

# SORIANA

Reporte de Empresa

4 de Julio 2013

## Retomamos cobertura, reiteramos MANTENER

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

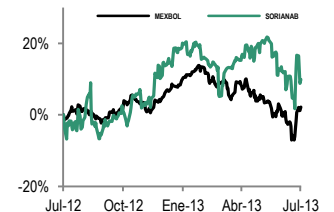
**Marisol Huerta Mondragón**  
Alimentos/Bebidas /Comerciales  
marisol.huerta.mondragon@banorte.com

- **Estamos retomando la cobertura en Soriana con un precio objetivo 2013 de P\$51.0 que soporta una recomendación de MANTENER.**
- **Una mejor ejecución de estrategias de mercado, tanto por formato como por precio y mejor surtido, amortiguaran la presión que se origina en la debilidad en consumo.**
- **Consideramos que Soriana cuenta con un portafolio adecuado para el escenario de debilidad en ventas (70% en alimentos y 30% mercancías generales).**
- **Atractiva valuación. Soriana cotiza con un múltiplo VE/EBITDA de 11.4x un descuento de 12% respecto al sector y 1.2% respecto a su histórico.**

MANTENER	
Precio Actual	P\$46.44
PO2013	P\$51.00
Rendimiento Potencial	9.8%
Dividendo (%)	
Máximo – Mínimo 12m	44.70 –44.50
Valor de Mercado (US\$m)	6,469
Acciones circulación (m)	1,800
Flotante	14%
Operatividad Diaria (P\$m)	10.1

Estamos introduciendo un precio objetivo para los títulos de Soriana de P\$51.0 hacia final de 2013, equivalente un rendimiento potencial de 9.80% respecto al cierre de hoy, con el que soportamos una recomendación de MANTENER. Pese al entorno de debilidad que ha prevalecido en el consumo a lo largo de este año, consideramos que un repunte hacia la parte final del mismo es muy probable. Con base en los estimados de nuestro equipo de economía, el PIB durante el segundo semestre se ubicará en 3.4% desde un 2.0% de la primera mitad del año, siendo por trimestre el 4T13 el que mayor dinamismo presentaría. En este escenario de recuperación gradual consideramos que Soriana será una de las empresas que se verá mayormente beneficiada, una vez que la recuperación económica comenzaría a notarse en la zona norte del país, por su estrecha relación con EUA, zona en la que Soriana tiene una mayor presencia (46% de su piso de ventas). Asimismo las inversiones que ha venido realizando la compañía tanto en Sistemas de información como en la red de suministro, combinado con el programa de reducción de costos (energía), compensaran el escenario de debilidad en ventas y mantendrán estables los márgenes.

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



### Estados Financieros

	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	98,263	104,611	111,503	123,807
Utilidad Operativa	4,949	5,410	5,851	6,767
EBITDA	6,968	7,407	7,976	9,101
Margen EBITDA	7.09%	7.08%	7.15%	7.35%
Utilidad Neta	3,008	3,698	4,027	4,585
Margen Neto	3.06%	3.54%	3.61%	3.70%
Activo Total	74,084	74,377	79,949	77,996
Disponible	3,082	1,335	3,394	3,457
Pasivo Total	36,162	26,646	26,552	22,383
Deuda	6,188	2,744	4,365	4,865
Capital	37,922	40,271	52,602	55,613

Fuente: Banorte-Ixe

### Múltiplos y razones financieras

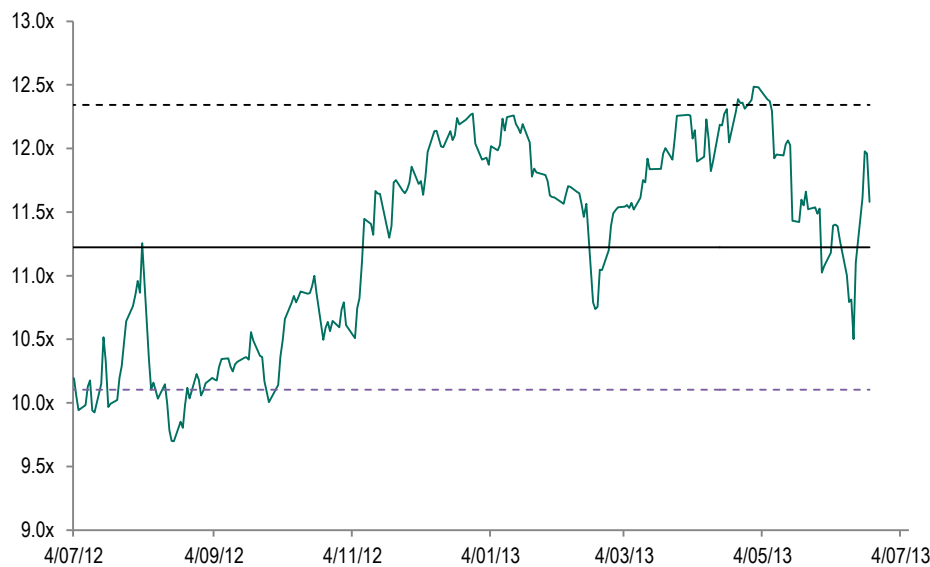
	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	9.7x	10.7x	11.2x	10.2x
P/U	19.7x	21.6x	22.8x	20.0x
P/VL	1.6x	2.0x	1.7x	1.7x
ROE	8.30%	9.70%	7.70%	8.20%
ROA	4.20%	5.00%	5.67%	5.50%
Deuda Neta/EBITDA	0.4x	0.4x	0.1x	0.1x
Deuda/Capital	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x

Entre los principales riesgos que observamos es un mayor debilitamiento de la economía que se extienda para todo 2013, afectando nuestras expectativas de crecimiento en ventas de la compañía y con ello se observe un deterioro en la rentabilidad esperada para la compañía.

**Valuación.** Nuestro precio objetivo de Ps51.00 fue calculado en base al promedio de nuestro modelo de múltiplos (P\$49.50) y DCF (P\$52.50). A ese precio el múltiplo estimado 2013 se ubica en 11.2x, en línea con el promedio de la empresa en el último año, lo que representa un descuento de 13.0% respecto al promedio estimado del sector 12.9x en 2013. Nuestro PO representa un rendimiento potencial de 9.8% sólo modestamente menor a nuestra estimación para el IPC en general de 12.8% (a 46,500) este año, derivado de lo cual reiteramos nuestra recomendación de MANTENER

**Soriana: FV/EBITDA**

*(promedio U12m)*



Fuente: Soriana

Consideramos que la concentración de sus tiendas en el norte del país, el crecimiento en ingresos relacionado con mejor desempeño en volúmenes de venta (estrategia de precios por formato y expansión), así como el programa de eficiencias en costos y gastos, lograrán amortiguar la debilidad que ha registrado el sector durante 2013. Adicionalmente creemos que la reactivación económica que pudiéramos comenzar a ver hacia el último trimestre de este año tocará en primer lugar la zona norte donde Soriana tiene mayor penetración en sus tiendas (45% en el norte del país).

Nuestro modelo de flujos descontados, arroja un precio objetivo de P\$52.50. Nuestros cálculos asumen un costo de capital promedio ponderado de 10.0%, incorporando una beta de 0.83x y una tasa libre de riesgo basada en bonos (Bono México M22) de 5.0%.

Soriana						
Concepto	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Flujo Libre de Efectivo	3,335	2,153	9,232	6,511	7,275	8,202
<b>Wacc</b>	<b>10.0%</b>					
VPN de los Flujos	24,558					
(+) VPN perpetuidad	73,097					
(-) deuda neta	3,139.98				PO DCF	52.51
(-) interes minoritario	0				Precio Actual	46.40
Valor de capital	94,514					
acciones en circulacion	1,800.00			Rendimiento Potencial	13.10%	

Fuente: Banorte-Ixe

**Sector:** En contraste a sus comparables, Soriana luce a descuento en promedio de 13% respecto a su promedio histórico y estimado. Si bien es cierto su descuento se justifica en base a la menor rentabilidad que sostiene, creemos que las iniciativas que ha venido implementando redundaran en el mediano y largo plazo y bajo un entorno económico más favorable veremos una eventual mejora.

#### COMPARATIVO SECTORIAL

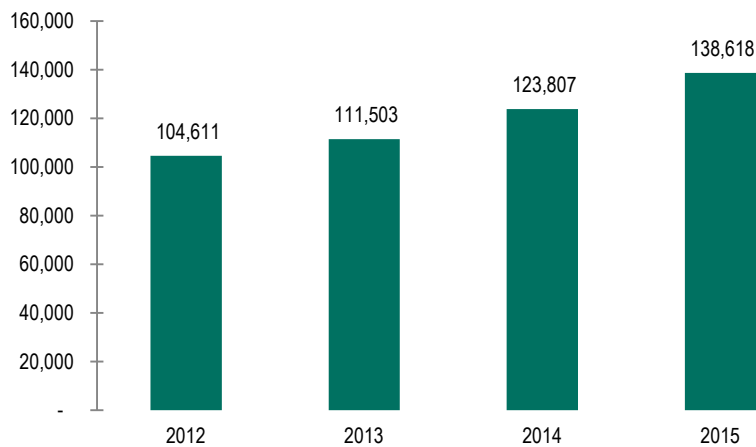
	P/VL	P/U	P/U 2013	P/U 2014	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2013e	VE/EBITDA 2014e	ROA	Deuda neta/EBITDA	Margen EBITDAe	Margen Operativoe
<b>México</b>											
Soriana	2.0	22.6x	19.7x	17.1x	11.4x	11.2x	9.3x	5.0	0.4x	7.2%	6.2%
Walmex	5.2	27.9x	25.6x	22.4x	15.5x	16.0x	12.6x	11.0	-0.4x	9.8%	7.7%
Comerci	2.0	34.6x	27.2x	23.8x	14.5x	13.6x	12.3x	15.1	0.8x	8.3%	5.9%
Chedraui	2.3	29.9x	24.4x	20.8x	10.5x	11.0x	9.9x	3.7	ND	ND	ND
<b>Promedio</b>		<b>30.8x</b>	<b>25.7x</b>		<b>12.9x</b>	<b>12.3x</b>	<b>11.0x</b>	<b>9.9</b>	<b>0.3x</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.6%</b>
<b>Soriana vs promedio</b>			27.0%	-23%		-13.0%	-6%				-14%
<b>Estados Unidos</b>											
Walmart Stores	3.5x	14.7x	14.1x	12.8x	8.2x	7.9x	7.5x	8.5	1.3x	7.8%	5.9%
Safe Way	1.9x	10.4x	10.4x	9.9x	5.2x	5.3x	5.2x	4.4	2.7x	5.0%	2.5%
Whole Foods	5.4x	35.5x	36.5x	30.7x	15.3x	15.3x	13.0x	10.3	-0.9x	9.7%	7.1%
<b>Latinoamérica</b>											
Cencosud	1.6x	24.0x	20.8x	16.3x	12.4x	11.4x	10.1x	2.7	3.5x	7.9%	6.3%
Falabella	4.5x	33.5x	26.3x	21.5x	23.9x	17.8x	15.1x	4.7	4.5x	11.9%	9.6%
Ripley	1.1x	22.0x	16.2x	16.0x	15.8x	12.1x	12.4x	2.2	6.7x	7.0%	4.5%
Hering	5.9x	16.3x	15.0x	12.8x	11.6x	10.3x	8.8x	26.2	-0.5x	27.2%	25.0%
Lojas Renner	5.9x	22.6x	18.3x	15.4x	10.4x	10.3x	8.6x	10.8	1.0x	20.7%	17.1%
Pao de Azucar	2.9x	22.7x	20.7x	17.2x	8.6x	7.9x	6.8x	3.4	1.1x	7.2%	5.6%
Natura	23.2x	24.2x	20.6x	18.2x	14.2x	12.4x	10.9x	17.4	0.7x	23.4%	21.0%
Éxito	1.9x	30.4x	28.4x	25.8x	14.0x	12.0x	11.4x	4.8	nd	nd	4.8%
<b>Promedio</b>		<b>23.3x</b>	<b>20.7x</b>		<b>12.7x</b>	<b>11.2x</b>	<b>10.0x</b>	<b>6.1</b>	<b>2.0x</b>	<b>12.8%</b>	<b>0.1x</b>

Fuente: Bloomber, estimaciones Banorte-Ixe

### Estimados 2013

Nuestras expectativas de ingresos para 2013 incluyen un avance de 6.6% a/a relacionado con el crecimiento de ventas mismas tiendas (2.0% a/a), el crecimiento orgánico (+60 unidades adicionales en 2013) y precios. Creemos que la compañía registrará un mejor desempeño en ventas durante la primera mitad de 2013 comparada con sus similares del sector, lo anterior como resultado de las inversiones realizadas en materia de logística e inventarios, que le han permitido poder sostener una estrategia de precios competitiva, manteniendo un diferencial de precios en un rango de entre 3 y 5% respecto a sus principales competidores, lo que hace indiferente al consumidor respecto a la elección de formatos por tema de precios. Creemos que las estrategias de mercadotecnia, sumadas al sus programas de lealtad —puntos y dinero electrónico— permitirán que Soriana se mantenga defensiva y sostenga su participación de mercado en el sector.

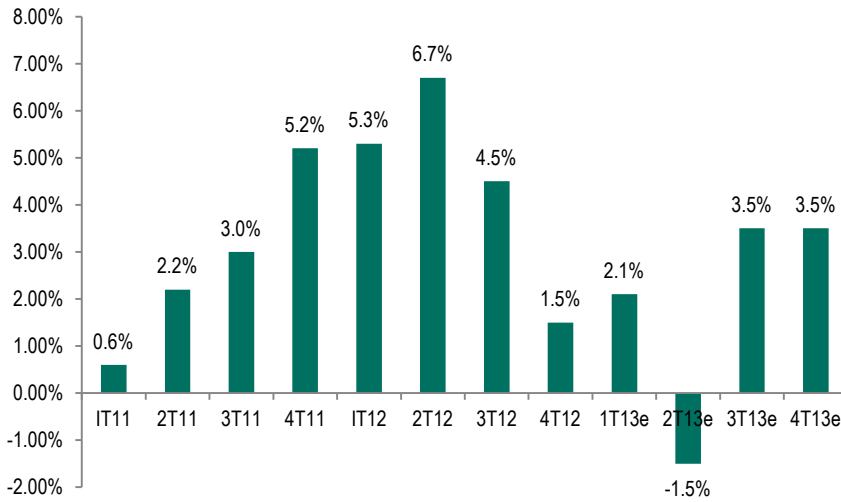
**Soriana: Ingresos estimados**  
(millones de pesos)



Fuente: BMV reportes financieros. Estimaciones Banorte-Ixe

Cabe destacar que nuestra expectativa de crecimiento en Ventas Mismas Tiendas (VMT) es de 2.0% para el año completo, estamos siendo más conservadores que lo proyectado a principio de año por la propia compañía (+4.0%) ante el desempeño observado en la primera mitad del año. Es importante notar que nuestra expectativa para VMT se ubicaría por debajo de lo estimado para el sector de autoservicios en el país de 3.7% (Antad) y de 5% para el total del sector comercial incluyendo departamentales y tiendas especializadas. En medio de la debilidad que ha observado el sector comercial este año, el menor dinamismo ha sido registrado por las empresas de autoservicio a diferencia de las tiendas departamentales.

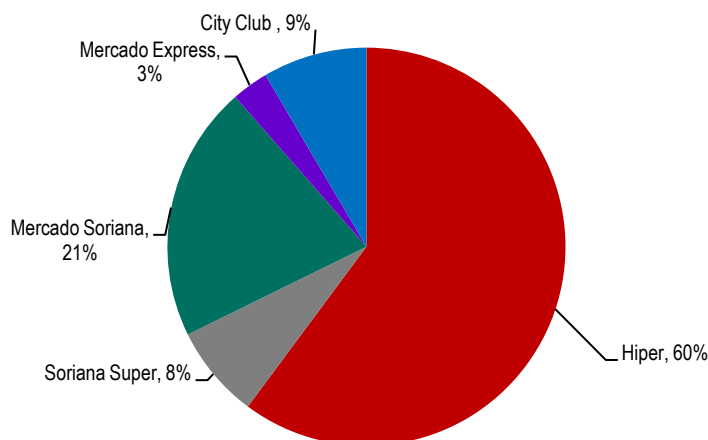
**Soriana: Ventas Mismas Tiendas**



Fuente: Soriana. Estimaciones Banorte-Ixe

Soriana tiene programado abrir 60 tiendas este año, para lo cual planea una inversión de P\$2,500m, por debajo del que destinó en 2012 de P\$3,500m. La diferencia se explica por el cambio en formatos que ha perseguido la empresa, que consiste en la apertura de formatos más pequeños como lo es “Mercado Express”, tiendas que cuentan con un piso de ventas de 1,500m<sup>2</sup> y un surtido optimizado de productos en categorías de abarrotes, perecederos y mercancías generales, contra un formato como “Soriana Hyper” que tiene un piso de venta entre 6,000 y 11,000 m<sup>2</sup> y maneja un amplio surtido de productos con cerca de 50,000 SKUS ( abreviación de Stock Keeping Unit, y es una unidad de medida que es utilizada para contar el número de artículos diferentes almacenados).

**Soriana: Capacidad instalada (Base m<sup>2</sup>)**



Fuente: Soriana

Al cierre del 1T13 la empresa cuenta con 610 unidades, por lo que al cierre 2013 terminaría con 664 unidades (+8.8%). Durante el 2013 se estima un incremento aproximado de entre el 4 y 5% en la capacidad instalada del piso de ventas y presencia en aproximadamente 240 ciudades a nivel nacional. De las aperturas planeadas para este año, el 50% (30 unidades) se concentrará en la apertura del formato Mercado Express, segmento que actualmente representa el 3% en el total de unidades de la empresa con 72 tiendas, y con el que piensa tener una mayor presencia a lo largo del país. Cabe señalar que el formato Soriana Express, el cual busca primordialmente cubrir poblaciones del país que cuenten con menos de 50,000 habitantes, y en donde puede tener mayor en el país.

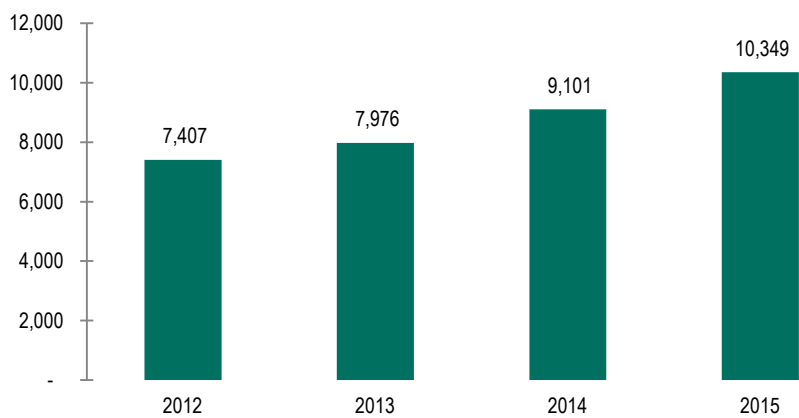
Al primer trimestre la empresa reportó la apertura de 4 nuevas tiendas, durante el segundo trimestre estimamos que la empresa haya realizado la apertura de al menos 10 unidades, con lo que lograría un avance del 23% respecto a su plan de aperturas anunciado para este año. Hay que recordar que es usual que las empresas del sector aceleren su expansión en la parte final del año.

**Preparada para un entorno adverso.** Soriana muestra un portafolio defensivo para el escenario de crisis o debilidad en ventas que atravesamos este año, ya que 70% de sus ingresos se generan en alimentos y el 30% mercancías generales. Adicionalmente, las inversiones que ha realizado en el último año en control de inventarios y redes de logísticas reportaran mayores eficiencias y ahorros durante este año, beneficiando el margen bruto.

Esperamos que Soriana contará este año con los ahorros provenientes de las eficiencias en gastos, principalmente energéticos (utilización de tecnologías verdes, generadores de energía eólicos y solares), así como del programa de ahorros administrativos que ha implementado desde el año anterior.

Consideramos que las eficiencias tanto en la parte de costos como en gastos, podrán contener la erosión en márgenes que pudieran causar los mayores costos incurridos en sus programas de mercadotecnia que han sido elaborados con la idea de enfrentar una competencia más intensa en un entorno de menor expansión o dinamismo económico en este año.

**Soriana: EBITDA estimado**  
(millones de pesos)



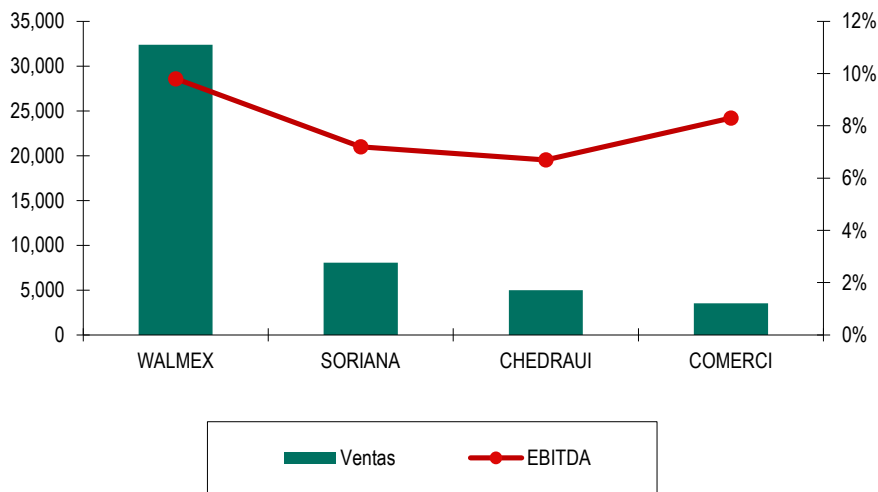
Fuente: BMV reportes financieros. Estimaciones Banorte-Ixe

Derivado de lo anterior, nuestras estimaciones con respecto al crecimiento en EBITDA para 2013 son de un avance de 7.7%, con un mejora en margen de 10pb, lo anterior se coloca por debajo de la expectativa que mostro Soriana en su guía de resultados a 2013, que anticipa un avance en margen EBITDA por al menos 30pb.

**Competencia y participación de mercado:** Creemos que el reto en cuanto a sostener o mejorar la participación de mercado no será nada sencillo en el entorno de contracción de demanda que atraviesa la industria, y que todavía podría prevalecer por bastantes meses más. Consideramos un ambiente de fuerte competencia en el que vemos a compañías decididamente agresivas como Walmex, Comercial Mexicana y Chedarui, además de que empresas como el caso específico de Walmex cuentan con mayores flujos para motivar en este escenario de contracción de mercado en las demás participantes del mercado.

**Principales empresas de comercio en México**

(Datos 12m al 1T13)

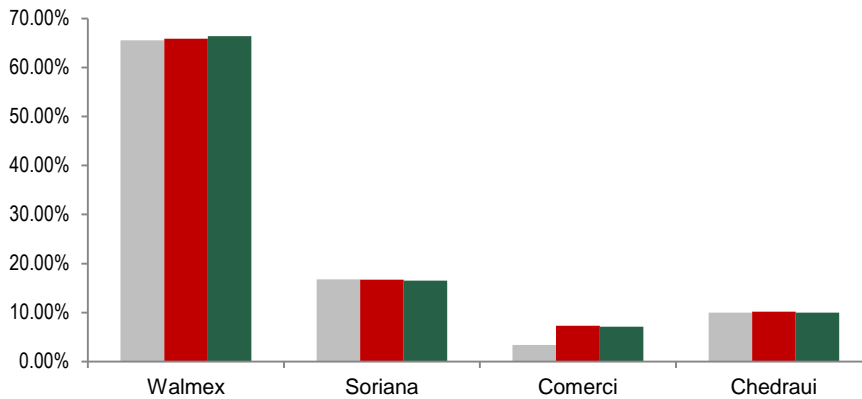


Fuente: Reportes Financieros BMV

A pesar de que creemos que las principales empresas se mantendrán firmes respecto a la posición de mercado con la que cerraron el año anterior, pensamos que Soriana podrá sostener su participación de mercado principalmente frente a los pequeños participantes que se han visto afectados ante la crisis económica (tiendas de la esquina, mom&pops).

Con respecto a ganancias adicionales en el mercado, creemos que el segmento sigue siendo muy atractivo y todavía en proceso de maduración, en la que una gran parte del consumidor aún se encuentra en el mercado informal (tiendas de la esquina, tianguis y tiendas comunales) que poco a poco continuaran migrando hacia nichos más establecidos.

### Evolución participación de mercado 2010-2013e



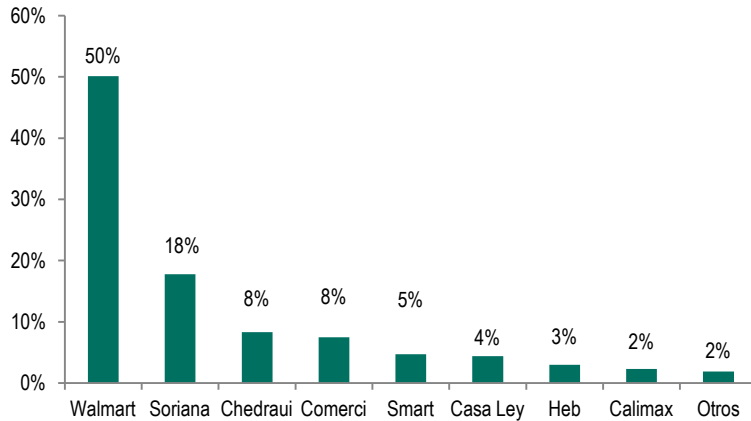
Fuente: Empresas y estimaciones propias

**Estrategia.** En términos de estrategia de mercadotecnia, la compañía continuará ofreciendo este año campañas diferenciadas para cada uno de sus formatos. Destacan sus esfuerzos centrados en **Soriana Híper** el esquema combinado de precios bajos y alta promoción, respaldado un amplio surtido de productos con alta calidad en la mercancía. En el formato **Mercado Soriana**, opera una estrategia de precios bajos siempre, y compite directamente con Bodega Walmart. En el formato **Soriana Súper**, cuenta con un mayor espacio de venta con un catálogo personalizado a su zona de influencia; en tanto que en el formato **Mercado Express** el objetivo es satisfacer todas las necesidades de consumo de aquellas poblaciones menores a 50,000 habitantes las cuales de forma típica no cuentan con la presencia de las grandes cadenas comerciales. El mejor resultado lo ha venido observando en las unidades de Mercado Express, seguido de Soriana Súper y City Club. El formato hiper es uno de los que concentra la mayor competencia y ha venido siendo el eslabón más débil dentro del conjunto.

Finalmente, en el formato Club de Precios donde ofrece precios de mayoreo y medio mayoreo y en la tienda de conveniencia se enfoca a compras de último momento y básicos de alimentación.

**Estrategia de precios bajos** está descansa sobre un esquema de negociación de precios bajos de compra a proveedores, tomando ventaja de la escala y poder de compra de la Compañía soportado por la operación de más de 600 puntos de venta y más de 585 millones de visitas de consumidores a las tiendas. Este poder de compra permite obtener volúmenes importantes de producto para su posterior comercialización a precios comparativamente bajos, lo que combinado con el enfoque al control del gasto operativo, les ha permitido trasladar el beneficio de compra a precio bajo como un beneficio puntual de precio que el consumidor final toma como elemento básico en su decisión de compra.

(estimaciones al cierre de 2012)

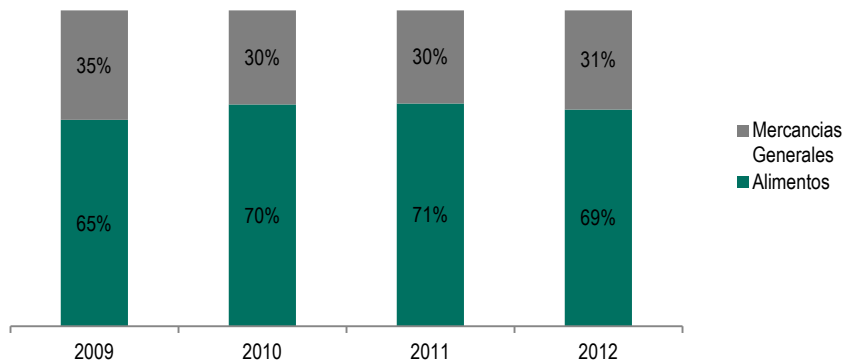


Fuente: Información estimada de la Compañía basada en diversos estudios de mercado

**Riesgos:** Identificamos dos áreas de riesgo como los principales para la empresa:

**a) Variaciones en el poder adquisitivo de la población:** cambios importantes en la economía que afecten o beneficien el poder adquisitivo de las familias, se reflejarán en los ingresos de la Compañía. **b) Dependencia del norte del país:** Consideramos que la zona norte del país es la región con una mayor sensibilidad a cambios económicos con los Estados Unidos de América, derivado de lo anterior, las operaciones de la Compañía se pueden ver afectadas significativamente en comparación con las de sus competidores, en el caso de una situación de crisis económica en el vecino país, tal y como sucedió a lo largo del año 2009.

**Soriana distribución de ventas**



Fuente: Empresas y estimaciones propias

**Política de dividendo.** No hay una política de dividendos establecida, a continuación presentamos una tabla del comportamiento Soriana en base a los dividendos pagados en efectivo en los últimos años:

**SORIANA: DIVIDENDOS**

	FECHA	Importe
2009	27 abril de 2010	\$0.1926
2010	no se decreto dividendo	\$0.0000
2011	29 marzo de 2011	\$0.2777
2012	no se decreto dividendo	\$0.0000
2013	no se decreto dividendo	\$0.0000

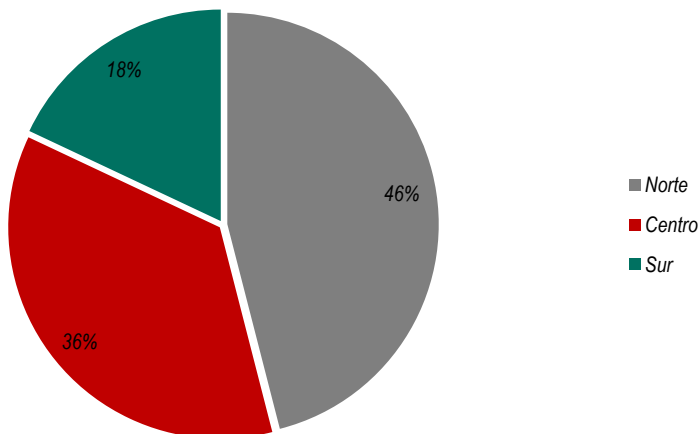
Fuente: Soriana con BMV

**Mejora Estimada en el Perfil de Deuda.** Al cierre del 1T13 Soriana registra una deuda total de P\$5,865m, correspondiente a créditos bursátiles en papel comercial de 28 días. La deuda neta se ubica en P\$3,140m presentando una disminución de 30.2% respecto al mismo periodo del año anterior. Al 31 de marzo de 2013 la relación Deuda total /EBITDA se ubica en 0.77x, y Deuda Neta/EBITDA en 0.41x.

Con base a la guía que proporcionó la compañía, nuestras estimaciones respecto al nivel de la deuda se reducen a la mitad para este año, dando como resultado un nivel de apalancamiento de 0.25x.

**Sobre SORIANA:** es una empresa mexicana dedicada principalmente a la comercialización de una amplia gama de productos de las divisiones de ropa, mercancías generales, abarrotes y alimentos preparados, a través de los seis formatos de tienda, bajo esquemas de venta al mayoreo, medio mayoreo y menudeo. Soriana opera seis formatos de tienda bajo el esquema de autoservicio, los cuales son: Soriana Híper, Soriana Súper, Mercado Soriana, Mercado Express, City Club y Súper City.

**Soriana:  
Distribución  
de Tiendas**  
(Datos al 2012)



Fuente: Empresas y estimaciones propias

Otro de los giros que explota la Compañía es el inmobiliario, que comprende la renta de locales que forman parte de las galerías comerciales anexas a cada tienda. A abril de 2013, la Compañía operaba 610 tiendas de autoservicio integradas en los siguientes formatos de tienda: 249 Soriana Híper, 105 Soriana Súper, 147 Mercado Soriana, 76 Mercado Express y 33 City Club, distribuidas alrededor de las 32 entidades federativas de la República Mexicana y localizadas en 208 de las ciudades más importantes del país. El piso de ventas total es de 3,140,703 metros cuadrados. Opera 212 tiendas de conveniencia denominadas Súper City, algunas de ellas funcionando bajo el modelo de franquicia y 14 CEDIS.

**Arrendamiento.:** Los activos más importantes de la Compañía son las tiendas en las cuales se lleva a cabo la venta de mercancía al detalle. Antes de la adquisición de la operación de las tiendas de Grupo Gigante, la Compañía era dueña del 89% del piso de ventas de las sucursales en operación, medido en metros cuadrados. Al cierre del ejercicio 2012 un 34% del piso de venta del total de las tiendas operadas por la Compañía se encuentran bajo un acuerdo de arrendamiento con terceras partes. El monto total de las rentas pagadas en el ejercicio 2012 representó el 1% de las ventas totales.

#### Estado de Resultados

(millones de pesos)

Concepto	2011	2012	2013e	2014e	2015e	13/12	14/13	15/14
<b>Ventas Netas</b>	<b>98,263</b>	<b>104,611</b>	<b>111,503</b>	<b>123,807</b>	<b>138,618</b>	<b>6.6%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.0%</b>
Costo de Ventas	77,858	83,059	88,504	98,149	109,900	6.6%	10.9%	12.0%
Resultado Bruto	20,404	21,552	22,999	25,659	28,719	6.7%	11.6%	11.9%
Gastos Operativos	15,455	16,102	17,148	18,892	21,142	6.5%	10.2%	11.9%
<b>EBITDA</b>	<b>6,968</b>	<b>7,407</b>	<b>7,976</b>	<b>9,101</b>	<b>10,349</b>	<b>7.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>13.7%</b>
Depreciación & Amortización	2,019	2,016	2,125	2,335	2,772	5.4%	9.9%	18.7%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>4,949</b>	<b>5,410</b>	<b>5,851</b>	<b>6,767</b>	<b>7,577</b>	<b>8.2%</b>	<b>15.6%</b>	<b>12.0%</b>
Costo Integral de Financiamiento (Ingreso)	418	-65	-64	-82	-74	-1.3%	28.2%	-10.3%
Utilidad después de CIF	4,453	5,345	5,915	6,849	7,651	10.7%	15.8%	11.7%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>4,453</b>	<b>5,345</b>	<b>5,915</b>	<b>6,849</b>	<b>7,651</b>	<b>10.7%</b>	<b>15.8%</b>	<b>11.7%</b>
ISR & PTU	1,445	1,647	1,889	2,264	2,527	14.7%	19.8%	11.7%
Impuestos Efectivo	810	1,015	1,222	1,414	1,578	20.4%	15.7%	11.7%
Impuestos Diferidos	583	632	667	778	868	5.5%	16.7%	11.7%
Utilidad después de Impuestos	3,008	3,698	4,027	4,585	5,123	8.9%	13.9%	11.7%
Participación Minoritaria	0	0	0	0	0			
<b>Resultado Neto</b>	<b>3,008</b>	<b>3,698</b>	<b>4,027</b>	<b>4,585</b>	<b>5,123</b>	<b>8.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>11.7%</b>
Numero de Acciones (promedio)	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0
EBITDA por acción	3.87	4.12	4.43	5.06	5.75			
Margen Bruto(%)	20.8%	20.6%	20.6%	20.7%	20.7%			
Margen EBITDA (%)	7.1%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%			
Margen Operativo (%)	5.0%	5.2%	5.2%	5.5%	5.5%			
Margen Neto (%)	3.1%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%			

Fuente: Estimaciones de Banorte-Ixe .

**Balance General (2011 – 2015e)**
*(millones de pesos)*

Concepto	2011	2012	2013e	2014e	2015e	13/12	14/13	15/14
<b>Activo Total</b>	<b>74,084</b>	<b>74,377</b>	<b>79,949</b>	<b>77,996</b>	<b>84,186</b>	<b>7.5%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>7.9%</b>
Activo Circulante	22,211	20,806	24,174	19,455	23,165	<b>16.2%</b>	<b>-19.5%</b>	<b>19.1%</b>
Efectivo e Inv. Temporales	3,082	1,335	3,394	3,457	5,266	<b>154.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>52.3%</b>
Cuentas y Docts por Cobrar	5,346	5,899	5,976	3,934	4,404	<b>1.3%</b>	<b>-34.2%</b>	<b>11.9%</b>
Inventarios	13,742	13,515	14,676	11,932	13,358	<b>8.6%</b>	<b>-18.7%</b>	<b>12.0%</b>
Otros Activos Circulantes	41	57	128	132	136	<b>123.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>
Propiedades Plantas y Equipo	40,750	42,292	43,662	46,066	48,173	<b>3.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.6%</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>36,162</b>	<b>26,646</b>	<b>26,552</b>	<b>22,383</b>	<b>24,924</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-15.7%</b>	<b>11.4%</b>
Cuentas por Pagar	18,450	17,834	17,069	12,336	14,407	<b>-4.3%</b>	<b>-27.7%</b>	<b>16.8%</b>
Pasivo corto plazo	6,188	2,744	4,365	4,865	5,265	<b>59.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>8.2%</b>
Otros pasivos largo plazo	9,767	3,336	3,318	3,328	3,343	<b>-0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>
Deuda Total	6,188	2,744	4,365	4,865	5,265	<b>59.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>8.2%</b>
Deuda Corto Plazo	6,188	2,744	4,365	4,865	5,265	<b>59.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>8.2%</b>
<b>Capital Contable</b>	<b>37,922</b>	<b>40,271</b>	<b>52,602</b>	<b>55,613</b>	<b>59,262</b>	<b>30.6%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.6%</b>
Capital Minoritaria	0	0	0	0	0			
Capital Mayoritario	37,922	40,271	52,602	55,613	59,262	<b>30.6%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.6%</b>

Fuente: Estimaciones de Banorte-Ixe .

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

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

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