neta	-130	-756	-355	-95
Margen Neto	-8.2%	-52.3%	-21.6%	-8.8%
Activo Total	7,186	5,567	5,085	5,122
Disponible	29	138	357	382
Pasivo Total	3,710	3,218	3,017	2,934
Deuda	2,789	2,275	2,176	2,100
Capital	3,476	2,350	2,068	2,189

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FE/EBITDA	463.7x	-4.5x	-13.3x	15.4x
P/U	-10.7x	-1.0x	-2.2x	-8.2x
P/VL	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x
ROE	-4.8%	-29.9%	-18.7%	-5.4%
ROA	-1.8%	-12.1%	-6.2%	-0.8%
EBITDA/Intereses	0.1x	-3.6x	-1.5x	1.3x
DeudaNeta/EBITDA	266.2x	-3.0x	-8.3x	9.2x
Deuda/Capital	0.8x	1.0x	1.1x	1.0x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Sare – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12 Real	Var %	3T12e	Var. % e	Desviación
Ventas	359	363	10%	401	118%	-9.6%
Utilidad de Operación	25	-332	-1432.5%	-49	-298.1%	572.7%
Ebitda	46	-230	-593.9%	-20	-143.2%	1042.6%
Utilidad Neta	-8	-260	3237.6%	-60	672.3%	332.2%
Márgenes						
Margen Operativo	6.94%	-9155%	-98.49 p.p.	-12.30%	-19.24 p.p.	-79.25 p.p.
Margen Ebitda	12.94%	-63.28%	-76.23 p.p.	-5.01%	-17.95 p.p.	-58.28 p.p.
UPA	-0.011	-0.378	3237.6%	-0.087	672.3%	332.2%

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa

SARE

	2011 3		2011 4		2012 1		2012 2		2012 3	3-12/3-11	3-12/2-12
Estado de Resultados											
Ventas	358,998	-43%	49,668	-90%	402,037	-31%	322,513	-46%	362,663	1%	12%
Costo de Ventas	265,992	-46%	218,403	-45%	380,682	-14%	644,026	44%	666,052	150%	3%
Margen Bruto	25.9%		-339.7%		5.3%		-99.7%		-83.7%		
Gastos de Operación	66,960	3%	65,586	-49%	55,362	-26%	36,188	-51%	29,092	-57%	-20%
Utilidad Operativa	24,918	-67%	-234,321	2533%	-33,991	-152%	-357,678	-610%	-332,023	n.m.	-7%
Margen Operativo	6.9%		-471.8%		-8.5%		-110.9%		-91.6%		
EBITDA	46,468	-54%	-230,212	-1800%	-21,805	-124%	-313,957	-406%	-229,506	n.m.	-27%
Margen EBITDA	12.9%		-463.5%		-5.4%		-97.3%		-63.3%		
Costo Financiero	-36,296	6%	-25,453	-11%	-39,021	35%	-59,724	87%	-59,482	64%	0%
Intereses Pagados	37,271	7%	25,862	-22%	39,127	24%	60,976	85%	60,222	62%	-1%
Intereses Ganados	975	87%	409	-91%	106	-96%	1,252	32%	740	-24%	-41%
Utilidad antes de impuestos	-11,378	-128%	-257,362	627%	-73,012	-303%	-417,402	-1195%	-391,505	n.m.	-6%
Impuesto Pagado	-225	-105%	27,952	-339%	2,060	-56%	5,994	-271%	4,520	n.m.	-25%
Impuesto Diferido	-3,188	-141%	-105,161	-9928%	-23,964	-495%	-131,214	-978%	-121,972	n.m.	-7%
Utilidad Consolidada	-7,965	-128%	-180,153	627%	-51,108	-303%	-292,182	-1195%	-274,053	n.m.	-6%
Participación Minoritaria	-179	-104%	7,528	-16%	1,429	-35%	-775	-154%	-14,186	n.m.	n.m.
Utilidad Neta Mayoritaria	-7,786	-133%	-187,681	457%	-52,537	-329%	-291,407	-1255%	-259,867	n.m.	-11%
Margen Neto	-2.2%		-377.9%		-13.1%		-90.4%		-71.7%		
Balance											
Activo Total	8,526,030	-1%	7,186,365	-11%	7,080,365	-19%	6,441,629	-26%	5,874,403	-31%	-9%
Activo Circulante	7,396,563	2%	3,915,043	-42%	3,802,839	-50%	3,041,238	-60%	2,982,188	-60%	-2%
Disponible	167,787	50%	29,204	-95%	19,271	-92%	39,267	-87%	21,245	-87%	-46%
Cuentas por Cobrar (clientes)	294,927	75%	165,096	58%	137,258	-49%	163,472	-49%	125,152	-58%	-23%
Inventarios	6,582,444	0%	3,404,822	-41%	3,115,976	-54%	2,554,743	-61%	2,548,120	-61%	0%
Activo LP	805,912	-23%	3,271,322	243%	3,277,526	284%	3,400,391	322%	2,892,215	n.m.	-15%
Pasivo Total	4,213,786	-19%	3,709,937	-16%	3,716,254	-18%	3,445,287	-23%	3,169,806	-25%	-8%
Pasivo Circulante	2,776,235	22%	2,710,988	12%	1,348,625	-41%	1,182,092	-56%	1,100,300	-60%	-7%
Pasivo largo Plazo	842,064	-65%	998,949	-40%	2,367,629	39%	2,263,195	95%	2,069,506	146%	-9%
Capital Consolidado	4,312,244	28%	3,476,428	-4%	3,364,111	-20%	2,996,342	-29%	2,704,597	-37%	-10%
Minoritario	495,229	3%	465,888	0%	406,108	-7%	329,746	-23%	297,868	-40%	-10%
Mayoritario	3,817,015	32%	3,010,540	-5%	2,958,003	-22%	2,666,596	-30%	2,406,729	-37%	-10%
Pasivo con Costo	2,361,619	-13%	2,788,603	10%	2,804,887	13%	2,522,394	9%	2,310,332	-2%	-8%
Corto Plazo	1,519,555	365%	2,012,315	135%	646,661	-16%	468,602	-59%	450,229	-70%	-4%
Largo Plazo	842,064	-65%	776,288	-53%	2,158,226	27%	2,053,792	77%	1,860,103	121%	-9%
Deuda Neta	2,193,832	-16%	2,759,399	39%	2,785,616	25%	2,483,127	23%	2,289,087	4%	-8%

Fuente: SARE, BMV, Banorte-Ixe

Azteca

Faltó fuerza a los ingresos

Resultados afectados por alza en los costos

Los resultados de Televisión Azteca del 3T12 los calificamos como débiles siendo inferiores a nuestros estimados a nivel del Ebitda. La apreciación del tipo de cambio influye principalmente en dos rubros: del lado negativo en la conversión de las ventas de Azteca America y de forma positiva al generar ganancias cambiarias que impulsan la utilidad neta. En el trimestre no se registró un fuerte crecimiento en ventas a pesar de haberse transmitido los Juegos Olímpicos por lo que no se pudieron absorber fácilmente los costos asociados a este evento

Entorno afecta el comportamiento de los ingresos

Azteca reportó ingresos consolidados de \$3,198 mdp lo que representa un crecimiento de 2.4% vs 3T12 siendo en línea con nuestro estimado. Creemos que el entorno de desaceleración global podría haber afectado la generación de gasto publicitario (principalmente de empresas multinacionales). Desglosando los ingresos la compañía reportó un aumento de 5.7% en la venta doméstica de publicidad, negocio que representa el 91.4% de las ventas totales. En Azteca América se reportaron ingresos de \$229 mdp, esto es una caída de 11.2% vs el trimestre anterior parcialmente afectado por la apreciación de 7% en el tipo de cambio. Los ingresos por Exportación de Programación registraron una caída de 53.5% A/A debido a un difícil comparativo.

Los costos de los Juegos Olímpicos presionan al Ebitda

En este periodo, la compañía reportó un crecimiento de 14.3% en el costo de programación debido principalmente a los costos asociados con la transmisión y pago de derechos de exhibición de los Juegos Olímpicos y en menor medida al aumento de producción que se destina para Azteca America. En cuanto a los gastos de administración estos registran un crecimiento de sólo 3.0% representando el 11.8% de las ventas totales. El aumento de costos no pudo ser compensado con el alza de los ingresos por lo que Azteca reportó una caída de 13.0% en el Ebitda a \$1,217 mdp representando un margen de Ebitda de 33.1%, es decir, una erosión de 5.9pp vs 3T11.

Por el contrario la utilidad neta aumentó 88.8%

La apreciación del tipo de cambio provocó una ganancia cambiaria de \$193 mdp comparando favorablemente con la pérdida de \$232 mdp del año pasado. Adicionalmente, la empresa reportó una menor tasa impositiva 16.0% vs 24.4% del 3T11. Con estos dos elementos, la compañía generó una utilidad neta de \$718 mdp (+88.8% A/A) siendo 15.1% superior a nuestro estimado. Incorporando el reporte, la razón de deuda neta a Ebitda se mantiene en 0.7x.

En 2013 se podrían recuperar los márgenes

En 2013 proyectamos un crecimiento de 2.7% en los ingresos consolidados, el crecimiento podría ser bajo dado el difícil comparativo de la 1ra mitad del 2012. Por el contrario, los costos podrían disminuir por la ausencia de gastos extraordinarios (Juegos Olímpicos) por lo que estimamos un aumento de 7.4% en el Ebitda y una recuperación de casi 200pb en el margen de Ebitda a 37.4%. Las necesidades de inversión de capital son moderadas por lo que estimamos un monto de \$40 mdd siendo positiva la generación de flujo de efectivo.

Establecemos PO 2013 de \$9.50 y recomendación de Mantener

Con nuestros estimados y un modelo de valuación por múltiplos establecemos nuestro precio objetivo para 2013 en \$9.50. Este precio implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/Ebitda 2013e de 6.5x y 2014e de 6.0x siendo similar a los múltiplos actuales. Consideramos que el mayor riesgo que enfrenta la emisora sería la entrada de una nueva cadena de televisión dado que el gobierno federal tiene la intención llevar a cabo una licitación con la transición a la Televisión Digital Terrestre (TDT). En base a nuestras políticas de inversión establecemos una recomendación de **MANTENER**.

Reporte Trimestral

26 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 9.50

Rendimiento Potencial: 11.0%

Precio Objetivo ADR: N.D.

Manuel Jiménez Zaldívar

mjimenezza@ixe.com.mx

5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	8.56
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retomo)	0.2%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	9.21 - 7.85
Valor de mercado (USD\$ m)	1,905
Acciones en circulación (m)	2,886
% entre el público	45.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	17.9

Resultados

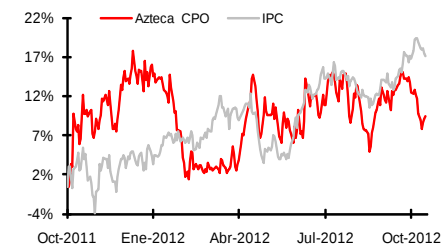
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	12,199	12,998	13,296	13,560
Utilidad Operativa	4,340	3,776	4,104	4,198
EBITDA	4,853	4,322	4,640	4,735
Margen EBITDA	39.8%	33.3%	34.9%	34.9%
Utilidad Neta	2,219	2,477	2,303	2,481
Margen Neto	18.2%	19.1%	17.3%	18.3%
Activo Total	35,038	33,600	35,671	37,701
Disponible	8,318	6,002	6,749	8,046
Pasivo Total	24,706	21,782	21,991	21,839
Deuda	11,494	8,884	8,998	8,952
Capital	10,249	11,737	13,587	15,753

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	6.2x	6.6x	6.1x	6.0x
P/U	11.0x	9.9x	10.7x	9.9x
P/VL	2.9x	2.1x	1.8x	1.6x
ROE	21.6%	22.5%	18.2%	16.9%
ROA	6.3%	7.2%	6.6%	6.8%
EBITDA/Intereses	6.5x	5.1x	8.8x	10.9x
DeudaNeta/EBITDA	0.7x	0.7x	0.5x	0.2x
Deuda/Capital	1.1x	0.8x	0.7x	0.6x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Azteca – Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T11	3T12	Var %	3T12e	Var % vs E
Ventas	3,122	3,198	2.4%	3,263	-2.0%
Utilidad de Operación	956	859	-10.2%	1,001	-14.2%
Ebitda	1,217	1,059	-13.0%	1,224	-13.5%
Utilidad Neta	380	718	88.8%	624	15.1%
Márgenes					
Margen Operativo	30.6%	26.9%	-3.7pp	30.7%	-3.8pp
Margen Ebitda	39.0%	33.1%	-5.9pp	37.5%	-4.4pp
UPA	\$0.127	\$0.241	88.9%	\$0.209	15.3%

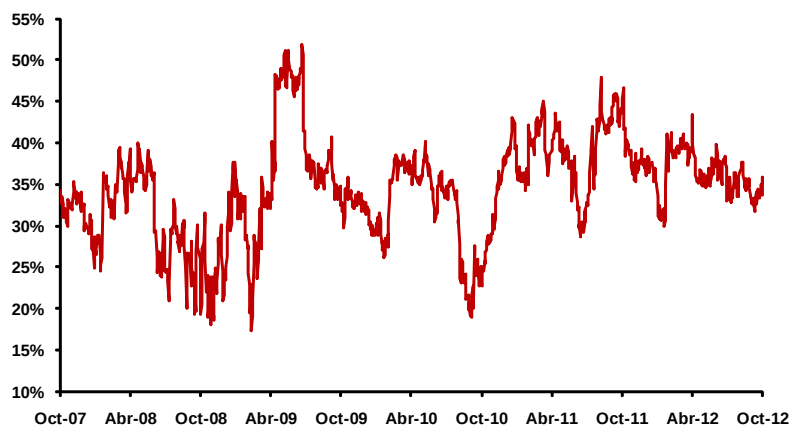
Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

Descuento Histórico vs Televisa:

Históricamente, la acción de Televisión Azteca ha cotizado con un descuento vs su principal competidor. Como se puede apreciar en la siguiente gráfica el descuento en el múltiplo FV/Ebitda ha fluctuado entre 25% y 35% en los últimos cinco años.

En nuestro modelo de valuación por múltiplos también hemos considerado este factor. El múltiplo que estamos proponiendo para las acción de Azteca representa un descuento del 30% frente al múltiplo de Televisa.

Descuento Múltiplo FV/Ebitda Azteca vs Televisa



Fuente: Banorte Ixe Casa de Bolsa

Gfamsa

EUA EN MEJORIA...

Resultados Operativos de doble dígito

El día de hoy, Famsa reportó sus resultados correspondientes al 3T2012. La emisora reportó Ventas de \$3,409mdp y Ebitda de \$557mdp. Lo anterior, equivale a un crecimiento del orden de 3.0% en Ventas y de 20.2% en Ebitda. La utilidad neta, se incrementó en 220.0%, mientras que la utilidad operativa subió 23.7%. Los resultados, estuvieron en línea con nuestra expectativa de crecimiento en Ventas y Ebitda.

México Impulsando

En el 3T2012, las Ventas del negocio en México, presentaron un crecimiento del orden de 3.7%. Este desempeño estuvo impulsado en buena medida por un crecimiento en VMT del negocio comercial de 3.3%. La compañía ha venido desde algunos trimestres atrás reforzando agresivamente su estrategia comercial con el objeto de estimular la demanda en diversas categorías. Las estrategias han estado abocadas en buena medida a fomentar la venta a crédito. Los esfuerzos implementados, se han visto traducidos en un repunte importante de las categorías de muebles, mercancías de temporada y motocicletas. Lo anterior, ha beneficiado de manera importante los márgenes dado que en el cambio de mezcla de negocio los productos con mayor movimiento han sido aquellos que tienen mejor margen. El margen Ebitda de la región mostró una significativa mejora (+2.6pp), ubicándose en 18.1%.

Texas mejorando y Oeste continúa en liquidación

En EUA, Texas empieza a mostrar algo de recuperación en la parte de ventas con una tendencia más positiva a la observada en los trimestres anteriores. A pesar de que en términos de dólares, las VMT tuvieron una contracción de 4.6%, durante el mes de septiembre se observó por primera vez en el año un crecimiento en ese indicador. En el acumulado del año, las Ventas totales tienen un crecimiento de 1.0% en ese país. La región Oeste de las operaciones continúa en proceso de liquidación, durante el trimestre se cerraron un total de 16 tiendas y dos centros de distribución. El remanente por cerrar de 7 unidades se estará concretando durante el 4T del año. El objetivo para esta última región ha sido además de conseguir una salida ordenada el maximizar la cobranza. En un esfuerzo por alcanzar este objetivo, la empresa ha instalado quioscos en las regiones aledañas a las ubicaciones donde se encontraban las tiendas. Asimismo, se han firmado acuerdos con CheckFreePay y MoneyGram, se habilitó la opción de pago por teléfono con tarjeta de débito ó crédito y las cuentas se han repartido entre los ejecutivos del call center para darles seguimiento. El remanente por cobrar asciende a cerca de \$46mdd y se espera que el proceso de cobranza de este saldo se extienda hasta la primera mitad de 2013

Banco

Banco Ahorro Famsa, continúa siendo uno de los motores grandes de crecimiento para el grupo. El desempeño de los productos de préstamos personales se mantiene muy robusto y la compañía ha dirigido esfuerzos para impulsar el financiamiento otorgado a micro y pequeña empresa, con resultados muy positivos hasta ahora (crecimiento cartera comercial +56.1%). El banco mantiene un índice de capitalización robusto por arriba de 13.0% que se compara favorablemente con otros bancos de nicho (Banco Azteca 12.2%)

Introducimos PO2013E de \$18.5, recomendamos MANTENER.

Los resultados mostrados por Famsa, resultaron bastante positivos desde el punto de vista operativo. La desincorporación de las unidades en el Oeste de EUA sumado a un favorable desempeño en el negocio comercial y bancario en México explican en buena medida estos crecimientos. Estamos estimando que Grupo Famsa tenga un crecimiento a nivel de Ebitda para 2013 del orden del 8.0%, con un crecimiento en Ventas similar. Los comparativos hacia delante lucen mucho más complicados, lo que ocasiona un crecimiento más limitado al observado en el transcurso del 2012. La mayor parte de los buenos resultados ya se han visto reflejados en el precio de la acción, por lo que la recomendación es de MANTENER. Estamos asumiendo un múltiplo FV/Ebitda 2013 a pagar de 9.0x (igual al promedio U3a).

Reporte Trimestral

26 de Octubre de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 18.50
Rendimiento Potencial : 11.4%
Precio Objetivo ADR : N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx
5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	16.60
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.2%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	17.19 - 9.29
Valor de mercado (USD\$ m)	562
Acciones en circulación (m)	439
% entre el público	36.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	10.2

Resultados

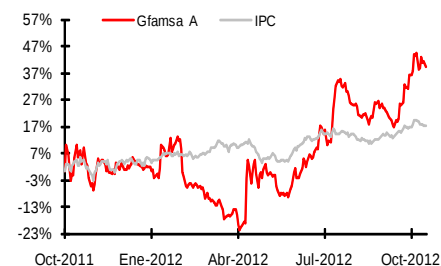
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	15,295	14,280	15,422	17,040
Utilidad Operativa	1,292	1,997	2,201	2,504
EBITDA	1,698	2,319	2,528	2,823
Margen EBITDA	11.1%	16.2%	16.4%	16.6%
Utilidad Neta	106	826	1,007	784
Margen Neto	0.7%	5.8%	6.5%	4.6%
Activo Total	27,257	31,154	32,730	36,003
Disponible	1,250	1,942	1,659	1,825
Pasivo Total	19,012	21,009	21,570	23,727
Deuda	16,252	17,152	18,936	20,829
Capital	8,221	9,638	568	614

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	10.9x	9.8x	9.0x	8.1x
P/U	32.4x	8.9x	7.3x	9.4x
P/VL	0.6x	0.8x	13.0x	12.0x
ROE	1.3%	9.3%	19.7%	132.7%
ROA	0.4%	2.8%	3.2%	2.3%
EBITDA/Intereses	1.4x	Int. Gan.	Int. Gan.	Int. Gan.
DeudaNeta/EBITDA	8.8x	6.6x	6.8x	6.7x
Deuda/Capital	2.0x	1.8x	33.3x	33.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



GFamsa- Resultados 3T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	3T12	3T11	Var %	3T12e	Var% vs E*
Ventas	3,409	3,311	3.0%	3,481	-2.1%
Utilidad de Operación	482	390	23.7%	479	0.6%
Ebitda	557	463	20.2%	562	-1.0%
Utilidad Neta	87	(72)	220.7%	144	-39.2%
Márgenes					
Margen Operativo	14.1%	11.8%	2.4pp	13.8%	0.4pp
Margen Ebitda	16.3%	14.0%	2.3pp	16.1%	0.2pp
UPA	0.199	-0.165	220.7%	0.328	-39.2%

Fuente: GFamsa, Casa de Bolsa Banorte Ixe, BMV.

ESTADOS FINANCIEROS

GFAMSA

Estado de Resultados Trimestral (Millones de pesos)							
	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Ventas Netas	3,311	4,329	3,024	3,467	3,409	3.0	(1.7)
Cto. de Ventas	1663	2,090	1,395	1,709	1633	(18)	(4.5)
Utilidad Bruta	1648	2,240	1,629	1,757	1776	7.8	11
Gastos Oper. yPTU	1259	1950	1201	1206	1294	2.8	7.3
EBITDA	463	488	523	623	557	20.2	(10.6)
Depreciación	73	167	96	71	75	2.0	5.1
Utilidad Operativa	390	320	427	551	482	23.7	(12.6)
CIF	(439)	(343)	(235)	(361)	(298)	NN	NN
Intereses Pagados	305	329	308	323	333	9.3	3.2
Intereses Ganados	0	0	0	0	0	510	37.4
Perd. Cambio	0	(14)	72	(38)	35	NS	NP
Otros	(135)					NS	
Utilidad después de CIF	(50)	(22)	192	191	184	NP	(3.3)
Subs. No Consol.	0	0	0	0	0		
Util. Antes de Impuestos	(50)	(22)	192	191	184	NP	(3.3)
Impuestos	(23)	(148)	(101)	(136)	(34)	NN	NN
Part. Extraord.	(45)	0	(72)	(111)	(129)	NN	NN
Interés Minoritario	1	0	1	1	1	132.9	28.5
Utilidad Neta Mayoritaria	(72)	95	221	214	87	NP	(59.1)
MARGEN OPERATIVO	11.8%	7.4%	14.1%	15.9%	14.1%	2.37pp	(177pp)
MARGEN EBITDA	14.0%	11.3%	17.3%	18.0%	16.3%	2.35pp	(163pp)
MARGEN NETO	-2.2%	2.2%	7.3%	6.2%	2.6%	4.76pp	(3.60pp)

Balance General (Millones de pesos)							
	3 T/O 2011	4 T/O 2011	1 T/O 2012	2 T/O 2012	3 T/O 2012	% Var Anual	% Var Trim
Activo Circulante	23,270	22,911	22,708	23,594	23,474	0.9	(0.5)
Disponible	1,270	1,250	1,286	1,838	1,080	(15.0)	(41.2)
Clientes y Cts.xCob.	20,020	18,330	18,421	18,975	19,882	(0.7)	4.8
Inventarios	1,980	2,010	1,987	1,923	1,908	(3.6)	(0.8)
Otros Circulantes	0	1,321	1,014	858	603	NS	(29.7)
Activos Fijos Netos	2,556	3,785	3,817	3,916	3,927	53.6	0.3
Otros Activos	1,527	561	632	512	664	(56.5)	29.8
Activos Totales	27,353	27,257	27,157	28,022	28,066	2.6	0.2
Pasivos a Corto Plazo	14,361	15,135	15,113	15,615	15,693	9.3	0.5
Proveedores	1,534	1,896	1,554	1,585	1,629	6.2	2.8
Cred. Banc. y Burs	2,079	2,013	2,022	2,085	2,015	(3.1)	(3.4)
Impuestos por pagar	276	201	157	175	171	(38.1)	(2.4)
Otros Pasivos c/Costo	9,698	10,436	11,029	11,398	11,521	18.8	11
Otros Pasivos s/Costo	774	588	352	371	357	(53.9)	(3.8)
Pasivos a Largo Plazo	3,774	3,956	3,724	3,841	3,651	(3.2)	(4.9)
Cred. Banc. y Burs	3,774	3,803	3,574	3,693	3,584	(5.0)	(2.9)
Otros Pasivos c/Costo		153	150	148	67	NS	(54.7)
Otros Pasivos s/Costo	0	0	0	0	0		
Otros Pasivos	118	153	150	148	67	(43.2)	(54.7)
Pasivos Totales	18,253	19,091	18,837	19,455	19,344	6.0	(0.6)
Capital Mayoritario	9,077	8,143	8,296	8,541	8,694	(4.2)	18
Capital Minoritario	23	23	24	26	27	16.4	5.5
Capital Consolidado	9,100	8,166	8,320	8,567	8,721	(4.2)	1.8
Pasivo y Capital	27,353	27,257	27,157	28,022	28,066	2.6	0.2

Fuente: BMV, Banorte-Ixe

Esta página fue dejada en blanco intencionalmente

Tenencia de Valores Gubernamentales

Tenencia de Valores Gubernamentales por parte de Fondos de Pensiones

Millones de pesos, información al 17/Oct/12

	Último	Mes anterior	Año anterior	Cambio mes anterior (%)	Cambio año anterior (%)
Valores Gubernamentales	768,861	780,573	680,985	-1.5	12.9
Cetes	82,510	94,223	75,548	-12.4	9.2
Bonos	317,401	321,711	304,993	-1.3	4.1
Bondes	0	0	0	--	--
Bondes D	31,150	29,313	16,586	6.3	87.8
Udibonos	70,132	69,927	61,741	0.3	13.6
Valores IPAB	25,918	28,356	32,464	-8.6	-20.2
BPA's	1,003	0	45	--	2145.4
BPA182	24,392	27,699	30,841	-11.9	-20.9
BPAT	1	135	1,578	-99.3	-99.9

Fuente: Banxico

Tenencia de Valores Gubernamentales por parte de Inversionistas Extranjeros

Millones de pesos, información al 17/Oct/12

	Último	Mes anterior	Año anterior	Cambio mes anterior (%)	Cambio año anterior (%)
Valores Gubernamentales	1,399,403	1,380,021	881,538	1.4	58.7
Cetes	369,732	412,680	164,748	-10.4	124.4
Bonos	942,901	887,368	675,092	6.3	39.7
Bondes	0	0	0	--	--
Bondes D	3,470	3,285	6,047	5.6	-42.6
Udibonos	17,294	15,992	7,754	8.1	123.0
Valores IPAB	127	270	438	-52.9	-70.9
BPA's	84	7	141	1110.1	-40.1
BPA182	22	131	244	-83.4	-91.1
BPAT	8	131	54	-93.7	-84.7

Fuente: Banxico

Tenencia de Valores Gubernamentales por parte de Bancos

Millones de pesos, información al 17/Oct/12

	Último	Mes anterior	Año anterior	Cambio mes anterior (%)	Cambio año anterior (%)
Valores Gubernamentales	328,266	380,017	489,957	-13.6	-33.0
Cetes	68,422	51,489	131,140	32.9	-47.8
Bonos	127,086	186,369	229,352	-31.8	-44.6
Bondes	0	0	0	--	--
Bondes D	124,484	124,299	104,356	0.1	19.3
Udibonos	1,718	3,724	5,461	-53.9	-68.5
Valores IPAB	94,822	54,589	91,969	73.7	3.1
BPA's	5,729	3,577	10,974	60.2	-47.8
BPA182	67,064	43,763	48,533	53.2	38.2
BPAT	16,979	5,486	32,462	209.5	-47.7

Fuente: Banxico

Análisis de Correlación

Correlación de monedas seleccionadas con respecto al peso mexicano (USD/MXN)

Información al 26-Oct-12, correlación en base a cambios diarios

		1 mes	3 meses	6 meses	1 año
Mercados Emergentes					
Brasil	USD/BRL	0.46	0.55	0.44	0.59
Croacia	USD/HRK	0.38	0.15	0.42	0.54
Eslovaquia	USD/SKK	0.54	0.54	0.61	0.64
Hungría	USD/HUF	0.39	0.61	0.66	0.66
Polonia	USD/PLN	0.68	0.71	0.71	0.71
Rusia	USD/RUB	0.44	0.53	0.54	0.58
Sudáfrica	USD/ZAR	0.10	0.49	0.65	0.73
Chile	USD/CLP	0.57	0.50	0.54	0.54
Malasia	USD/MYR	0.14	0.01	0.13	0.20
Mercados Desarrollados					
Canadá	USD/CAD	0.50	0.56	0.67	0.74
Zona Euro	EUR/USD	-0.53	-0.55	-0.61	-0.64
Gran Bretaña	GBP/USD	-0.39	-0.58	-0.59	-0.57
Japón	USD/JPY	-0.04	0.04	-0.09	0.06

Análisis de Correlación

Utilizando información de los últimos 6 meses al 26/Oct/12

	Cetes			Bono M			CDS	Notas del Tesoro Americano				EMBI	USD/MXN	Precio
	Fondeo	28 días	91 días	2 años	5 años	10 años	5 años	3 meses	1 año	5 años	10 años	Global		WTI
Fondeo Bancario	--	0.00	-0.01	-0.06	-0.04	-0.04	0.07	0.02	-0.01	-0.17	-0.19	-0.14	-0.01	-0.10
Cetes 28 días		--	0.38	0.06	0.06	0.02	0.07	0.15	0.05	0.06	0.07	-0.06	-0.07	0.24
Cetes 91 días			--	0.06	-0.01	0.01	0.12	0.13	-0.10	-0.03	-0.01	-0.09	0.17	0.06
Bono M 2 años				--	0.53	0.52	0.08	0.12	0.08	0.05	0.07	-0.08	0.08	0.07
Bono M 5 años					--	0.74	0.03	0.02	0.19	0.17	0.17	-0.19	-0.07	0.04
Bono M 10 años						--	0.02	0.10	0.32	0.25	0.24	-0.17	-0.05	0.05
CDS Mex 5 años							--	-0.15	-0.13	-0.48	-0.59	-0.58	0.56	-0.42
US T-bill 3 meses								--	0.40	0.07	-0.02	-0.19	-0.06	0.06
US T-bill 1 año									--	0.49	0.43	-0.10	-0.09	0.06
US T-note 5 años										--	0.94	0.10	-0.37	0.35
US T-note 10 años											--	0.18	-0.46	0.46
EMBI Global												--	-0.36	0.32
USD/MXN													--	-0.52
Precio del petroleo (WTI)														--

*Correlación en cambios diarios, en términos de proporciones.

Posición Técnica en el Mercado Cambiario

Posiciones globales de divisas frente el dólar en los mercados de futuros CME

Información al 23/Oct/2012

Divisa	Spot*	Contrato	miles de millones de USD			Cambio en posiciones largas netas (mmd)				
			P. Largas	P. Cortas	P. Neta	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	1 año
EUR	1.2987	EUR 125,000	6.20	15.16	-8.96	-0.24	-0.86	12.41	9.74	4.34
JPY	79.85	JPY 12,500,000	4.02	6.68	-2.66	-4.47	-6.18	-7.90	5.94	-11.57
GBP	1.5953	GBP 62,500	5.60	3.62	1.99	-0.07	-0.73	2.19	1.28	7.00
CHF	0.9325	CHF 125,000	1.44	1.13	0.32	0.48	0.43	2.71	2.60	0.51
CAD	0.9924	CAD 100,000	9.99	0.79	9.20	-0.46	-1.73	7.99	4.74	10.70
AUD	1.0265	AUD 100,000	8.57	3.98	4.59	0.73	-4.76	0.67	-0.14	1.93
MXN	12.9752	MXN 500,000	5.27	0.16	5.10	-0.18	-0.39	3.32	3.57	6.10
NZD	0.8116	NZD 100,000	1.67	0.34	1.33	0.00	-0.31	0.49	0.56	0.59
Total USD**			42.76	31.87	-10.89	4.20	14.54	-21.88	-28.29	-19.60

* en unidades por dólar excepto EUR, GBP, AUD y NZD

** posición neta positiva significa un saldo neto largo en dólares

Fuente: CME y Banorte-IXE

Indicadores Técnicos (BMV)

Niveles de soporte y resistencia

En los siguientes cuadros estamos haciendo un análisis desde el punto de vista técnico, le damos una mayor importancia y nos ayudan a identificar los niveles de soporte y resistencia las líneas de fibonacci de retroceso y de proyección, los promedios móviles ponderados de 30, 50, 100 y 200 días y las bandas parabólicas SAR. Además tratamos de identificar formaciones técnicas que puedan cambiar o anticipar el movimiento del precio. Para identificar

la tendencia principal utilizamos líneas de tendencia y el intercambio de los promedios móviles ponderados. Los indicadores y osciladores técnicos nos ayudan a validar los movimientos de recuperación y de corrección. Por otra parte, estamos haciendo un sorteo, tomando en cuenta la señal, la tendencia y el valor que registra el oscilador técnico de Fuerza Relativa (RSI).

Emisora	(A) Precio 26-Oct	(B) Soporte S1	(C) Soporte S2	(D) Resistencia R1	(E) Resistencia R2	(B) vs (A) S1	(C) vs (A) S2	(D) vs (A) R1	(E) vs (A) R2	RSI	Tendencia	Señal	Comentario
COMPARC *	16.78	16.10	15.80	17.00	17.20	-4.05	-5.84	1.31	2.50	69.64	Alza	C	Mantiene expuesta la resistencia.
ALFA A	24.85	23.90	23.60	25.00	25.55	-3.82	-5.03	0.60	2.82	63.50	Alza	C	Genera un máximo histórico.
OHLMEX *	21.28	20.70	20.30	21.50	21.85	-2.73	-4.61	1.03	2.68	49.55	Alza	C	Genera un rebote técnico.
GMEXICO B	42.02	40.85	40.15	42.45	43.50	-2.78	-4.45	1.02	3.52	49.62	Alza	R/C	Activar la compra si supera resistencia.
FEMSA UBD	119.22	118.00	116.95	122.00	123.30	-1.02	-1.90	2.33	3.42	48.21	Alza	R/C	Activar la compra si valida el soporte.
ASUR B	129.43	126.00	125.00	134.00	137.00	-2.65	-3.42	3.53	5.85	74.48	Alza	R	Mantiene la tendencia alcista.
SIMEC B	54.75	54.00	52.20	56.35	58.00	-1.37	-4.66	2.92	5.94	69.68	Alza	R	Regresa a zona de soporte.
GAP B	61.11	59.15	58.80	62.00	62.20	-3.21	-3.78	1.46	1.78	69.13	Alza	R	Pondrá a prueba la zona de piso.
SORIANA B	44.02	43.20	42.00	44.60	46.00	-1.86	-4.59	1.32	4.50	67.86	Alza	R	Asimila la toma de utilidades.
GCARSO A1	50.35	49.15	48.00	50.85	52.00	-2.38	-4.67	0.99	3.28	67.75	Alza	R	Consolida en zona de soporte.
LIVEPOL C-1	120.44	116.90	116.00	123.00	124.00	-2.94	-3.69	2.13	2.96	67.15	Alza	R	Asimila la toma de utilidades.
ICH B	77.95	76.25	74.65	79.95	81.50	-2.18	-4.23	2.57	4.55	67.04	Alza	R	Regres a zona de soporte.
ICA *	28.38	27.35	27.00	29.00	29.50	-3.63	-4.86	2.18	3.95	65.84	Alza	R	Se aleja de la zona de soporte.
CEMEX CPO	11.79	11.50	11.30	12.00	12.10	-2.46	-4.16	1.78	2.63	65.46	Alza	R	Desacelera su recuperación.
COMERCIO UBC	36.21	36.00	35.20	37.10	37.60	-0.58	-2.79	2.46	3.84	64.88	Alza	R	Mantiene activa la resistencia.
GFAMSA A	16.59	16.00	15.55	17.00	17.25	-3.56	-6.27	2.47	3.98	64.64	Alza	R	Desacelera su recuperación.
CHDRAUI B	34.85	34.20	33.50	35.50	36.00	-1.87	-3.87	1.87	3.30	63.81	Alza	R	Asimila la toma de utilidades.
MEXCHEM *	65.37	64.45	63.30	66.25	67.00	-1.41	-3.17	1.35	2.49	63.57	Alza	R	Se aleja de la zona de apoyo.
PE&OLES *	667.50	652.00	640.00	679.50	694.20	-2.32	-4.12	1.80	4.00	61.77	Alza	R	Pondrá a prueba el nivel de soporte.
BIMBO A	32.28	31.55	31.00	33.00	33.80	-2.26	-3.97	2.23	4.71	60.04	Alza	R	Regresa a zona de soporte.
BOLSA A	29.23	28.50	28.00	29.70	30.00	-2.50	-4.21	1.61	2.63	57.95	Alza	R	Regresa a zona de resistencia.
KIMBER A	32.10	31.35	30.50	32.80	33.40	-2.34	-4.98	2.18	4.05	57.35	Alza	R	Activar la compra si valida el soporte.
AXTEL CPO	3.32	3.15	3.00	3.50	3.60	-5.12	-9.64	5.42	8.43	56.42	Alza	R	Genera movimientos erráticos.
NAFRAC O2	41.84	41.65	41.50	42.50	42.80	-0.45	-0.81	1.58	2.29	54.75	Alza	R	Valida la zona de soporte.
ELEKTRA *	548.47	534.20	525.00	564.15	575.00	-2.60	-4.28	2.86	4.84	48.58	Alza	R	Mantiene su recuperación.
WALMEX V	38.79	37.80	37.50	39.65	40.00	-2.55	-3.33	2.22	3.12	63.20	Lateral	R	Genera señales de agotamiento.
HOMEX *	29.48	29.00	28.70	31.00	31.50	-1.63	-2.65	5.16	6.85	55.66	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
URBI *	8.48	8.20	8.10	8.70	9.00	-3.30	-4.48	2.59	6.13	55.24	Lateral	R	Desacelera su movimiento de baja.
GFINBUR O	35.10	34.65	34.00	36.00	36.90	-1.28	-3.13	2.56	5.13	48.98	Lateral	R	Desacelera su recuperación.
GMODELO C	114.85	114.00	112.50	118.00	119.00	-0.74	-2.05	2.74	3.61	43.95	Lateral	R	Conforma un patrón de consolidación.
LAB B	25.86	25.45	25.00	26.50	27.00	-1.59	-3.33	2.47	4.41	56.05	Baja	R	Presiona nivel de resistencia.
AMX L	16.70	16.50	16.25	16.90	17.00	-1.20	-2.69	1.20	1.80	45.71	Lateral	R/V	Activar la venta si rompe el soporte.
HERDEZ *	35.80	35.25	34.35	37.10	37.20	-1.54	-4.05	3.63	3.91	71.99	Alza	V	Tomar utilidades, alcanzó resistencia.
C *	477.32	470.00	460.00	495.35	500.00	-1.53	-3.63	3.78	4.75	67.72	Alza	V	Mantiene la toma de utilidades.
GEO B	16.55	15.80	15.55	16.75	17.00	-4.53	-6.04	1.21	2.72	61.62	Alza	V	Rompe zona de soporte.
ALSEA *	20.74	20.60	20.00	21.30	21.80	-0.68	-3.57	2.70	5.11	54.14	Alza	V	Genera una toma de utilidades.
AC *	96.09	94.00	92.45	98.45	100.00	-2.18	-3.79	2.46	4.07	51.15	Alza	V	Mantiene la toma de utilidades.
KOF L	166.63	163.25	159.20	172.30	174.25	-2.03	-4.46	3.40	4.57	45.90	Alza	V	Rompe zona de soporte.
ARA *	4.10	4.00	3.95	4.20	4.25	-2.44	-3.66	2.44	3.66	51.71	Lateral	V	Registra una toma de utilidades.
MFRISCO A	53.13	52.00	51.25	53.90	55.50	-2.13	-3.54	1.45	4.46	38.63	Lateral	V	Mantiene la toma de utilidades.
TLEVISA CPO	59.03	58.55	58.00	61.45	62.00	-0.81	-1.74	4.10	5.03	37.51	Lateral	V	Rompe zona de soporte.
AZTECA CPO	8.52	8.25	8.00	8.75	9.00	-3.17	-6.10	2.70	5.63	37.50	Lateral	V	Amplia el movimiento de baja.

Fuente: Bloomberg Banorte-Ixe.
C. Compra V. Venta R. Retener

GMEXICO B

En su movimiento de ajuste de corto plazo, logró respetar el apoyo localizado en los \$40.95, ahora creemos que intentará recuperar la línea de tendencia de alza que abandono en sesiones anteriores. En el supuesto de superar la zona de los \$41.90 sería una señal positiva y desde nuestro punto de vista generaría una oportunidad de inversión especulativa en el corto plazo. La zona de resistencia la estamos identificando en \$43.00 y \$43.50.

GMEXICO B



Indicadores Técnicos (ETF's)

Niveles de soporte y resistencia

La metodología que estamos aplicando y en la que nos apoyamos para el análisis de estos instrumentos es con gráficas de precios diarios y en algunos casos con precios semanales. La base principal para determinar las zonas de impacto en la toma de utilidades, confirmar un cambio de tendencia y ubicar el soporte o resistencia clave son las líneas de fibonacci de retroceso y de proyección, los promedios móviles ponderados de 30, 50, 100 y 200 días, y

las bandas parabólicas SAR. Por otra parte, buscamos figuras y patrones técnicos que ayuden a anticipar un posible cambio de tendencia o movimiento del precio. Las líneas de tendencia y los promedios móviles ponderados nos ayudan a confirmar la tendencia principal. Los indicadores y osciladores técnicos que utilizamos son MACD, RSI, MFI y ESTOCÁSTICO. El volumen de operación nos sirve como un indicador de fuerza en el movimiento que registre el precio.

Emisora	Clave	(A) Precio 26-Oct	(B) Soporte S1	(C) Soporte S2	(D) Resistencia R1	(E) Resistencia R2	(B) vs (A) Variación % S1	(C) vs (A) Variación % S2	(D) vs (A)(E) Variación % R1	(E) vs (A) Variación % R2	RSI	Tendencia	Señal	Comentario
ProShares UltraShort Financials	SKF	36.92	36.30	35.40	38.00	38.85	-1.68	-4.12	2.93	5.23	49.43	Lateral	C	Supera zona de resistencia.
ProShares UltraShort Russell2000	TWM	28.30	27.80	27.30	28.75	29.70	-1.77	-3.53	1.59	4.95	58.01	Lateral	R/C	Activar la compra si supera el objetivo.
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	FAZ	17.57	17.15	17.00	17.90	18.45	-2.39	-3.24	1.88	5.01	48.81	Lateral	R/C	Activar la compra si supera resistencia.
Direxion Daily Emrg Mkts Bear 3X Shares	EDZ	11.64	11.40	11.20	12.00	12.40	-2.06	-3.78	3.09	6.53	47.24	Baja	R/C	Activar la compra si supera el objetivo.
iShares FTSE China 25 Index Fund	FXI	36.94	35.90	35.10	37.85	38.60	-2.82	-4.98	2.46	4.49	66.99	Alza	R	Se aleja de la zona de resistencia.
iShares MSCI Pacific ex-Japan	EPP	45.60	44.35	44.00	46.30	47.00	-2.74	-3.51	1.54	3.07	58.65	Alza	R	Genera un patrón de consolidación.
iShares MSCI BRIC Index	BKF	38.36	37.90	37.40	39.45	40.00	-1.20	-2.50	2.84	4.28	55.56	Alza	R	Desacelera su movimiento de alza.
SPDR S&P Emerging Asia Pacific	GMF	72.89	72.00	71.00	73.50	75.00	-1.22	-2.59	0.84	2.89	55.45	Alza	R	Pondrá a prueba el nivel de apoyo.
Financial Select Sector SPDR	XLFI	15.80	15.70	15.25	16.10	16.45	-0.63	-3.48	1.90	4.11	49.72	Alza	R	Pondrá a prueba la zona de apoyo.
ProShares Ultra Financials	UYG	63.20	61.30	59.85	64.50	66.00	-3.01	-5.30	2.06	4.43	48.71	Alza	R	Pondrá a prueba nivel de soporte.
Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	FAS	107.59	103.50	103.00	110.00	111.00	-3.81	-4.27	2.24	3.17	48.37	Alza	R	Pondrá a prueba el nivel de apoyo.
iShares MSCI EMU Index	EZU	30.75	30.40	29.75	31.20	31.80	-1.14	-3.25	1.47	3.42	47.97	Alza	R	Genera un patrón de consolidación.
iShares MSCI Germany Index	EWG	22.81	22.40	21.75	23.20	23.85	-1.80	-4.65	1.71	4.56	47.85	Alza	R	Genera un patrón de consolidación.
ProShares Short Dow30	DOG	34.75	34.10	33.95	35.40	36.00	-1.87	-2.30	1.87	3.60	62.72	Lateral	R	Desacelera su recuperación.
iShares MSCI Japan Index	EWJ	9.11	8.95	8.80	9.25	9.45	-1.70	-3.35	1.59	3.79	51.26	Lateral	R	Registra movimientos erráticos.
iShares MSCI Emerging Markets Index	EEM	41.27	40.45	39.70	42.00	42.80	-1.98	-3.79	1.78	3.72	51.10	Lateral	R	Consolida en nivel de soporte.
SPDR S&P Emerging Latin America	GML	71.40	70.70	69.25	72.50	73.20	-0.98	-3.01	1.54	2.52	47.67	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
iShares MSCI Brazil Index	EWZ	53.66	52.80	51.70	55.20	55.50	-1.60	-3.65	2.87	3.43	45.29	Lateral	R	Consolida con sesgo de baja.
iShares S&P Global 100 Index	IOO	62.30	61.80	61.00	63.30	64.70	-0.80	-2.09	1.61	3.85	45.23	Lateral	R	Desacelera el proceso de baja.
iShares MSCI Chile Investable Mkt Idx	ECH	61.48	60.20	59.15	62.30	63.10	-2.08	-3.79	1.33	2.64	44.85	Lateral	R	Se aleja de la zona de apoyo.
iShares Silver Trust	SLV	31.07	30.65	30.00	31.40	32.30	-1.35	-3.44	1.06	3.96	41.08	Lateral	R	Desacelera el movimiento de baja.
SPDR Gold Shares	GLD	165.95	164.55	162.00	168.40	170.00	-0.84	-2.38	1.48	2.44	40.33	Lateral	R	Desacelera el ajuste.
SPDR S&P 500	SPY	141.32	139.50	137.65	142.20	144.00	-1.29	-2.60	0.62	1.90	39.01	Lateral	R	Pondrá a prueba zona de soporte.
SPDR Dow Jones Industrial Average	DIA	130.79	130.00	128.35	132.30	133.65	-0.60	-1.87	1.15	2.19	35.18	Lateral	R	En proceso de consolidar en soporte.
PowerShares DB Commodity Index Tracking	DBC	27.57	26.95	26.30	28.15	28.50	-2.23	-4.59	2.12	3.39	35.03	Lateral	R	Desacelera el sesgo de baja.
PowerShares DB Oil	DBO	24.71	24.00	23.80	25.30	26.00	-2.87	-3.68	2.39	5.22	34.60	Lateral	R	Intenta consolidar en zona de apoyo.
Consumer Staples Select Sector SPDR	XLP	35.35	35.00	34.80	35.70	35.90	-0.98	-1.54	1.00	1.57	41.89	Baja	R	Intenta consolidar en zona de apoyo.
iShares Gold Trust	IAU	16.66	16.50	16.30	16.90	17.10	-0.96	-2.16	1.44	2.64	40.15	Baja	R	Desacelera el proceso de baja.
iShares MSCI All Peru Capped Index	EPU	44.21	43.85	42.95	45.00	45.60	-0.81	-2.85	1.79	3.14	53.88	Alza	R/V	Bajar posiciones si perfora el soporte.
Direxion Daily Emrg Mkts Bull 3X Shares	EDC	87.72	85.10	83.50	90.45	92.00	-2.99	-4.81	3.11	4.88	50.31	Lateral	R/V	Activar la venta si perfora el piso.
Market Vectors Russia ETF	RSX	28.05	27.85	27.20	28.25	29.00	-0.71	-3.03	0.71	3.39	44.15	Lateral	R/V	Bajar posiciones si perfora el piso.
iShares S&P MidCap 400 Index	IJH	97.48	96.60	95.50	98.45	100.00	-0.90	-2.03	1.00	2.59	43.75	Lateral	R/V	Activar la venta si perfora el apoyo.
PowerShares DB Agriculture	DBA	28.81	28.40	27.80	29.40	29.70	-1.42	-3.51	2.05	3.09	41.91	Lateral	R/V	Activar la venta si perfora el apoyo.
iShares S&P MidCap 400 Growth Index	IJK	109.81	108.35	106.40	111.15	112.60	-1.33	-3.11	1.22	2.54	41.66	Lateral	R/V	Bajar posiciones si perfora el piso.
iShares Russell 2000 Index	IWM	81.10	79.95	78.30	82.00	83.15	-1.42	-3.45	1.11	2.53	40.66	Baja	R/V	Activar la venta si perfora el apoyo.
iShares S&P SmallCap 600 Index	IJR	74.86	74.00	72.60	75.70	76.75	-1.15	-3.02	1.12	2.52	39.98	Baja	R/V	Activar la venta si perfora el soporte.
Market Vectors Gold Miners ETF	GDX	51.25	49.60	48.50	52.65	53.45	-3.22	-5.37	2.73	4.29	49.04	Lateral	V	Mantiene el sesgo de baja.
iShares S&P 500 Index	IVV	141.91	140.00	138.10	143.75	144.50	-1.35	-2.68	1.30	1.83	39.48	Lateral	V	Mantiene la toma de utilidades.
Consumer Discret Select Sector SPDR	XLY	45.92	45.00	44.70	46.45	46.70	-2.00	-2.66	1.15	1.70	38.68	Lateral	V	Mantiene la toma de utilidades.
ProShares Ultra Russell2000	UWM	41.75	40.70	39.20	42.70	43.45	-2.51	-6.11	2.28	4.07	40.84	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
PowerShares QQQ	QQQ	65.41	64.00	62.50	66.10	67.25	-2.16	-4.45	1.05	2.81	32.39	Baja	V	Amplia la toma de utilidades.
PowerShares DB Base Metals	DBB	17.95	17.70	17.25	18.40	18.80	-1.39	-3.90	2.51	4.74	30.62	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
Technology Select Sector SPDR	XLK	29.02	28.00	27.50	29.60	29.95	-3.51	-5.24	2.00	3.20	29.50	Baja	V	Mantiene el sesgo de baja.

\$ USD
Fuente: Reuters, Bloomberg, Banorte-ixe
C. Compra V. Venta R. Retener

Direxion Daily Emrg Mkts Bear 3X Shares (EDZ)

La línea de precios conserva su rebote técnico y supera la resistencia localizada en los USD\$11.40, creemos que este rompimiento abre la posibilidad de buscar un siguiente nivel localizado en los USD\$12.20. En nuestra opinión la volatilidad permanecerá; sin embargo, creemos que puede generar una oportunidad de inversión especulativa de corto plazo. La zona de apoyo la estamos identificando en los USD\$11.20.

EDZ



Indicadores Técnicos (SIC)

Niveles de soporte y resistencia

Emisora	Clave	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(B) vs (A)	(C) vs (A)	(D) vs (A)	(E) vs (A)	RSI	Tendencia	Señal	Comentario
		Precio 26-Oct	S1	S2	R1	R2	S1	S2	R1	R2				
Procter & Gamble Co.	PG	69.46	68.80	67.50	70.85	72.00	-0.95	-2.82	2.00	3.66	60.65	Alza	C	Presiona zona de resistencia.
Southern Copper Corp.	SCCO	37.96	36.80	36.00	38.10	38.80	-3.06	-5.16	0.37	2.21	67.45	Alza	R	Regresa a zona de resistencia.
Wynn Resorts Ltd.	WYNN	118.99	115.40	114.10	120.00	124.90	-3.02	-4.11	0.85	4.97	64.96	Alza	R	Presiona el nivel de resistencia.
Citigroup, Inc.	C	36.65	35.95	35.50	38.00	38.80	-1.91	-3.14	3.68	5.87	64.02	Alza	R	Mantiene activa la zona de soporte.
Pfizer Inc.	PFE	25.42	25.00	24.50	26.10	26.50	-1.65	-3.62	2.68	4.25	59.15	Alza	R	Se aleja de la zona de apoyo.
JPMorgan Chase & Co.	JPM	41.17	40.60	39.30	42.50	43.20	-1.38	-4.54	3.23	4.93	52.87	Alza	R	Toma rumbo hacia la zona de apoyo.
Wal-Mart Stores Inc.	WMT	75.13	72.30	70.65	77.60	78.20	-3.77	-5.96	3.29	4.09	51.94	Alza	R	Mantiene activa la resistencia.
Visa, Inc.	V	138.48	135.70	132.80	140.50	143.10	-2.01	-4.10	1.46	3.34	51.37	Alza	R	Asimila la toma de utilidades.
The Home Depot, Inc.	HD	60.09	59.25	57.70	61.90	63.20	-1.39	-3.97	3.02	5.18	50.87	Alza	R	Pondrá a prueba la zona de soporte.
eBay Inc.	EBAY	49.55	47.95	47.00	50.25	50.95	-3.22	-5.14	1.42	2.84	49.01	Alza	R	Se aproxima al apoyo inmediato.
Exxon Mobil Corporation	XOM	90.61	89.55	87.40	91.60	93.70	-1.17	-3.54	1.09	3.41	44.56	Alza	R	Consolida en zona de soporte.
Ford Motor Co.	F	10.36	10.20	9.95	10.55	10.70	-1.54	-3.96	1.83	3.28	58.57	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
Las Vegas Sands Corp.	LVS	45.98	45.20	43.80	47.40	48.00	-1.70	-4.74	3.09	4.39	57.87	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
Bristol-Myers Squibb Company	BMJ	33.62	33.20	32.50	34.00	34.50	-1.25	-3.33	1.13	2.62	51.86	Lateral	R	Se aleja de la zona de apoyo.
Research In Motion Limited	RIMM	7.57	7.50	7.40	7.85	8.00	-0.92	-2.25	3.70	5.68	51.60	Lateral	R	Consolida con sesgo de baja
Family Dollar Stores Inc.	FDO	65.67	64.40	63.00	66.35	68.00	-1.93	-4.06	1.04	3.56	50.65	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
Morgan Stanley	MS	17.04	16.50	16.15	17.40	17.85	-1.93	-5.22	2.11	4.75	48.53	Lateral	R	Pondrá a prueba la zona de soporte.
Ak Steel Holding Corporation	AKS	5.19	5.10	5.00	5.45	5.55	-1.64	-3.57	5.11	7.04	47.74	Lateral	R	Respeto el soporte inmediato.
BP PCL	BP	41.71	40.85	40.30	42.50	43.50	-2.05	-3.37	1.91	4.30	44.97	Lateral	R	Genera un patrón de consolidación.
Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.	FCX	39.06	38.80	38.00	40.30	40.70	-0.67	-2.71	3.17	4.20	44.83	Lateral	R	En proceso de definir zona de apoyo.
Petroleo Brasileiro	PBR	22.44	21.90	21.40	23.00	23.45	-2.41	-4.63	2.50	4.50	43.02	Lateral	R	Genera una consolidación bajista.
Caterpillar Inc.	CAT	84.25	81.65	79.90	85.00	87.20	-3.09	-5.16	0.89	3.50	42.95	Lateral	R	Pondrá a prueba la zona de apoyo.
Stillwater Mining Co.	SWC	10.36	10.10	9.90	10.50	10.80	-2.51	-4.44	1.35	4.25	42.35	Lateral	R	Consolida en nivel de apoyo.
Mastercard Incorporated	MA	453.94	446.40	438.00	463.65	470.00	-1.66	-3.51	2.14	3.54	39.87	Lateral	R	En proceso de validar zona de apoyo.
General Electric Company	GE	21.13	21.00	20.60	21.60	22.00	-0.62	-2.51	2.22	4.12	32.31	Lateral	R	En proceso de validar zona de apoyo.
Google Inc.	GOOG	677.00	665.10	652.40	690.85	706.70	-1.76	-3.63	2.05	4.39	31.39	Lateral	R	Desacelera el movimiento de ajuste.
Micron Technology Inc.	MU	5.47	5.35	5.30	5.70	5.80	-2.19	-3.11	4.20	6.03	46.56	Baja	R	Desacelera el sesgo de baja.
Wells Fargo & Company	WFC	33.99	33.20	32.50	34.65	35.00	-2.32	-4.38	1.94	2.97	44.35	Baja	R	Consolida en zona de soporte.
Medtronic, Inc.	MDT	41.61	41.00	40.00	42.70	43.60	-1.47	-3.87	2.62	4.78	43.36	Baja	R	Intentará consolidar en zona de soporte.
Costco Wholesale Corporation	COST	96.93	94.20	93.35	99.20	102.00	-2.82	-3.69	2.34	5.23	43.29	Baja	R	Se aleja del nivel de piso crítico.
Verizon Communications Inc.	VZ	44.75	43.30	42.80	45.20	46.25	-3.24	-4.36	1.01	3.35	42.88	Baja	R	Desacelera el proceso de ajuste.
Starbucks Corporation	SBUX	45.88	44.25	43.50	47.35	48.70	-3.55	-5.19	3.20	6.15	40.27	Baja	R	Se aleja del nivel de apoyo clave.
Walt Disney Co.	DIS	50.09	49.00	48.40	51.50	52.65	-2.18	-3.37	2.81	5.11	39.64	Baja	R	En proceso de validar nivel de piso.
The Coca-Cola Company	KO	37.07	36.25	36.00	37.55	38.00	-2.21	-2.89	1.29	2.51	38.51	Baja	R	Desacelera el movimiento de ajuste.
Abbott Laboratories	ABT	65.45	64.40	62.95	67.50	68.40	-1.60	-3.82	3.13	4.51	37.55	Baja	R	Consolida en nivel de apoyo.
QUALCOMM Incorporated	QCOM	59.06	57.50	56.50	59.20	60.65	-2.64	-4.33	0.24	2.69	31.04	Baja	R	Intenta consolidar en nivel de apoyo.
International Business Machines Corp.	IBM	193.32	190.60	188.00	196.80	199.00	-1.41	-2.75	1.80	2.94	30.71	Baja	R	Desacelera su fase de ajuste.
Priceline.com Incorporated	PCLN	579.75	553.15	550.00	595.40	605.00	-4.59	-5.13	2.70	4.36	29.64	Baja	R	Desacelera el proceso de ajuste.
AT&T, Inc.	T	34.59	34.25	33.25	35.50	36.00	-0.98	-3.87	2.63	4.08	26.58	Baja	R	Desacelera su ajuste.
Microsoft Corporation	MSFT	28.23	27.60	27.00	28.60	29.30	-2.21	-4.34	1.33	3.81	26.54	Baja	R	En proceso de validar zona de apoyo.
Amazon.com Inc	AMZN	238.28	224.30	220.00	238.40	244.50	-5.87	-7.67	0.05	2.61	25.74	Baja	R	Agota su movimiento de ajuste.
Bank of America Corporation	BAC	9.13	9.10	8.80	9.45	9.60	-0.33	-3.61	3.50	5.15	52.22	Alza	R/V	Activar la venta si rompe el piso.
The Goldman Sachs Group, Inc.	GS	119.53	118.00	112.75	121.90	126.00	-1.28	-5.67	1.98	5.41	51.56	Alza	R/V	Activar la venta si rompe el soporte.
United States Steel Corp.	X	21.14	21.00	20.35	22.00	22.50	-0.66	-3.74	4.07	6.43	51.62	Lateral	R/V	Activar la venta si rompe el apoyo.
Alcoa Inc.	AA	8.65	8.60	8.45	9.00	9.20	-0.58	-2.31	4.05	6.36	43.85	Lateral	R/V	Activar la venta si rompe el soporte.
Yahoo! Inc.	YHOO	16.77	16.25	16.00	16.80	17.00	-3.11	-4.60	0.17	1.36	63.87	Alza	V	Tomar utilidades, alcanzo el objetivo.
The Boeing Company	BA	71.10	70.65	70.00	72.00	72.75	-0.63	-1.55	1.27	2.32	47.53	Lateral	V	Mantiene el movimiento de ajuste.
General Motors Company	GM	23.29	23.00	22.50	24.00	24.45	-1.25	-3.39	3.05	4.98	45.68	Lateral	V	Amplia la toma de utilidades.
Monsanto Co.	MON	86.62	84.85	83.60	88.10	89.00	-2.04	-3.49	1.71	2.75	38.19	Lateral	V	Mantiene la toma de utilidades.
Apple Inc.	AAPL	604.18	581.70	570.00	613.30	625.00	-3.72	-5.66	1.51	3.45	37.77	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
Mondelez International, Inc.	MDLZ	26.56	25.85	25.50	26.85	27.30	-2.67	-3.99	1.09	2.79	37.05	Baja	V	Registra una toma de utilidades.
National Oilwell Varco, Inc.	NOV	74.60	73.10	72.00	76.50	78.25	-2.01	-3.49	2.55	4.89	34.34	Baja	V	Amplia la toma de utilidades.
Altria Group Inc.	MO	31.74	31.00	30.75	32.20	33.15	-2.33	-3.12	1.45	4.44	34.16	Baja	V	Amplia el movimiento de baja.
Corning Inc.	GLW	11.82	11.50	11.25	12.30	12.50	-2.71	-4.82	4.06	5.75	33.47	Baja	V	Mantiene el sesgo bajista.
Bed Bath & Beyond Inc.	BBBY	57.45	56.70	56.00	58.80	60.00	-1.31	-2.52	2.35	4.44	33.09	Baja	V	Amplia el movimiento de baja.
The TJX Companies, Inc.	TJX	40.74	40.00	39.20	42.00	42.50	-1.82	-3.78	3.09	4.32	30.14	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
McDonald's Corp.	MCD	86.74	85.95	85.50	90.00	91.00	-0.91	-1.43	3.76	4.91	30.04	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
3M Co.	MMM	88.01	87.00	85.30	88.80	90.35	-1.15	-3.08	0.90	2.66	28.15	Baja	V	Mantiene la toma de utilidades.
Apollo Group Inc.	APOL	19.72	19.10	18.60	20.00	21.00	-3.14	-5.68	1.42	6.49	18.73	Baja	V	Mantiene el sesgo de baja.

\$ USD
Fuente: Reuters, Bloomberg, Banorte-ixe
C. Compra V: Venta R: Retener

Procter & Gamble Co. (PG)

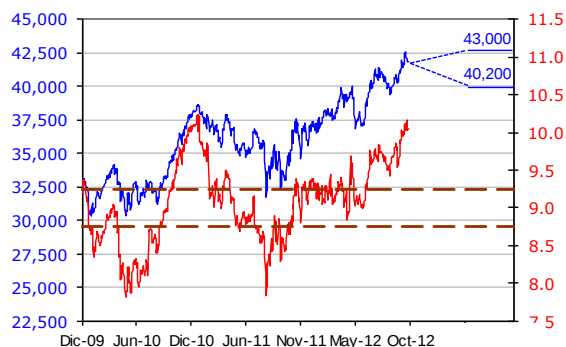
La emisora mantiene una tendencia principal de alza, creemos que estará presionando la resistencia localizada en los USD\$70.85, si logra superar esta zona sería una señal positiva y en este sentido creemos que pueden abrir alguna oportunidad de inversión de corto plazo, dejando expuesto un siguiente techo en los USD\$72.00. El apoyo intermedio se ubica en los USD\$68.80.

PG



Pronóstico IPC 2013

FV / EBITDA							
Crec. 2013	8.50x	8.75x	9.00x	9.31x	9.50x	9.75x	10.0x
8.4%	41,907	43,454	45,001	46,909	48,094	49,641	51,188
8.9%	42,150	43,704	45,258	47,174	48,365	49,919	51,473
9.4%	42,392	43,953	45,514	47,470	48,637	50,198	51,759
9.9%	42,635	44,203	45,771	47,705	48,908	50,476	52,044
10.4%	42,877	44,453	46,028	47,971	49,179	50,754	52,329



IPC – Precios Objetivos 2013 e Impacto en el IPC

Sector	Emisora	IPC Emisora	PA 26-Oct.-12	Tipo Prec. Obj.	PO(e) Ixe	Var%	Var% Pond.	Fecha Cambio PO
Telefonía	Amx L	23.42%	16.70	BX	19.50	16.8%	3.93%	
Comerciales	Walmex V	11.10%	38.79	BX	45.00	16.0%	1.78%	17-Oct-12
Bebidas	Femsa UBD	8.31%	119.22	BX	135.00	13.2%	1.10%	25-Oct-12
Mineras	Gmexico B	6.59%	42.02	BX	50.00	19.0%	1.25%	11-Ene-12
Med De Comun.	Tlevisa CPO	6.12%	59.03	BX	72.00	22.0%	1.35%	24-Oct-12
G. Financieros	Gfnorte O	6.10%	72.33	C	79.00	9.2%	0.56%	
Cemento	Cemex CPO	4.03%	11.79	BX	15.00	27.2%	1.10%	26-Jul-12
G. Industriales	Alfa A	3.61%	24.85	BX	26.50	6.6%	0.24%	15-Oct-12
Mineras	Pe&oles *	3.21%	667.50	BX	620.00	-7.1%	-0.23%	17-Jul-12
G. Financieros	Gfinbur O	2.83%	35.10	BX	36.13	2.9%	0.08%	
Bebidas	Gmodelo C	2.64%	114.85	X	117.00	1.9%	0.05%	23-Oct-12
Bebidas	Kof L	2.75%	166.63	X	197.00	18.2%	0.50%	24-Oct-12
Químico	Mexchem *	2.68%	65.37	BX	80.00	22.4%	0.60%	08-Oct-12
Alimentos	Bimbo A	1.84%	32.28	X	38.00	17.7%	0.33%	26-Oct-12
Papel	Kimber A	1.90%	32.10	C	30.66	-4.5%	-0.09%	
Bebidas	Ac *	1.87%	96.09	X	98.00	2.0%	0.04%	17-Jul-12
Com. Especial.	Elektra *	1.70%	548.47	C	600.00	9.4%	0.16%	
Com. Especial.	Lab B	0.88%	25.86	BX	33.00	27.6%	0.24%	25-Oct-12
Mineras	Mfrisco A-1	0.90%	53.13	C	52.80	-0.6%	-0.01%	
Com. Especial.	Livepol C-1	0.96%	120.44	BX	119.00	-1.2%	-0.01%	
Otros	Asur B	0.72%	129.43	BX	135.00	4.3%	0.03%	23-Oct-12
Otros	Gap B	0.70%	61.11	BX	61.00	-0.2%	0.00%	25-Oct-12
G. Financieros	Comparc *	0.67%	16.78	X	19.00	13.2%	0.09%	18-May-12
Químico	Alpek A	0.50%	33.02	X	42.00	27.2%	0.14%	07-Sep-12
G. Industriales	Ich B	0.55%	77.95	X	78.00	0.1%	0.00%	17-Jul-12
Construcción	Ica *	0.62%	28.38	BX	31.00	9.2%	0.06%	27-Jul-12
Otros	Bolsa A	0.49%	29.23	C	29.00	-0.8%	0.00%	
Construcción	Ohlmex *	0.38%	21.28	C	25.90	21.7%	0.08%	
Med De Comun.	Azteca CPO	0.35%	8.52	BX	10.25	20.3%	0.07%	26-Oct-12
Vivienda	Geo B	0.33%	16.55	BX	25.50	54.1%	0.18%	
Vivienda	Homex *	0.28%	29.48	BX	42.00	42.5%	0.12%	
Com. Especial.	Alsea *	0.27%	20.74	X	28.00	35.0%	0.09%	18-Oct-12
Alimentos	Gruma B	0.26%	38.50	C	40.97	6.4%	0.02%	
Comerciales	Chdraui B	0.21%	34.85	X	39.00	11.9%	0.03%	23-Oct-12
Vivienda	Urbi *	0.20%	8.48	BX	11.00	29.7%	0.06%	
IPC		100.0%	41,836.92		47,662.96		13.93%	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / X: Banorte Ixe / C: Consenso del mercado

Reporte Bursátil

México - Empresas Cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Inf. General			Var. % Precio								Múltiplos				FV / Ebitda		2012E		Valor	Num.	
Bur	Adr	IPC	P\$	Sem	Mes	Año	12M	24M	Año	12M	P / U	P / Un	FV / Ebitda	P / VL	Prom. 5 Años	Tipo Est.	FV / Ebitda	Valor Mdo.	Emp. (FV)	Acc.	
Alimentos				0.0	4.4	16.5	19.3	-1.1	25.1	23.1	28.56	20.68	11.24	2.25	8.63		10.03	18,385	24,001		
Agriexp A	--		0.06	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.			1	1	175	
Bachoco B	- 6:1		27.77	7.6	8.9	24.5	12.7	-0.3	33.7	16.3	10.57	10.51	5.55	0.92	6.79	T	4.50	1,281	1,146	600	
Bafar B	-		18.80	0.0	0.0	10.6	10.3	0.0	18.8	13.8	7.42	6.79	11.14	1.60	10.68	T	9.59	453	531	313	
Bimbo A	+ 1.84		32.28	-1.0	3.0	13.4	17.2	-2.8	21.8	20.9	52.88	31.25	14.72	3.25	9.93	X	13.59	11,671	15,310	4,703	
Gam B	-		4.50	0.0	0.0	-34.8	-37.1	-37.1	-30.0	-35.1	N.S.	N.S.	59.54	1.22	8.35			241	241	696	
Gmacma B	--		1.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	N.S.	0.60	8.03	T	NS	5	9	68	
Gmodern *	-		84.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	13.87	12.36	8.21	1.21	7.70			467	507	72	
Gruma B	+ 4:1 0.26		38.50	1.3	7.0	45.8	53.1	-7.3	56.6	58.0	12.72	8.89	7.22	1.52	6.68	T	6.60	1,668	3,101	564	
Herdez *	- 1:1		35.80	-1.1	8.3	43.8	47.3	-2.4	54.5	52.0	20.24	14.53	11.91	3.94	8.51	X	9.83	1,189	1,639	432	
Maseca B	- 15:1		15.53	1.0	3.3	3.6	12.5	-5.0	11.3	16.1	10.55	10.47	7.06	1.73	7.02	T	6.52	1,096	1,126	918	
Minsa C	- 10:1		3.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	5.24	6.03	4.28	0.47	3.36	T	3.25	95	181	412	
Nutrisa *	--		71.00	0.0	0.0	40.6	40.6	0.0	51.0	45.0	28.76	28.79	15.41	4.91	8.94	T	11.85	188	183	34	
Savia A	+ 4:1		0.80	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	N.S.	0.60	N.S.			29	28	471	
Automotriz				0.0	0.0	0.0	-2.1	-51.1	7.4	1.0	NS.	NS.	NS.	NS.	NS.			1	9		
Iasasa *	--		0.93	0.0	0.0	0.0	-2.1	-51.1	7.4	1.0	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.			1	9	13	
Bebidas				-3.2	1.1	23.5	29.4	-3.4	32.6	33.5	28.03	21.28	15.37	3.55	10.01		12.86	99,790	122,389		
Ac *	+ 1.87		96.09	-7.3	5.2	61.7	56.5	-8.6	73.7	61.5	27.98	26.86	17.06	4.13	9.69	X	12.28	11,902	13,177	1,611	
Femsa UBD	+ 10:1 8.31		119.22	-3.3	2.3	22.9	26.9	-3.7	32.0	31.0	26.14	18.34	16.02	2.92	10.53	X	13.65	32,795	44,362	3,578	
Geupec B	-		38.01	0.0	-45.7	-41.5	-22.1	-51.3	-37.2	-19.7	N.S.	N.S.	10.88	0.74	14.69	T	6.86	515	1,422	176	
Gmodelo C	+ 2.64		114.85	-0.4	-1.1	29.8	37.4	-6.9	39.4	41.7	29.83	19.33	15.97	4.86	10.20	X	14.60	28,566	35,958	3,235	
Kof L	+ 10:1 2.75		166.63	-4.0	1.3	25.6	35.8	-9.8	34.8	40.1	27.96	26.10	13.46	3.51	9.10	X	10.89	26,011	27,471	2,031	
Cemento y mat.const.				0.5	11.3	35.1	70.2	-11.5	45.1	75.5	NS.	NS.	10.37	0.92	8.38		8.65	12,461	29,950		
Cemex CPO	+ 5:1 4.03		11.79	1.8	15.1	58.3	134.4	-12.2	70.0	141.8	N.S.	N.S.	10.87	0.78	8.26	X	8.92	8,881	25,639	9,799	
Ceramic UB	-- 5:1		21.20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	8.87		6.78	1.51	11.02	T	6.55	265	400	163	
Cmoctez *	-		30.25	-5.4	6.3	6.1	12.0	-5.5	13.9	15.6	13.08	13.16	7.44	2.72	8.46	T	6.99	2,047	1,905	880	
Gcc *	- 2:1		44.04	1.8	1.3	-1.7	-1.9	-11.9	5.6	1.2	27.20	26.07	13.42	1.11	10.70	T	12.53	1,109	1,597	328	
Lamosa *	-		15.00	0.0	3.4	-6.3	-3.8	-30.2	0.7	-0.8	5.76	4.29	5.19	1.07	7.92	T	4.67	424	810	368	
Comercio especializado				-0.1	6.5	-44.1	-30.6	-45.1	-39.9	-28.4	NS.	NS.	13.88	3.54	15.57		11.90	24,666	33,351		
Alsea *	+ 0.27		20.74	-5.4	9.3	47.3	51.2	-8.8	58.2	56.0	44.40	38.94	11.43	3.99	8.38	X	9.09	1,011	1,343	634	
Bevides B	-- 2:1		13.75	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	24.13	24.07	9.88	3.48	12.87	T	9.12	432	411	409	
Cmr B	-		3.10	2.0	0.6	6.9	-2.8	-13.9	14.8	0.3	N.S.	N.S.	6.73	0.87	8.79	T	6.21	60	85	250	
Cnci B	--		0.32	0.0	0.0	0.0	-5.9	-17.9	7.4	-2.9	N.S.	51317	7.03	1.24	16.19			8	8	336	
Collado *	--		16.00	0.0	0.0	-11.1	-11.1	-27.3	-4.5	-8.3	4.19	6.81	3.99	0.67	5.71	T	4.25	61	203	49	
Elektra *	+ 10:1 1.7		548.47	2.0	6.1	-60.4	-44.9	-61.5	-57.5	-43.2	N.S.	N.S.	16.81	3.03	18.31	T	13.93	10,004	15,436	237	
Fragua B	-		206.00	-0.4	0.5	14.4	21.2	-4.2	22.9	25.0	24.85	24.77	15.50	3.53	15.55	T	15.42	1,606	1,494	101	
Gfamsa A	+ 16.59		1.0	19.5	36.4	39.1	-28.5	46.5	43.5	11.83	11.25	10.67	0.84	8.71	X	9.24	560	1,795	439		
Gmarti *	--		11.80	7.3	7.3	-0.4	4.3	-0.4	6.9	7.6	N.S.	N.S.	29.48	2.94	11.19	T	26.03	659	779	727	
Gomo *	--		0.29	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	N.S.	0.09	N.S.			2	12	86	
Kimber A	+ 5:1 1.9		32.10	-2.9	7.4	28.0	31.6	-3.6	37.4	35.8	26.13	25.53	14.08	13.31	9.60	T	13.17	7,761	8,340	3,145	
Lab B	0.88		25.86	0.5	4.1	-4.1	-4.6	-22.5	3.0	-1.6	19.25	18.57	12.73	4.36	14.65	X	9.38	2,093	2,283	1,053	
Pochtec B	-		4.29	3.4	9.7	108.3	123.4	-7.1	123.7	130.5	18.04	19.45	13.77	2.67	25.43	T	12.26	205	224	622	
Sab *	-- 10:1		10.00	0.0	-8.9	-3.0	-25.9	-59.8	4.2	-23.6	6.11	5.97	5.15	0.34	7.53	T	4.22	204	937	265	
Comerciales				-0.5	7.3	5.2	18.1	-8.7	13.0	21.8	24.74	24.39	15.33	3.69	14.16		13.48	66,486	67,592		
Chdraui B	0.21		34.85	0.2	8.2	-0.7	7.1	-13.8	6.7	10.5	22.29	21.53	9.94	1.68	10.34	X	8.41	2,582	3,110	964	
Comerci UBC	+ 20:1		36.21	-1.3	9.1	54.7	93.9	-1.9	66.1	100.1	6.06	6.00	11.52	1.55	7.44	T	11.34	3,023	3,306	1,086	
Gigante *	- 10:1		24.50	2.1	2.4	1.4	16.7	-2.4	9.0	20.4	129.21	52.82	13.90	1.35	11.56	X	13.64	1,873	2,184	994	
Soriana B	+		44.02	0.2	6.1	31.3	56.2	-3.0	41.0	61.2	21.75	21.14	10.97	2.05	10.43	X	9.81	6,091	6,387	1,800	
Walmex V	+ 10:1 11.1		38.79	-0.7	7.5	1.5	13.0	-13.6	9.0	16.6	29.76	29.74	17.14	5.20	16.29	X	14.85	52,917	52,606	17,745	
Total											19.58	16.48	9.60	2.95	9.06		8.47	537,001	629,744		
Ipc				41,836.92	-1.3	3.7	12.8	16.8	-1.8	21.2	20.5	21.84	17.21	10.05	3.35	8.52		8.91	444,757	532,573	

NOTAS: B = Bursatilidad (+ Alta +- Media - Baja - Minima) / Adr = Número de Adrs por acciones mexicanas / IPC = Porcentaje de participación del IPC / P\$ = Precio / Un = Utilidad Normalizada (Ut. Neta sin Repomo y Perd Camb.) / FV = Firm Value (Valor de Mercado + Deuda Neta + Int. Min. x P/VL) / Valor de Mercado y Valor Emp. = Millones de dólares / X = Estimado oficial Ixe / C = Consenso del Mercado / T = Estimado por Tendencias.

México - Empresas Cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Inf. General				Var. % Precio								Múltiplos				FV / Ebitda		2012E		Valor	Num.
Bur	Adr	IPC	P\$	Sem	Mes	Año	12M	24M	Año	12M	USD	P / U	P / Un	FV / Ebitda	P / VL	Prom. 5	Tipo	FV / Ebitda	Valor Mdo.	Emp. (FV)	Acc.
Medios de comunicacion				-2.5	-1.9	-2.4	1.3	-9.7	4.8	4.6	19.29	15.79	8.16	2.84	8.27			7.56	15,625	20,784	
Azteca CPO	+	16:1	0.35	8.52	-0.8	-3.5	-4.2	8.4	-12.7	2.9	11.8	9.92	8.18	6.33	2.38	5.82	X	6.12	1,890	2,184	2,886
Cie B	-			6.50	0.0	-1.5	8.3	8.7	-7.1	16.3	12.1	N.S.	34.15	2.93	1.38	6.81	T	3.97	279	439	559
Rcentro A	-	9:1		15.25	0.0	7.8	12.1	27.1	-4.7	20.4	31.1	10.85	10.86	11.29	1.70	10.05	T	11.19	191	191	163
Tlevisa CPO	+	20:1	6.12	59.03	-2.8	-1.5	0.5	3.2	-9.3	7.9	6.5	21.75	18.11	8.83	3.02	8.92	X	7.94	13,264	17,970	2,923
Construccion				0.7	4.0	9.1	19.0	-4.2	17.2	22.8	18.12	18.47	12.20	2.36	11.44			11.66	10,907	21,707	
Gmd *	-	1:1		7.17	-1.0	-1.1	-4.1	-9.4	-40.6	2.9	-6.5	N.S.	N.S.	4.40	0.43	10.68	T	3.31	55	136	100
Ica *	+	6:1	0.62	28.38	1.3	16.6	67.5	91.6	-16.7	79.9	97.7	8.48	9.53	14.61	1.04	12.68	X	12.81	1,319	5,825	605
Ideal B-1	++			22.52	1.0	5.0	3.5	22.7	-16.1	11.2	26.6	173.60	178.14	21.31	9.09		T	16.54	5,194	8,373	3,000
Ohimex *			0.38	21.28	-0.6	3.4	-1.6	0.8	-17.2	5.7	3.9	7.34	7.34	6.44	1.05	8.15	C	8.01	2,442	4,727	1,493
Pinfra *	-	2:1		68.00	0.1	-3.8	21.2	26.1	-7.8	30.2	30.1	21.07	19.69	11.88	5.97	8.07	T	9.80	1,878	2,623	359
Pyp B	--			30.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	12.22	1.63	11.98			18	23	8
Vesta *				19.70	4.8	3.7			0.0						15.56				603	613	398
Departamentales				1.7	7.5	16.4	29.4	0.0	25.0	33.5	13.51	17.73	8.87	2.70	8.27			7.74	14,950	17,389	
Almaco *2	--			57.52	0	0	0	0	7.396	3.168	0.473207	1.0726	1.586856	0.20784		1.869115	T	1.369194	225	1444	51
Gph 1	--			88.00	7.3	8.6	11.7	29.4	0.0	20.0	33.5	26.12	25.59	13.45	2.60	12.10	T	11.41	2,297	2,585	340
Livepol C-1	--	20:1	0.96	120.44	0.8	4.7	20.3	33.1	-1.9	29.2	37.3	22.89	22.86	15.57	3.48	12.64	T	13.85	12,427	13,359	1,342
Grupos aeroportuarios				1.8	12.5	35.3	37.6	-0.4	45.3	41.9	19.35	19.14	11.72	2.00	9.09			10.12	6,582	6,518	
Asur B	++		0.72	129.43	1.7	15.7	64.8	73.7	-1.4	77.0	79.2	21.19	21.17	13.08	2.46	8.94	X	10.42	2,985	2,868	300
Gap B	+		0.7	61.11	0.9	12.5	29.4	30.4	-1.2	39.0	34.5	19.06	18.84	10.99	1.64	9.57	X	10.27	2,636	2,598	561
Oma B	++			31.32	4.7	8.9	43.4	36.4	-0.3	54.0	40.7	15.76	15.24	10.48	2.03	8.90	T	9.09	961	1,052	399
Hoteles				0.0	-0.6	-0.2	0.1	-10.9	7.2	3.3	N.S.	N.S.	10.31	0.69	9.11			10.69	815	1,599	
Aristos B	--			7.50	0.0	0.0	0.0	0.0	-9.1	7.4	3.2	2.99	2.99	1.23	0.14	10.15	T	0.94	23	18	40
Cidmega *	--			13.42	0.0	3.2	3.3	7.4	-15.6	11.0	10.8	8.24	6.12	7.57	0.26	8.57	T	7.51	70	180	68
Posadas A	--	20:1		15.80	0.0	-1.3	-0.6	-0.6	-13.5	6.7	2.5	N.S.	N.S.	16.09	1.30	11.92	T	13.95	593	1,110	489
Realtur A				3.40	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	6.07	0.43	5.43			129	292	494
Grupos industriales				1.8	10.3	47.2	46.0	0.0	58.1	50.7	10.78	9.40	7.41	2.38	19.41			7.13	21,040	29,048	
Accelsa B	--			7.65	0	9.2857	-1.9231	-0.649	-4.38	5.331	2.498	7.348043	6.0199	4.961635	0.96522	11.186604	T	4.392042	111	153	189
Alfa A	+		3.61	24.85	1.0	9.5	63.5	55.6	0.0	75.6	60.6	14.88	11.38	7.94	2.46	6.46	X	7.48	9,843	14,573	5,152
Gcarso A1	+	2:1		50.35	2.5	16.7	49.1	44.6	0.0	60.1	49.2	17.89	16.00	14.02	3.20	11.78	T	13.62	8,865	10,455	2,290
Gissa A	-			23.50	8.1	12.3	42.9	88.0	0.0	53.4	94.0	2.65	2.66	3.80	1.03	4.79	T	4.18	677	483	375
Kuo B	-			27.50	-1.8	1.1	25.1	74.1	-3.4	34.3	79.6	40.90	34.31	7.34	1.93	5.84	T	7.25	965	1,442	456
Procorp B	--			7.00	0.0	0.0	-10.3	-10.3	-3.6	-7.4				N.S.	0.61	N.S.			10	10	18
Sanluis CPO	--	6:1		8.00	14.3	18.7	33.3	26.2	-15.8	43.2	30.2	4.77	3.90	3.19	0.37	6.07	T	3.06	66	313	107
Vitro A	++	3:1		17.29	3.8	11.5	47.8	58.2	-8.7	58.7	63.2	1.06	1.03	1.83	0.83	132.84	T	1.80	514	1,627	387
Metal-mecanico				0.0	0.0	11.3	19.6	-1.3	19.6	23.4	12.17	12.22	7.30	1.39	4.80			4.90	119	147	
Vasconi *	--			17.70	0.0	0.0	11.3	19.6	-1.3	19.6	23.4	12.17	12.22	7.30	1.39	4.73	T	4.90	119	147	87
Mineras				-0.4	3.8	11.1	13.1	-1.6	19.3	16.7	17.10	11.78	9.64	4.59	7.63			7.30	55,230	69,904	
Autlan B	++			13.51	0.2	-4.0	-13.9	4.7	-63.5	-7.6	8.0	14.17	12.07	5.93	1.09	8.92	X	5.05	280	339	270
Gmexico B	+		6.59	42.02	0.7	0.2	15.2	14.9	-17.3	23.7	18.6	10.85	7.52	6.68	3.18	6.59	X	5.76	25,148	32,880	7,785
Mfrisco A-1			0.9	53.13	-3.2	-1.8	4.8	0.2	-11.6	12.5	3.4	42.32	36.59	37.07	10.32	33.20	C	10.67	9,405	10,451	2,303
Peñoles *	++		3.21	667.50	-0.3	8.1	9.2	17.3	-3.1	17.2	21.0	30.46	19.14	13.15	6.90	10.91	X	9.29	20,396	26,235	397
Otros				3.7	14.0	37.0	40.7	0.0	47.2	45.1	17.94	16.82	10.45	2.13	21.53			9.80	1,723	1,673	
Bolsa A			0.49	29.23	2.0	12.0	30.2	33.2	-1.9	39.8	37.4	23.67	21.76	16.86	3.32	15.19	T	15.73	1,333	1,224	593
Conver B	--			6.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	34.95	56.16	6.83	0.61	3.75	T	7.18	26	50	56
Funo 11				34.54	6.2	19.6	46.6	45.0	0.0	57.4	49.6										
Medica B	-			24.15	0.6	0.6	0.6	0.9	-8.9	8.1	4.1	11.76	11.70	5.81	1.19	5.91	T	5.48	229	216	123
Pasa B	-			12.90	7.0	14.6	17.3	22.9	-0.6	25.9	26.7	6.23	5.78	4.23	0.98	6.28	T	3.83	133	172	134
Qc CPO				19.50	0.1	8.6															
Qumma B	-			0.18	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	4.80	0.09	3.01	T	7.04	3	11	248
Sport S				15.31	-1.2	3.9	22.9	8.5	-7.2	32.0	11.9	37.99				10.20			98	#iVALOR!	83
Total												19.58	16.48	9.60	2.95	9.06		8.47	537,001	629,744	
IPC				41,836.92	-1.3	3.7	12.8	16.8	-1.8	21.2	20.5	21.84	17.21	10.05	3.35	8.52		8.91	444,757	532,573	

NOTAS: B = Bursatilidad (+ Alta +- Media - Baja - Mínima) / Adr = Número de Adr's por acciones mexicanas / IPC = Porcentaje de participación del IPC / P\$ = Precio / Un = Utilidad Normalizada (Ut. Neta sin Repomo y Perd Camb.) / FV = Firm Value (Valor de Mercado + Deuda Neta + Int. Min. x P/VL) / Valor de Mercado y Valor Emp. = Millones de dólares/ X = Estimado oficial Ixe / C = Consenso del Mercado / T = Estimado por Tendencias.

México - Empresas Cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Inf. General			Var. % Precio							Múltiplos				FV / Ebitda		2012E		Valor Emp. (FV)	Num. Acc.
Bur	Adr	IPC	P\$	Sem	Mes	Año	12M	24M	Año USD	12M USD	P / U	P / Un	Ebitda	P / VL	Prom. 5 Años	Tipo Est.	FV / Ebitda	Valor Mdo.	
Papel				12.1	37.3	131.0	113.4	-2.4	148.1	120.2	7.98	3.44	4.80	0.40	6.86		4.69	285	443
Pappel *	-		12.77	12.1	38.8	133.5	115.7	-2.4	150.7	122.5	7.98	3.44	4.80	0.40	8.74	T	4.69	285	443
Químicas				0.5	6.1	33.2	30.8	-0.9	43.1	34.9	27.81	19.64	13.28	4.58	8.86		8.19	11,290	14,705
Alpek A		0.5	33.02	0.1	-1.3		-7.2							2.72		X	7.03	5,377	6,671
Cydsasa A	-		41.05	-3.3	10.9	37.9	48.4	-4.1	48.1	53.1	14.45	16.42	7.56	1.46	4.76	T	8.52	631	734
Mexchem *	+-	2.68	65.37	1.1	10.6	48.9	45.1	-0.2	59.9	49.7	28.83	19.55	12.59	5.16	9.22	X	8.86	10,553	12,667
Qbindus A	--		2.60	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	N.S.	N.S.	38.06	N.S.	N.S.	T	50.12	105	150
Siderurgicas				-4.0	-4.7	5.7	40.4	-22.6	13.5	44.8	8.14	6.97	4.71	0.84	5.16		4.54	4,775	5,471
Ahmsa *			2.52	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	0.94	0.85	2.53	0.04	2.07	T	2.37	69	1,211
Ich B	+-	0.55	77.95	-4.9	2.8	66.1	79.8	-6.0	78.4	85.5	10.95	8.13	7.07	1.32	8.30	X	6.93	2,611	2,530
Sinmec B	+-		54.75	-3.4	6.0	62.8	84.4	-5.5	74.8	90.2	7.63	7.43	5.33	1.16	10.39	X	5.26	2,095	1,730
Ts *	-		246.82	-4.0	-7.9	-3.2	32.0	-32.4	4.0	36.2									
Telefonia				-1.2	0.7	3.8	-0.4	-9.7	11.4	2.7	13.98	11.90	6.44	3.95	6.99		6.09	115,432	152,507
Amx L	+ 0:0	23.42	16.70	-1.5	1.6	5.6	1.2	-10.5	13.4	4.4	13.66	11.66	6.47	4.33	7.24	X	6.09	97,617	128,958
Axtel CPO	+		3.32	-12.4	5.7	-25.4	-31.5	-57.4	-19.9	-29.4	N.S.	13.54	4.76	0.72	5.13	X	5.25	316	1,127
Cable CPO	--		29.50	0.0	0.0	1.7	1.7	-1.3	9.2	4.9	29.54	26.81	5.84	1.63	10.63	T	4.40	1,110	1,244
Maxcom CPO	+-		3.29	-15.0	9.3	-9.4	26.1	-54.7	-2.7	30.0	N.S.	N.S.	4.74	0.39	5.19	X	4.71	67	233
Mega CPO			33.90	3.0	15.9	14.2	25.0	-0.1	22.7	29.0	15.89	15.38	7.65	1.95	8.26	X	7.07	2,239	2,192
Telmex L	+ 20:1		10.16	0.3	1.1	0.1	-2.9	-9.4	7.5	0.2	13.49	12.43	6.36	3.28	5.61	X	6.26	14,083	18,754
Textiles				-6.5	-4.0	-14.1	-12.4	-29.2	-7.8	-9.6	N.S.	N.S.	N.S.	0.54	N.S.		NS	14	38
Edoardo B	--		0.70	0.0	16.7	7.7	14.8	-36.4	15.7	18.4	N.S.	N.S.	N.S.	0.41	N.S.	T	NS	6	6
Hilasal A	--		0.75	-10.7	-14.8	-25.0	-25.0	-31.8	-19.5	-22.6	N.S.	N.S.	33.23	0.69	23.55	T	78.53	8	33
Transportacion				2.2	4.3	-14.7	-12.7	-56.2	-8.4	-10.0	177.24	14.35	4.29	2.15	13.03		4.81	1,163	1,525
Aeromex *			20.77	2.6	6.5	-12.3	-10.2	-33.0	-5.8	-7.4	16.22	12.98	4.58	2.13	3.77	T	4.61	1,146	1,442
Trm A	- 1:1		2.11	-15.9	-15.6	-52.2	-49.8	-71.3	-48.6	-48.2	N.S.	N.S.	2.06	28.04	13.90	T	20.72	17	84
Vivienda				-2.4	4.0	-16.1	-15.9	-51.5	-9.9	-13.2	10.12	7.83	8.58	0.70	8.55		7.57	4,552	8,992
Ara *	+ 10:1		4.10	-1.4	4.9	5.1	13.9	-48.4	12.9	17.5	8.97	8.95	7.96	0.56	7.24	X	6.28	409	540
Dine B	+-		4.11	0.2	0.2	-22.5	-17.8	-39.6	-16.7	-15.2	N.S.	N.S.	N.S.	0.71	N.S.	T	NS	144	233
Geo B	+ 4:1	0.33	16.55	-4.8	6.1	-4.7	-9.7	-63.4	2.4	-6.9	7.43	5.46	5.96	0.97	7.14	X	5.57	699	1,712
Gmdr *	- 1:1		4.10	0.0	-2.4	2.5	2.5	-9.9	10.1	5.7	N.S.	N.S.	N.S.	0.62	N.S.	T	NS	44	118
Hogar B	- 10:1		2.76	0.0	4.2	-21.1	-37.3	-70.1	-15.3	-35.3	22.38	21.94	N.S.	0.32	N.S.	T	NS	12	27
Homex *	+ 6:1	0.28	29.48	-4.0	2.2	-24.5	-5.9	-59.5	-18.9	-2.9	5.17	3.50	5.91	0.67	7.95	X	6.16	761	2,068
Incarso B-1			10.25	-2.4	-0.5	-2.2	-1.7	-29.5	5.0	1.4	17.15	15.79	13.54	0.87	15.36			1,786	2,442
Sare B	+-		1.13	1.8	0.0	-4.2	-25.2	-70.8	2.8	-22.8	N.S.	N.S.	N.S.	0.32	2.74	X	NS	60	243
Urbi *	+	0.2	8.48	0.6	16.5	-46.6	-53.3	-71.6	-42.6	-51.8	4.23	N.S.	N.S.	0.46	N.S.	X	8.29	637	1,610
Grupos financieros				-0.5	12.8	30.5	15.3	-18.9	40.1	18.9	16.03	N.S.	N.S.	2.54	N.S.			53,996	
Actinvr B			11.39	1.7	2.9	3.8	8.5	-2.1	11.5	11.9	39.63	N.S.	N.S.	2.01	N.S.			458	523
C *			477.32	-0.4	14.1	29.3	13.8	-24.1	38.9	17.4		N.S.	N.S.		N.S.				
Comparc *		0.67	16.78	4.9	16.0	-2.0	-21.0	-37.5	5.3	-18.5		N.S.	N.S.		N.S.				
Findep *	+-		4.00	-0.2	-5.9	-44.6	-38.5	-69.5	-40.5	-36.5		N.S.	N.S.		N.S.				
Gfinbur O	+-	2.83	35.10	-4.4	-2.2	36.8	24.1	-6.2	46.9	28.0	37.92	N.S.	N.S.	3.19	N.S.			17,990	6,667
Gfinter O	-		60.00	0.0	0.8	29.0	27.7	-4.0	38.6	31.7	8.57	N.S.	N.S.	1.93	N.S.			1,090	236
Gfmulti O	--		5.00	0.0	-14.7	-14.7	-14.7	-8.4	-12.0	7.31	N.S.	N.S.	N.S.	0.74	N.S.			155	403
Gfnorte O	+	6.1	72.33	-1.8	2.0	70.9	61.2	-6.8	83.6	66.3	15.40	N.S.	N.S.	2.07	N.S.			12,936	2,326
Gfregio O			51.00	1.0	6.5	70.0	68.6	-0.2	82.6	73.9	15.11	N.S.	N.S.	2.50	N.S.			1,286	328
Invex O	-		35.25	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4	3.2	17.95	N.S.	N.S.	1.46	N.S.			423	156
Sanmex B	-- 10:1		35.89	-1.9	7.4	139.3	139.3	-5.3	157.0	146.8	10.99	N.S.	N.S.	2.55	N.S.			18,724	6,786
Valuegf O	--		76.00	-1.3	0.0	86.3	111.4	-1.3	100.1	118.1	11.50	N.S.	N.S.	3.85	N.S.			935	160
Total											19.58	16.48	9.60	2.95	9.06		8.47	537,001	629,744
Ipc			41,836.92	-1.3	3.7	12.8	16.8	-1.8	21.2	20.5	21.84	17.21	10.05	3.35	8.52		8.91	444,757	532,573

NOTAS: B = Bursatilidad (+ Alta +- Media - Baja - Mínima) / Adr = Número de Adr's por acciones mexicanas / IPC = Porcentaje de participación del IPC / P\$ = Precio / Un = Utilidad Normalizada (Ut. Neta sin Repomo y Perd Camb.) / FV = Firm Value (Valor de Mercado + Deuda Neta + Int. Min. x P/VL) / Valor de Mercado y Valor Emp. = Millones de dólares/ X = Estimado oficial Ixe / C = Consenso del Mercado / T = Estimado por Tendencias.

Calendario de Asambleas y Dividendos

Reporte de Asambleas – Derechos Decretados en la Semana

Clave	Derecho	Cupón	Fecha Pago
Activr	Dividendo en efectivo de \$0.05	2	29/10/2012
Alpek	Canje 1 nueva c/2 x 1 anterior		30/10/2012
Gap	Dividendo en efectivo de \$0.53	9	01/11/2012
Mega	Dividendo en efectivo PENDIENTE		13/11/2012
Amx	Dividendo en efectivo de \$0.10	32	16/11/2012

Fuente: BMV / *NOTA: Se considera el precio de la serie con mayor bursatilidad/ (1) NOTA: Las suscripciones podrán ejercerse dentro de un plazo de 15 días naturales a partir de la fecha que la BMV señala como inicio./ (2) Parcialidades

México – Derechos

Clave	Derecho	Precio 19-Oct-12	Rendimiento	Cupón	Fecha de Excupón	Fecha de Pago
AMX	Dividendo en efectivo de \$0.10	\$17.03	0.59%	32	13/11/2012	16/11/2012
KIMBER	Dividendo en efectivo de \$0.30	\$32.40	0.93%	36	03/12/2012	06/12/2012

Fuente: BMV / *NOTA: Se considera el precio de la serie con mayor bursatilidad/ (1) NOTA: Las suscripciones podrán ejercerse dentro de un plazo de 15 días naturales a partir de la fecha que la BMV señala como inicio./ (2) Parcialidades

México – Asambleas Instrumentos de Deuda

Clave	Descripción	Fecha de Asamblea
APASCB 09 (ABS de Cementos Apasco)	HSBC (Fiduciario) convocó por segunda vez a la Asamblea de Tenedores de la emisión APASCB 09 a las 10:00hrs. Dentro de los puntos a tratar destaca: i) propuesta, discusión, y en su caso, aprobación para llevar a cabo la amortización anticipada de los CBs, revertir el patrimonio a favor de los Fideicomitentes y dar por terminados todos los documentos de la operación.	Nov. 08

Fuente: BMV / *NOTA: Se considera el precio de la serie con mayor bursatilidad/ (1) NOTA: Las suscripciones podrán ejercerse dentro de un plazo de 15 días naturales a partir de la fecha que la BMV señala como inicio./ (2) Parcialidades

Calendario de Asambleas y Dividendos

México – Asambleas Pendientes

Calendario de Reportes por Empresa (Octubre 2012)				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES
1	2	3	4	5
8	9	10	11	12
15 ALFA ALPEK CEMEX	16	17 WALMEX	18 ALSEA KIMBER	19
22	23 ARA ASUR CHDRAUI GMODELO HOMEX MEGA	24 AC COMERCI GCARSO GMEXICO KOF OMA TLEVISA	25 AMX AXTEL AZTECA BIMBO FEMSA GAP GEO GFAMSA GFNORTE HERDEZ LAB MAXCOM OHL	26 COMPARC ICA GIGANTE MEXCHEM SARE SORIANA URBI
29	30	31		

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe / Infotel / Bloomberg
 * Por definir fecha

Calendario Información Emisoras

Estados Unidos

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Octubre	30 Octubre	31 Octubre	1 Noviembre	2 Noviembre
Burger King Worldwide Inc 3T12 Reporte	Avon Products Inc 3T12 Reporte	MGM Resorts International 3T12 Reporte	Kellogg Co 3T12 Reporte	Chevron Corp 3T12 Reporte
Hertz Global Holdings Inc 3T12 Reporte	Pfizer Inc 3T12 Reporte	Hyatt Hotels Corp 3T12 Reporte	Exxon Mobil Corp 3T12 Reporte	Cooper Tire & Rubber Co 3T12 Reporte
Gardner Denver Inc 3T12 Reporte	GNC Holdings Inc 3T12 Reporte	Time Warner Cable Inc 3T12 Reporte	Cablevision Systems Corp 3T12 Reporte	Och-Ziff Capital Management Group LLC 3T12 Reporte
Boardwalk Pipeline Partners LP 3T12 Reporte	Ford Motor Co 3T12 Reporte	General Motors Co 3T12 Reporte	LinkedIn Corp 3T12 Reporte	Alpha Natural Resources Inc 3T12 Reporte
Anadarko Petroleum Corp 3T12 Reporte	Western Union Co/The 3T12 Reporte	MetLife Inc 3T12 Reporte	Genesee & Wyoming Inc 3T12 Reporte	Huntsman Corp 3T12 Reporte
Masco Corp 3T12 Reporte	Avis Budget Group Inc 3T12 Reporte	Mastercard Inc 3T12 Reporte	RR Donnelley & Sons Co 3T12 Reporte	Exelis Inc 3T12 Reporte
Flowserve Corp 3T12 Reporte	True Religion Apparel Inc 3T12 Reporte	Phillips 66 3T12 Reporte	WebMD Health Corp 3T12 Reporte	BGC Partners Inc 3T12 Reporte
Forest Oil Corp 3T12 Reporte	DreamWorks Animation SKG Inc 3T12 Reporte	Penn Virginia Corp 3T12 Reporte	American International Group Inc 3T12 Reporte	Beam Inc 3T12 Reporte
Vertex Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte	Office Depot Inc 3T12 Reporte	Southern Co/The 3T12 Reporte	Lincoln National Corp 3T12 Reporte	Stratasys Inc 3T12 Reporte
Life Technologies Corp 3T12 Reporte	American Capital Ltd 3T12 Reporte	Allstate Corp/The 3T12 Reporte	Newmont Mining Corp 3T12 Reporte	Monster Beverage Corp 3T12 Reporte (estimado)
Cavium Inc 3T12 Reporte	TripAdvisor Inc 3T12 Reporte	First Solar Inc 3T12 Reporte	Southwestern Energy Co 3T12 Reporte	NPS Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte (estimado)
EXCO Resources Inc 3T12 Reporte	United States Steel Corp 3T12 Reporte	Tesoro Corp 3T12 Reporte	Apache Corp 3T12 Reporte	Ariad Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte (estimado)
American Capital Agency Corp 3T12 Reporte	Cell Therapeutics Inc 3T12 Reporte	General Growth Properties Inc 3T12 Reporte	Watson Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte	Georgia Gulf Corp 3T12 Reporte (estimado)
American Realty Capital Trust Inc 3T12 Reporte	Verisk Analytics Inc 3T12 Reporte	Affymetrix Inc 3T12 Reporte	Ultra Petroleum Corp 3T12 Reporte	PPL Corp 3T12 Reporte (estimado)
Allison Transmission Holdings Inc 3T12 Reporte	Sourcefire Inc 3T12 Reporte	Pioneer Natural Resources Co 3T12 Reporte	Ocwen Financial Corp 3T12 Reporte	Vulcan Materials Co 3T12 Reporte (estimado)
PG&E Corp 3T12 Reporte	Genworth Financial Inc 3T12 Reporte	Ellie Mae Inc 3T12 Reporte	Enterprise Products Partners LP 3T12 Reporte	Sarepta Therapeutics Inc 3T12 Reporte (estimado)
PLX Technology Inc 3T12 Reporte	Polypore International Inc 3T12 Reporte	Wabash National Corp 3T12 Reporte	United Therapeutics Corp 3T12 Reporte	Gulfport Energy Corp 3T12 Reporte (estimado)
MannKind Corp 3T12 Reporte	QEP Resources Inc 3T12 Reporte	Cameron International Corp 3T12 Reporte	Plains Exploration & Production Co 3T12 Reporte	InterMune Inc 3T12 Reporte (estimado)
Blyth Inc 3T12 Reporte (estimado)	Shutterfly Inc 3T12 Reporte	Sealed Air Corp 3T12 Reporte	Teradata Corp 3T12 Reporte	ZIOPHARM Oncology Inc 3T12 Reporte (estimado)
Harris Corp 1T13 Reporte	Community Health Systems Inc 3T12 Reporte	WellCare Health Plans Inc 3T12 Reporte	Western Refining Inc 3T12 Reporte	Kronos Worldwide Inc 3T12 Reporte (estimado)
Cirrus Logic Inc 2T13 Reporte	Pitney Bowes Inc 3T12 Reporte	American Tower Corp 3T12 Reporte	Scripps Networks Interactive Inc 3T12 Reporte	Threshold Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte (estimado)
Eagle Materials Inc 2T13 Reporte	Williams Cos Inc/The 3T12 Reporte	Fortress Investment Group LLC 3T12 Reporte	Marathon Petroleum Corp 3T12 Reporte	ARMOUR Residential REIT Inc 3T12 Reporte (estimado)
	CBRE Group Inc 3T12 Reporte	McGraw-Hill Cos Inc/The 3T12 Reporte		
	Sirius XM Radio Inc 3T12 Reporte			

Estados Unidos

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Octubre	30 Octubre	31 Octubre	1 Noviembre	2 Noviembre
	TRW Automotive Holdings Corp 3T12 Reporte	NRG Energy Inc 3T12 Reporte	WPX Energy Inc 3T12 Reporte	Liberty Global Inc 3T12 Reporte (estimado)
	AGCO Corp 3T12 Reporte	Heartland Payment Systems Inc 3T12 Reporte	Catamaran Corp 3T12 Reporte	Madison Square Garden Co/The 1T13 Reporte
	Cummins Inc 3T12 Reporte	Omnicare Inc 3T12 Reporte	Visteon Corp 3T12 Reporte	
	Waste Management Inc 3T12 Reporte	Rowan Cos Plc 3T12 Reporte	Cigna Corp 3T12 Reporte	
	Radian Group Inc 3T12 Reporte	Iron Mountain Inc 3T12 Reporte	Incyte Corp Ltd 3T12 Reporte	
	Stillwater Mining Co 3T12 Reporte	Quanta Services Inc 3T12 Reporte	Xylem Inc/NY 3T12 Reporte	
	Nu Skin Enterprises Inc 3T12 Reporte	Hess Corp 3T12 Reporte	Invesco Ltd 3T12 Reporte	
	Acorda Therapeutics Inc 3T12 Reporte	Eaton Corp 3T12 Reporte	Atmel Corp 3T12 Reporte	
	Government Properties Income Trust 3T12 Reporte	C&J Energy Services Inc 3T12 Reporte	MasTec Inc 3T12 Reporte	
	Cobalt International Energy Inc 3T12 Reporte	American Capital Mortgage Investment Corp 3T12 Reporte	Kodiak Oil & Gas Corp 3T12 Reporte	
	Ecolab Inc 3T12 Reporte	Murphy Oil Corp 3T12 Reporte	Chesapeake Energy Corp 3T12 Reporte	
	HCP Inc 3T12 Reporte	Exelon Corp 3T12 Reporte	Hyster-Yale Materials Handling Inc 3T12 Reporte	
	HomeAway Inc 3T12 Reporte	BorgWarner Inc 3T12 Reporte	Hartford Financial Services Group Inc 3T12 Reporte	
	DaVita Inc 3T12 Reporte	WABCO Holdings Inc 3T12 Reporte	Rovi Corp 3T12 Reporte	
	Onyx Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte	MSCI Inc 3T12 Reporte	ON Semiconductor Corp 3T12 Reporte	
	DigitalGlobe Inc 3T12 Reporte	Caesars Entertainment Corp 3T12 Reporte	Fluor Corp 3T12 Reporte	
	Allergan Inc/United States 3T12 Reporte	Invesco Mortgage Capital Inc 3T12 Reporte	Idenix Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte	
	Ferro Corp 3T12 Reporte	Visa Inc 4T12 Reporte	Optimer Pharmaceuticals Inc 3T12 Reporte	
	Valero Energy Corp 3T12 Reporte	Harman International Industries Inc 1T13 Reporte	TPC Group Inc 3T12 Reporte	
	Dendreon Corp 3T12 Reporte	Ralph Lauren Corp 2T13 Reporte	Las Vegas Sands Corp 3T12 Reporte	
	Exact Sciences Corp 3T12 Reporte	BMC Software Inc 2T13 Reporte	Brookdale Senior Living Inc 3T12 Reporte	
	IPG Photonics Corp 3T12 Reporte	Booz Allen Hamilton Holding Corp 2T13 Reporte	Glu Mobile Inc 3T12 Reporte	
	Equinix Inc 3T12 Reporte		Realogy Holdings Corp 3T12 Reporte	
	MetroPCS			

Estados Unidos

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Octubre	30 Octubre Communications Inc 3T12 Reporte Johnson Controls Inc 4T12 Reporte TD Ameritrade Holding Corp 4T12 Reporte Mueller Water Products Inc 4T12 Reporte Ashland Inc 4T12 Reporte Cardinal Health Inc 1T13 Reporte Archer-Daniels-Midland Co 1T13 Reporte Automatic Data Processing Inc 1T13 Reporte JDS Uniphase Corp 1T13 Reporte Electronic Arts Inc 2T13 Reporte Take-Two Interactive Software Inc 2T13 Reporte Annie's Inc 2T13 Reporte	31 Octubre	1 Noviembre OpenTable Inc 3T12 Reporte Yelp Inc 3T12 Reporte Green Dot Corp 3T12 Reporte Edison International 3T12 Reporte Endeavour International Corp 3T12 Reporte NII Holdings Inc 3T12 Reporte Active Network Inc/The 3T12 Reporte Netspend Holdings Inc 3T12 Reporte HCA Holdings Inc 3T12 Reporte Dollar Thrifty Automotive Group Inc 3T12 Reporte (estimado) Overseas Shipholding Group Inc 3T12 Reporte (estimado) Annaly Capital Management Inc 3T12 Reporte (estimado) PHH Corp 3T12 Reporte (estimado) Starbucks Corp 4T12 Reporte AmerisourceBergen Corp 4T12 Reporte Skyworks Solutions Inc 4T12 Reporte Rock-Tenn Co 4T12 Reporte Estee Lauder Cos Inc/The 1T13 Reporte Hillshire Brands Co 1T13 Reporte Royal Gold Inc 1T13 Reporte WMS Industries Inc 1T13 Reporte Hain Celestial Group Inc/The 1T13 Reporte Alliant Techsystems Inc 2T13 Reporte	2 Noviembre

Calendarios Información Económica

Europa y Japón

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Oct Alemania Precios Cons Oct-Prel Reino Unido M4 & Préstamos Finales Sep Préstamos Individuales Sep Japón Vtas Menudeo Sep	30 Oct Eurozona Conf Cons EC Oct Conf Corp EC Oct Alemania Vtas Menudeo Sep Reino Unido Tratados Distributivos CBI Oct Japón Gasto Consumo Sep Desempleo Sep Ratio Oferta Trabajo Sep Prod Ind Sep Reunión BoJ, Conf Prensa, comunicado	31 Oct Eurozona Precios Cons Oct Desempleo Sep Alemania Desempleo Oct Empleo Oct Francia Precios Prod Sep Consumo Bienes Manuf Sep Reino Unido Conf Cons Gfk Oct Japón Salarios Nominales Sep Inicios Casas Sep PMI Manuf Oct	01 Nov Reino Unido PMI Manuf Oct Japón Registro Autos Oct	02 Nov Eurozona PMI Manuf Oct Reino Unido PMI Construcción Japón Minutas BoJ 4-5 Oct
05 Nov Reino Unido PMI Serv Oct Japón PMI Serv/Comp	06 Nov Eurozona PMI Serv/Comp Oct Precios Prod Sep Alemania Órdenes Manuf Sep Reino Unido Vtas Menudeo BRC Oct Registro Vehículos Oct Prod Ind Sep	07 Nov Eurozona Vtas Menudeo Sep Alemania Prod Ind Sep	08 Nov Eurozona Anuncio Tasa ECB Alemania Balanza Comercial Sep Francia Balanza Comercial Sep Reino Unido Balanza Comercial Sep Anuncio BoE Reporte Empleo Markit Oct Japón Órdenes Maquinaria Sep Cuenta Corriente Sep Encuesta Económica Oct Préstamos Bancarios Oct	09 Nov Alemania Precios Cons Oct Francia Prod Ind Sep Presupuesto Mensual Oct Reino Unido Construcción Sep Tasas Hipotecarias Oct Japón Base Monetaria Oct Conf Cons Oct
12 Nov Japón PIB Real 1ª Est 3T12 Índice Act Tercaria Sep Precios Corp Ict	13 Nov Alemania Encuesta corp ZEW Nov Reino Unido Índice ONS Sep Precios Prod Oct Precios Cons Oct Índice RICS Oct Japón Prod Ind Sep	14 Nov Eurozona Prod Ind Sep Francia Precios Cons Oct Reino Unido Reporte Empleo Oct Reporte Trimestral Inflación BoE Japón Gasto Construcción Ago	15 Nov Eurozona Precios Cons Oct PIB Real 3T12-Avanzado Alemania PIB Flash 3T12 Reino Unido Vtas Menudeo Oct Japón Reuters Tankan Nov	16 Nov Eurozona Balanza Pagos Sep
19 Nov	20 Nov Japón Índice Act Sectorial Sep Órdenes Maquinaria Oct	21 Nov Eurozona PMI Manuf Nov Reino Unido Minuta BoE Finanzas Públicas Oct Japón Balanza Comercial Oct	22 Nov Eurozona Conf cons EC Nov	23 Nov Eurozona PMI Serv/Comp Nov Reino Unido Préstamos BBA Oct

BRICS

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Oct India Anuncio Tasa Repo	30 Oct Brasil Balance Presupuestal Sep India Déficit Fiscal Sep (30-31 Oct)	31 Oct Rusia IPC Semanal 29 Oct PMI Manuf Oct Anuncio Tasa Repo Fondo Reserva Oct Fondo Bienestar Oct India Balanza Comercial Sep PMI Manuf Oct China PMI Manuf HSBC Oct PMI Manuf Oct	01 Nov Brasil Prod Ind Sep PMI Manuf Oct Balanza Comercial Ict	02 Nov Rusia Oferta Monetaria Oct 29 China PMI Serv Oct
05 Nov Rusia PMI Serv Oct Precios Cons Oct (05-07 Nov) Reservas Oficiales India PMI Serv Oct (04-06 Nov)	06 Nov Brasil PMI Serv Oct	07 Nov Brasil IPCA Oct Rusia IPC Semanal 05 NOV	08 Nov Rusia Venta Vehículos Oct (08-09 Nov) Balanza Comercial (08-09 Nov) India Venta Autos Oct (08-12 Nov) China Precios Cons Oct Precios Prod Oct Prod Ind Oct Inversión Fija Bruta Oct Vtas Menudeo Oct	09 Nov China Oferta Monetaria Ict IED Oct
12 Nov Rusia Nivel Presupuestal Oct (11-14 Nov) PIB Real 3T12-Avanzado (11-13 Nov)	13 Nov Brasil Ventas Menudeo Sep	14 Nov Rusia IPC Semanal 12 Nov Precios Prod Oct (14-16 Nov) India Precios Mayoristas Oct	15 Nov Rusia Prod Ind Oct (15-19 Nov)	16 Nov
19 Nov Rusia Ingreso Disponible Oct Salarios Reales Oct Ventas Menudeo Oct Desempleo Oct Inversión Fija Oct (19-21 Nov)	20 Nov Rusia IED 3T12 (20-26 Nov)	21 Nov Rusia IPC Semanal 19 Nov China PMI Manuf HSBC Nov	22 Nov Brasil IPCA-15 Nov Desempleo Oct Cuenta Corriente Oct IED Oct China PMI Manuf Flash Nov	23 Nov

Estados Unidos

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Oct Ingreso y Consumo Personal Sep PCE Subyacente Sep FED de Dallas Oct	30 Oct S&P/Case-Shiller Ago Conf Cons CB Oct <i>Minneapolis Fed</i> <i>Kocherlakota habla en Minnesota (8:00pm)</i>	31 Oct PMI de Chicago Oct <i>San Francisco Fed Williams habla política monetaria New York (12:45pm)</i>	01 Nov Empleo ADP Oct Productividad no agrícola 3T12 Solicitudes Desempleo 26 Oct Markit PMI Oct-final ISM Manuf Oct Gasto en Construcción Sep Ventas de Autos Oct <i>Boston Fed Rosengren habla de economía Massachusetts (5:00pm)</i>	02 Nov Creación de Empleos Oct Tasa de Desempleo Oct Pedidos de fábrica Sep <i>San Francisco Fed Williams habla de economía en Utah (2:25pm)</i>
05 Nov ISM Serv Oct	06 Nov JOLTS Sep <i>Subasta Nota 3 años 32mmd</i>	07 Nov Crédito Consumo Sep <i>Subasta Nota 10 años 24mmd</i>	08 Nov Balanza Comercial Sep Solicitudes Desempleo 02 Nov <i>Subasta Bono 30 años 16mmd</i>	09 Nov Precios Importación Oct Conf Cons UM Nov-Prel Inventarios Mayoristas Sep
12 Nov Día Festivo Mercado de bonos cerrado	13 Nov NFIB Optimismo Pequeña Empresa Oct Presupuesto Mensual Oct	14 Nov Precios Prod Oct Ventas Menudeo Oct Inventarios Empresariales Sep Minutas FOMC	15 Nov Precios Consumidor Oct Encuesta Empire Nov Solicitudes Desempleo 10 Nov FED de Filadelfia Nov <i>Filadelfia Fed Plosser habla en Washington D.C (4:30pm)</i>	16 Nov Flujos Netos TIC Sep Prod Ind Oct
19 Nov Encuesta NAHB Nov Venta Casas Existentes Oct	20 Nov Inicios Construcción Oct Permisos Construcción Oct	21 Nov Solicitudes Desempleo 17 Nov PMI Manuf Markit Nov-prel Conf Cons UM Nov-final Indicador Anticipado Oct	22 Nov	23 Nov

México

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29 Oct	30 Oct Reservas Banxico 26 Oct Finanzas Públicas Sep	31 Oct Crédito Comercial Sep	01 Nov Encuesta Mensual Banxico Oct Remesas Sep PMI Manuf (IMEF) Oct PMI Serv (IMEF) Oct	02 Nov
05 Nov Conf Cons Oct	06 Nov Reservas Banxico 02 Nov	07 Nov Inversión Fija Bruta Ago Informe Trimestral Inflación 3T12	08 Nov INPC Oct Total Subyacente	09 Nov Balanza Comercial Sep-final Reporte Empleo 3T12 Minutas Banxico
12 Nov Prod Ind Sep	13 Nov Reservas Banxico 09 Nov	14 Nov	15 Nov	16 Nov PIB Real 3T12 IGAE Sep
19 Nov	20 Nov Reservas Banxico 16 Nov	21 Nov Ventas Menudeo Sep	22 Nov INPC-15 Nov Total Subyacente	23 Nov Desempleo Oct Cuenta Corriente 3T12 PIB Nominal 3T12

Global

		Oct 29	Oct 30	Oct 31	Nov 01	Nov 02
Estados Unidos		Ingreso y Gasto Personal Sep Inflación PCE Subyacente Sep Fed de Dallas Oct	S&P/Case-Shiller Ago Conf Cons CB Oct <i>Minneapolis Fed Kocherlakota habla en Minnesota (8:00pm)</i>	Chicago PMI Oct <i>San Francisco Fed Williams habla política monetaria New York (12:45pm)</i>	Empleo ADP Oct Solicitudes Desempleo 26 Oct Productividad Laboral y Costos Unitarios 3T12 PMI Manuf Oct-final ISM Manuf Oct Gasto Construcción Sep Venta de Autos Oct <i>Boston Fed Rosengren habla de economía Massachusetts (5:00pm)</i>	Creación Empleos Oct Desempleo Oct Pedidos Fábrica Sep <i>San Francisco Fed Williams habla de economía en Utah (2:25pm)</i>
Eurozona		Alemania Precios Cons Oct-prel	Eurozona Conf Cons EC Oct Conf Corp EC Oct Alemania Ventas Menudeo Sep	Eurozona Precios Cons Oct-prel Desempleo Sep Alemania Empleo Sep Desempleo Oct		Eurozona PMI Manuf Oct
Reino Unido		M4 y Préstamos Finales Sep Préstamos Individuales Sep	Tratados Distributivos CBI Oct	Conf Cons Gfk Oct	PMI Manuf Oct	PMI Construcción Oct
Asia	China					
	Japón	Ventas Menudeo Oct	Gasto Consumo Sep Desempleo Ser Ratio Ofertas trabajo Sep Prod Ind Sep Reunión BoJ, comunicado y conf prensa	PMI Manuf Oct Salarios Nominales Sep Inicios Construcción Sep	Registro Autos Oct	Minutas 4-5 Oct Reunión BoJ
México			Reservas Banxico Balance Presupuestal Sep	Crédito Comercial Sep		

Esta página fue dejada en blanco intencionalmente

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermosillo Bernal, Víctor Hugo Cortes, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, María de Lourdes Camacho y Astianax Cuanalo, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte Ixe, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
René Pimentel Ibarrola	Director General Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004

Análisis Económico

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

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuanalo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
Víctor Hugo Cortes	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5335 - 3302
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962
Maria de Lourdes Camacho	Edición Bursátil	mariadelourdes.camacho@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9961

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih	Gerente Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Alejandro Faesi	Director General Mercados y Ventas Inst.	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683

