

Resultados 2T12

GANADORAS Y PERDEDORAS

Se modera el ritmo de crecimiento...

De la muestra de 43 emisoras que contamos con estimados de resultados al 2T12, basados en las medianas de esta muestra el 72% reportó "En Línea" con lo estimado, mientras que un 5% reportó "Mejor" a lo esperado y el otro 23% reportó "Peor" a lo previsto. El grupo de diez emisoras cuyo Ebitda representa el 81.4% del total del IPC observó un avance en términos nominales del 7.37% en el 2T12 mientras que la muestra completa del IPC avanzó 9.31%, ligeramente por debajo de nuestras expectativas. La mediana de crecimiento nominal en Ventas y Ebitda de una muestra de 66 emisoras en el trimestre fue de 12.33% y 14.85%, respectivamente. Las empresas con los mayores crecimientos de Ebitda (tabla derecha) se explicaron en buena medida por el efecto del tipo de cambio sobre sus ingresos, pero también por una robusta demanda de sus productos y las estrategias enfocadas a proteger la rentabilidad en el entorno incierto que atravesamos. El control de costos y gastos que ha sido tema central en medio de la crisis económica que comenzó en 2008 ayudó a compensar parte de la presión en márgenes que ha resultado de la evolución de algunos insumos clave, peculiarmente costos de granos y energía, evidente en algunas empresas del sector alimentos principalmente.

...y el mercado se encarece

Nos parece importante destacar que, a pesar de que los resultados de este trimestre han superado modestamente las medianas de crecimientos estimados, en realidad la incidencia de la presión en costos y la fluctuación cambiaría sí ha tenido un impacto considerable en la mayoría de las empresas; la sumatoria simple de los ingresos en la muestra "grande" ofrece una variación positiva de +15.4%, modestamente mejor a su mediana, pero las diferencias son claras al considerar el crecimiento de sólo 9.6% en la sumatoria del EBITDA (mediana +14.8%) y la caída de 35.3% en la utilidad neta (mediana +9.7%). Lo anterior es claro en el efecto de cambios en los parámetros de valuación, mismos que ofrecen niveles superiores a lo que veíamos antes de la temporada de reportes. Al día de hoy, ya con la información del 2T12 incorporada, el IPC cotiza a un múltiplo FV/EBITDA de 9.7x y un P/U de 21.0x; antes de la temporada de reportes (10 de julio), la valuación era de 9.6x y 18.6x, respectivamente; el IPC ha avanzado apenas 1.8% en este periodo, por lo que el encarecimiento obedece primordialmente a la incorporación de los resultados del trimestre.

Ganadoras: crecimientos importantes y mejor a lo esperado

Concluido el período de reportes financieros de empresas al 2T12, identificamos en esta nota los resultados de emisoras de las "Ganadoras" y "Perdedoras". Nuestra mejor opinión ("Ganadoras") sin importar el origen del crecimiento, es para las empresas que observaron ADEMÁS de un avance anual a nivel operativo (Ebitda) sobresaliente (+10% nominal), un crecimiento mejor a su estimación (nuestra, consenso y/o tendencia). Ellas fueron: **Lamosa, Alfa, Gap y Kimber**.

Buen resultado aunque esperado

Otras "ganadoras" fueron empresas con crecimientos operativos destacados (+10% nominal) pero "En línea" con la estimación que se tenía: **Alsea, Cmoctez, Mexchem, GCarso, Cemex, Oma, Asur, GModelo, Bimbo, Walmex y Tlevisa**.

Fuera de estimaciones

Empresas con fuertes avances anuales (+15% nominal) en las que no tuvimos estimaciones fueron: **Ohlmex, Autlan, Gissa, Kuo, ICH, Pasa y Bafar**.

Atención en valuaciones

El conocimiento de esta información resulta importante por varias razones. Dos de especial atención: 1) Nos permite mantener o revisar estimaciones y en algunos casos precios objetivos; 2) Las valuaciones (múltiplos como el FV/Ebitda) conocidas (12 meses) se actualizan de manera inmediata independientemente del comportamiento de los precios.

Reporte Especial

03 de Agosto de 2012

Equipo de Análisis y Estrategia

5268-9000 ext.48062

Carlos Hermosillo Bernal
5268-9924
carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

Manuel Jiménez Zaldivar
5004-1275
mjimenezza@ixe.com.mx

Emisoras con Fuerte Crecimiento en Ebitda y Mejor al Esperado 1T12 vs.1T11

Emisora	Var% Ventas	Var% Ebitda
Lamosa	12.8%	33.2%
Alfa	16.5%	27.0%
Gap	1.0%	20.7%
Kimber	13.3%	17.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe .

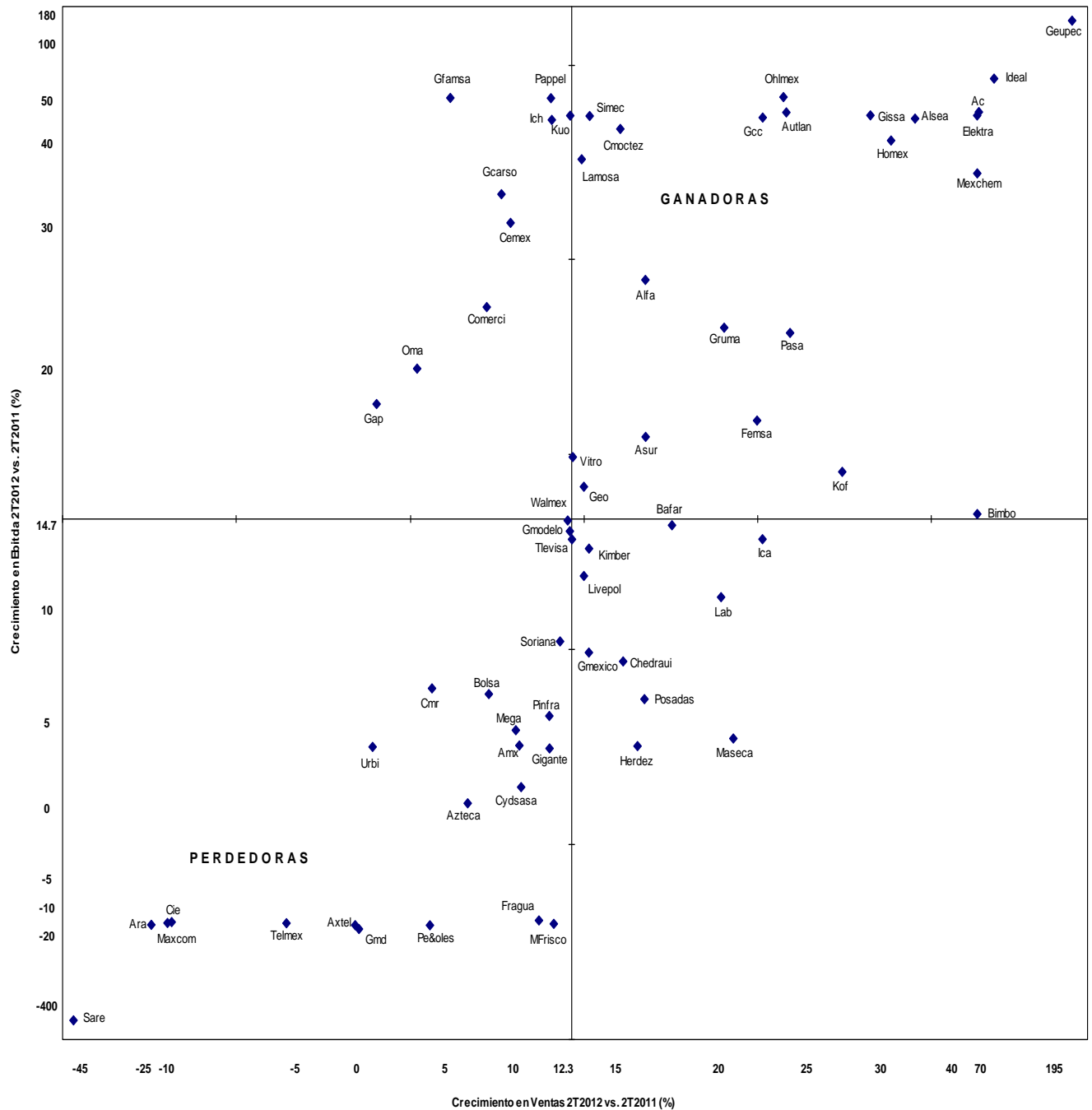
www.ixe.com.mx
www.banorte.com

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

RESULTADOS AL 2T12 (En Gráfica)

METODOLOGIA: La gráfica de cuadrantes indica el crecimiento real en Ventas y Ebitda reportado por una muestra de 66 emisoras al 2T12 (incluyendo muchas sin cobertura formal). Los crecimientos se comparan vs la mediana de crecimiento de estos conceptos de la misma muestra. La gráfica permite identificar rápidamente la evolución de dichos indicadores financieros respecto a los resultados en general del mercado.

Gráfica de Cuadrantes Ganadores y Perdedores en Crecimientos 2T12



CONTEXTO

Calificamos como **DEBILES** los resultados generales observados por una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). La mediana de crecimiento anual nominal en Ventas y Ebitda y Utilidad Neta de una muestra "grande" de 66 empresas (ANEXO) observó variaciones positivas de 12.33, 14.85% y 9.69% respectivamente. A nivel ventas, de un grupo de 43 emisoras que se estimó para el 1T12, el 72% reportó "en línea" con lo previsto y apenas el 5% "mejor" a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo) la gran mayoría, el 49%, estuvo por debajo de lo esperado y apenas 14% resultó "mejor" respecto a lo previsto. En Utilidad Neta, el 53% reportó "peor" a lo previsto y sólo un 21% fue "mejor". A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos seis trimestres.

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

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

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 1T12

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	40	100%	40	100%	40	100%
En Línea	24	60%	17	43%	4	10%
Mejor	9	23%	8	20%	21	53%
Peor	7	17%	15	37%	15	37%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 4T11

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	40	100%	40	100%	40	100%
En Línea	22	55%	16	40%	6	15%
Mejor	12	30%	12	30%	14	35%
Peor	6	15%	12	30%	20	50%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 3T11

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	46	100%	46	100%	46	100%
En Línea	29	63%	23	50%	6	13%
Mejor	11	24%	13	28%	21	46%
Peor	6	13%	10	22%	19	41%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 2T11

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	43	100%	43	100%	43	100%
En Línea	31	72%	21	49%	8	19%
Mejor	4	9%	8	19%	14	33%
Peor	8	19%	14	33%	21	49%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

2T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 1T11

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	45	100%	45	100%	45	100%
En Línea	25	56%	15	33%	7	16%
Mejor	4	9%	9	20%	17	38%
Peor	16	36%	21	47%	21	47%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

LAS 10 "MÁS" DEL IPC

Crecimientos Operativos Nominales (Ebitda)

Al concluir el envío de reportes financieros a Bolsa del 2T12, la suma de las 10 empresas que representan **el 81.41% del Ebitda del IPC** observó un avance nominal ponderado en el trimestre del **7.37%**. El dato denota una desaceleración importante desde el avance observado en el primer trimestre (+9.97%), y aunque en muchos casos los resultados han sido impulsados por una mayor paridad cambiaria beneficiando a las empresas con alto contenido de exportaciones en su mezcla de ventas, la presión de mayores costos de insumos como granos y energía se ha hecho evidente en la dilución de márgenes de varias emisoras.

EFECTO AMX: Es importante señalar que la integración de las operaciones de telefonía fija por la adquisición de Telmex y Telmex Internacional ha frenado el crecimiento del Ebitda de América Móvil, ahora se le considera como un operador de telecomunicaciones integrado; sin considerar a AMX (36.06% de Ebitda del IPC) el crecimiento en resultados de las 9 empresas restantes sería de 13.87%.

La tabla siguiente registra el crecimiento nominal de las empresas con mayor "peso" en el Ebitda total del IPC desde años anteriores y señala el estimado del 2012.

RESULTADOS 2T12 / CRECIMIENTOS NOMINALES – 10 MAYOR EBITDA EN IPC

EMIS.	Peso IPC	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Alfa	3.75%	7.96%	11.92%	20.53%	-4.72%	25.85%	-2.58%
Amx	37.89%	53.29%	32.24%	27.13%	61.26%	46.93%	9.19%
Bimbo	1.94%	8.55%	13.41%	23.19%	9.90%	10.68%	13.68%
Cemex	5.37%	13.00%	9.83%	43.95%	23.65%	7.29%	13.68%
Femsa	4.75%	28.01%	15.15%	10.97%	17.42%	7.82%	-8.64%
Gmexico	10.14%	63.43%	181.68%	36.09%	38.39%	9.01%	-31.21%
Gmodelo	5.10%	14.12%	19.10%	6.46%	17.74%	25.12%	-4.85%
Peñoles	3.51%	-5.63%	108.76%	26.08%	98.63%	10.75%	171.94%
Tlevisa	3.88%	24.12%	40.44%	24.35%	24.25%	7.77%	9.80%
Walmex	5.24%	16.38%	25.45%	26.50%	26.34%	15.35%	6.65%
Total	81.41%	26.47%	33.43%	26.58%	34.30%	22.24%	-0.31%
Sin AMX		19.32%	33.84%	26.39%	25.11%	11.40%	-5.81%

EMIS.	Peso IPC	2009	2010	2011	2T12 3m	2T12 9m	2012E 12m
Alfa	3.75%	36.29%	11.70%	32.69%	27.02%	25.51%	16.23%
Amx	37.89%	65.24%	6.42%	2.12%	3.15%	4.75%	7.02%
Bimbo	1.94%	61.13%	-2.33%	-4.54%	15.02%	4.82%	6.04%
Cemex	5.37%	61.13%	-2.33%	-0.73%	29.95%	22.61%	14.44%
Femsa	4.75%	-21.04%	-18.91%	19.32%	19.81%	17.75%	11.05%
Gmexico	10.14%	-7.24%	71.31%	26.44%	7.91%	22.57%	0.29%
Gmodelo	5.10%	12.02%	0.77%	10.10%	14.1%	15.20%	7.90%
Peñoles	3.51%	16.02%	58.80%	73.73%	-25.49%	-13.36%	1.84%
Tlevisa	3.88%	3.33%	10.33%	9.43%	13.72%	17.76%	11.99%
Walmex	5.24%	12.67%	23.70%	12.38%	14.69%	10.58%	9.82%
Total	81.41%	26.56%	11.07%	10.57%	7.37%	9.66%	7.32%
Sin Amx		0.59%	16.21%	19.07%	11.29%	14.56%	7.58%
Total IPC		7.31%	20.38%	11.56%	9.31%	11.39%	10.36%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

RESULTADOS

Los Parámetros de Calificación

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

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

GANADORAS

A continuación la tabla que identifica a las empresas consideradas como "Ganadoras" bajo cuatro distintos criterios o categorías: 1) Las de fuerte crecimiento operativo NOMINAL -Ebitda - (mayor a 10% en estimados y 15% en empresas sin estimar) y además mejor a lo esperado; 2) Las de crecimiento operativo importante pero en línea con lo estimado; 3) Las de fuerte crecimiento operativo pero menor a lo esperado y 4) Las de crecimiento importante en Ebitda pero sin estimación.

Recuerde que existen 3 categorías de estimaciones: "X") Las nuestras (Ixe); "C") Las de un consenso de mercado; y "T") Originadas por tendencias trimestrales históricas.

Resultados 2T12 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 2T12 / Empresas Ganadoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			2T12/11	Vs. Estim.	2T12/ 11	Vs. Estim.	2T12/ 11	Vs. Estim.
Fuertes crecimientos operativos (+10%) y mejores a lo estimado	Lamosa	T	12.8%	9.7%	33.2%	16.3%	-46.3%	-45.4%
	Alfa	B	16.5%	1.1%	27.0%	9.0%	-22.4%	-12.8%
	Gap	B	1.0%	-1.0%	20.7%	10.2%	60.8%	1.1%
	Kimber	T	13.3%	2.7%	17.2%	6.7%	5.8%	5.1%
Fuertes crecimientos Operativos (+10%) pero en línea con lo estimado	Alsea	B	32.0%	0.8%	38.1%	4.5%	165.4%	13.9%
	Cmoctez	T	15.0%	0.2%	34.8%	3.8%	53.1%	7.1%
	Mexchem	B	43.4%	-1.1%	32.5%	1.3%	17.1%	-9.2%
	GCarso	T	8.2%	-2.4%	31.4%	-0.7%	82.3%	3.1%
	Cemex	B	8.7%	-4.3%	29.9%	2.3%	n.s.	n.s.
	Oma	T	3.4%	-3.0%	22.5%	1.8%	23.0%	-7.0%
	Asur	B	16.5%	0.6%	19.0%	0.6%	20.2%	0.8%
	GModelo	B	12.2%	0.3%	14.1%	-2.5%	26.3%	0.1%
	Bimbo	B	43.4%	1.6%	15.0%	1.8%	-0.8%	30.2%
	Walmex	B	12.0%	1.8%	14.7%	3.4%	9.1%	-1.7%
Tlevisa	B	12.3%	3.1%	13.7%	1.4%	-16.0%	-28.7%	
Crecimientos operativos (+10%) pero menor a lo estimado	Ac	B	46.0%	-12.7%	47.6%	-19.47%	49.7%	-0.7%
	Elektra	T	43.3%	-1.6%	42.7%	-7.1%	n.s.	n.s.
	GCC	T	23.3%	-9.8%	39.6%	-5.2%	n.s.	319.5%
	Homex	B	30.7%	-8.3%	34.2%	-18.2%	4.7%	-35.1%
	Comerci	T	7.4%	-8.0%	25.6%	-5.0%	1831.4%	199.6%
	Femsa	B	22.9%	1.0%	19.8%	-0.8%	37.8%	15.9%
	Lab	B	20.9%	-1.0%	10.8%	-7.5%	1.0%	-19.9%
Fuertes crecimientos operativos (+15%) (sin estimados)	Ohlmex		24.5%		69.2%		101.2%	
	Autlan		24.6%		47.1%		114.6%	
	Gissa		29.5%		42.8%		1908.3%	
	Kuo		12.2%		42.4%		-72.6%	
	Simec		13.3%		41.9%		131.0%	
	ICH		11.1%		36.2%		82.5%	
	Pasa		24.8%		24.3%		n.s.	
Bafar		18.0%		14.4%		66.6%		

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV TE: Tipo de Estimación T: Tendencia C: Consenso del Mercado X: Estimación de Ixe NM: No significativa (pasa de negativo a positivo o viceversa)

PERDEDORAS

La tabla siguiente identifica a las empresas consideradas como "Perdedoras" bajo cuatro distintos criterios o categorías. 1) Las de mayor disminución en su resultado operativo (Ebitda) y que además resultaron menor a lo esperado; 2) Las de reducción operativa (Ebitda) importante pero en línea con lo estimado y 3) Las de reducción en Ebitda pero mayor a la caída esperada; y 4) Las de fuertes bajas operativas pero sin estimación previa (por lo general de poca bursatilidad).

Resultados 2T12 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 2T12 / Empresas Perdedoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			2T12/11	Vs. Estim.	2T12/11	Vs. Estim.	2T12/11	Vs. Estim.
Caídas operativas y mayores (peor) a lo estimado	GMD	T	0.0%	-13.6%	-40.4%	-26.5%	n.s.	n.s.
	Pe&Oles	T	4.1%	-2.8%	-25.5%	-21.4%	-40.4%	-29.9%
	Axtel	X	-0.2%	3.0%	-25.0%	-15.7%	n.s.	n.s.
	Azteca	X	6.3%	1.7%	0.2%	-5.7%	-89.8%	-89.5%
Caídas Operativa pero en Línea con estimado	Ara	B	-18.4%	1.4%	-23.7%	2.6%	-31.9%	6.2%
	Maxcom	X	-12.7%	-6.0%	-16.2%	-1.1%	n.s.	n.s.
	Ica	X	23.3%	6.6%	13.7%	-3.0%	9.7%	-36.7%
Caídas Operativas pero Mejor a lo estimado	-	-	-	-	-	-	-	-
Fuertes caídas (-15%) Operativas (sin estimado)	Cie		-11.3%		-12.6%		n.s.	
	Telmex		-4.1%		-17.2%		-28.0%	
	MFRisco		11.2%		-19.7%		n.s.	

Fuente: Banorte-Ixe Casa de Bolsa / BMV TE: Tipo de Estimación T: Tendencia C: Consenso del Mercado X: Estimación de Ixe NM: No significativo (pasa de negativo a positivo o viceversa)

LA MUESTRA GRANDE

Presentamos ahora una tabla en orden alfabético que indica las variaciones anuales nominales para el 2T12 de una muestra de las 66 emisoras de los sectores industriales, comerciales, y de servicios más importantes del mercado accionario en México.

Resultados 2T12 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2011-2	2012-2	Var %	2011-2	2012-2	Var %	2011-2	2012-2	2011-2	2012-2	Var %
Ac	10,128.86	14,786.28	45.98%	2,161.00	3,189.00	47.57%	19.5%	20.4%	995.42	1,490.06	49.69%
Alfa	44,260.19	51,568.31	16.51%	5,118.00	6,501.00	27.02%	11.6%	12.6%	1,947.04	1,511.53	-22.37%
Alsea	2,595.15	3,426.57	32.04%	313.17	432.61	38.14%	12.1%	12.6%	50.06	132.85	165.37%
Amx	175,494.67	191,739.06	9.26%	63,467.04	65,464.95	3.15%	36.2%	34.1%	24,315.17	13,250.39	-45.51%
Ara	1,921.67	1,568.77	-18.36%	405.26	309.40	-23.65%	18.2%	14.4%	227.58	154.86	-31.95%
Asur	1,094.61	1,275.51	16.53%	622.01	740.02	18.97%	56.8%	58.0%	386.06	463.23	19.99%
Autlan	908.23	1,131.89	24.63%	173.56	255.23	47.06%	19.1%	22.5%	48.39	103.87	114.63%
Axtel	2,693.35	2,688.05	-0.20%	936.99	702.81	-24.99%	33.9%	25.8%	-21.19	-977.52	NM
Azteca	2,816.79	2,993.73	6.28%	963.73	965.51	0.18%	31.9%	29.1%	393.69	40.29	-89.77%
Bafar	1,482.34	1,749.80	18.04%	131.39	150.36	14.44%	8.9%	8.6%	63.52	105.79	66.56%
Bimbo	30,163.70	43,265.50	43.44%	2,917.53	3,355.67	15.02%	9.7%	7.8%	895.47	887.91	-0.85%
Bolsa	421.74	453.36	7.50%	206.90	218.86	5.79%	49.1%	48.3%	158.08	184.48	16.70%
Cemex	48,253.95	52,475.94	8.75%	7,345.72	9,545.50	29.95%	15.2%	17.7%	-2,422.27	-2,542.76	NM
Chdraui	13,576.13	15,643.87	15.23%	1,009.67	1,084.97	7.46%	7.4%	6.9%	444.98	418.67	-5.91%
Cie	1,845.80	1,638.05	-11.26%	236.21	206.40	-12.62%	12.8%	12.6%	-17.74	11.38	NM
Cmoctez	2,013.21	2,316.56	15.07%	643.85	867.68	34.76%	32.0%	37.5%	349.25	534.84	53.14%
Cmr	464.30	483.92	4.23%	36.25	38.45	6.08%	7.8%	7.9%	0.52	-3.78	NM
Comerci	10,708.18	11,498.31	7.38%	783.85	984.74	25.63%	7.3%	8.6%	278.43	5,378.05	1831.54%
Cydsasa	1,407.31	1,539.01	9.36%	383.44	387.33	1.01%	27.2%	25.2%	145.39	237.65	63.46%
Elektra	11,896.94	17,045.69	43.28%	1,971.83	2,812.74	42.65%	16.6%	16.5%	3,966.29	19,188.15	NM
Mediana			12.33%			14.85%	18.19%	18.04%			9.69%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

Las cifras de EBITDA en el sector vivienda son ajustadas por capitalización de intereses.

Resultados 2T12 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2011-2	2012-2	Var %	2011-2	2012-2	Var %	2011-2	2012-2	2011-2	2012-2	Var %
Femsa	48,465.69	59,584.62	22.94%	7,410.00	8,878.00	19.81%	15.0%	13.8%	2,828.00	3,897.00	37.80%
Fragua	5,828.29	6,433.44	10.38%	369.16	346.60	-6.11%	6.3%	5.4%	217.15	193.22	-11.02%
Gap	1,210.91	1,223.47	1.04%	601.80	726.12	20.66%	49.5%	59.3%	218.02	350.65	60.83%
Gcarso	18,851.93	20,402.47	8.22%	1,899.79	2,496.65	31.42%	10.1%	12.2%	861.88	1,571.10	82.29%
Gcc	1,853.18	2,284.35	23.27%	305.63	426.64	39.59%	16.5%	18.7%	-28.54	213.52	NM
Geo	5,126.19	5,791.11	12.97%	1,100.48	1,281.14	16.42%	19.1%	18.3%	337.49	239.65	-28.99%
Geupec	2,973.40	8,781.58	195.34%	277.18	775.02	179.61%	9.3%	8.8%	45.43	5.37	-88.19%
Gfamsa	3,292.96	3,466.87	5.28%	370.55	622.53	68.00%	11.3%	18.0%	34.69	213.85	516.45%
Gigante	3,976.55	4,413.74	10.99%	544.58	560.91	3.00%	13.7%	12.7%	189.49	132.97	-29.82%
Gissa	1,721.28	2,228.50	29.47%	178.72	255.24	42.81%	10.4%	11.5%	128.95	2,589.79	1908.32%
Gmd	714.37	714.52	0.02%	156.49	93.23	-40.43%	21.9%	13.0%	51.21	-44.10	NM
Gmexico	30,691.40	34,760.55	13.26%	16,229.66	17,514.11	7.91%	52.9%	50.4%	7,447.13	8,553.29	14.85%
Gmodelo	25,061.39	28,109.57	12.16%	7,407.00	8,454.00	14.14%	30.3%	31.4%	2,878.29	3,635.24	26.30%
Gruma	13,469.36	16,304.24	21.05%	1,163.98	1,450.01	24.57%	8.6%	8.9%	105.81	437.09	313.09%
Herdez	2,296.48	2,665.27	16.06%	420.00	433.09	3.12%	18.4%	16.2%	185.41	195.81	5.61%
Hogar	222.89			-9.58			-4.3%		-40.80		
Homex	5,489.61	7,172.47	30.66%	1,237.41	1,660.23	34.17%	18.5%	19.4%	506.66	530.36	4.68%
Ica	10,163.48	12,526.90	23.25%	1,610.00	1,831.00	13.73%	13.0%	10.2%	155.23	170.16	9.62%
Ich	7,891.35	8,769.14	11.12%	961.37	1,309.73	36.23%	12.2%	14.9%	516.19	942.04	82.50%
Ideal	2,216.37	3,775.77	70.36%	727.29	1,424.64	95.88%	32.8%	37.7%	-353.84	-143.15	NM
Kimber	6,412.76	7,263.49	13.27%	1,845.86	2,090.32	13.24%	28.8%	28.8%	960.19	1,016.15	5.83%
Kof	28,389.05	36,294.14	27.85%	5,384.00	6,309.00	17.18%	18.7%	15.8%	2,749.06	2,713.30	-1.30%
Kuo	6,759.43	7,583.05	12.18%	528.75	752.99	42.41%	7.8%	9.9%	48.29	13.26	-72.55%
Lab	1,715.52	2,073.53	20.87%	411.38	455.63	10.76%	24.0%	22.0%	266.10	268.65	0.96%
Lamosa	2,086.39	2,354.36	12.84%	370.89	494.05	33.21%	17.8%	21.0%	122.16	65.62	-46.28%
Livepol	14,513.92	16,396.67	12.97%	2,644.38	2,957.50	11.84%	18.2%	18.0%	1,643.36	1,802.64	9.69%
Maseca	3,641.77	4,427.47	21.57%	561.94	581.64	3.51%	15.4%	13.1%	347.58	471.12	35.54%
Maxcom	592.42	517.12	-12.71%	203.42	170.37	-16.24%	31.9%	25.2%	-45.93	-239.33	NM
Mega	2,009.10	2,190.96	9.05%	889.84	924.83	3.93%	44.3%	42.2%	484.06	443.35	-8.41%
Mexchem	12,295.27	17,634.00	43.42%	2,983.86	3,953.16	32.48%	24.3%	22.4%	1,326.35	1,552.73	17.07%
Mfrisco	2,061.06	2,292.69	11.24%	1,016.94	816.47	-19.71%	49.3%	35.6%	-325.48	298.84	NM
Ohlmex	4,322.13	5,379.33	24.46%	1,158.65	1,960.55	69.21%	26.8%	36.4%	396.89	798.73	101.25%
Oma	698.01	721.53	3.37%	254.97	312.27	22.47%	36.5%	43.3%	129.92	159.85	23.04%
Pappel	2,870.50	3,188.37	11.07%	220.17	369.04	67.62%	7.7%	11.6%	139.30	-139.01	NM
Pasa	582.44	727.13	24.84%	110.33	137.14	24.30%	18.9%	18.9%	-2.25	20.61	NM
Pe&Oles	24,848.09	25,868.47	4.11%	8,134.56	6,061.01	-25.49%	32.7%	23.4%	3,684.69	2,194.58	-40.44%
Pinfra	994.93	1,104.19	10.98%	705.30	738.18	4.66%	70.9%	66.9%	338.39	422.65	24.90%
Posadas	1,793.11	2,088.22	16.46%	281.32	296.86	5.53%	15.7%	14.2%	27.77	-56.62	NM
Sare	592.44	322.51	-45.56%	102.72	-313.96	NM	12.4%	-110.2%	25.24	-291.41	NM
Simec	7,192.73	8,149.62	13.30%	844.26	1,197.68	41.86%	11.7%	14.7%	453.79	1,048.03	130.95%
Soriana	22,844.00	25,493.91	11.60%	1,651.08	1,791.16	8.48%	7.2%	7.0%	742.35	754.77	1.67%
Telmex	27,613.93	26,467.22	-4.15%	10,496.37	8,694.87	-17.16%	38.0%	32.9%	3,147.88	2,265.11	-28.04%
Tlevisa	15,125.71	16,983.78	12.28%	5,897.86	6,706.98	13.72%	39.0%	39.5%	1,661.81	1,396.28	-15.98%
Urbi	3,869.27	3,900.52	0.81%	1,039.39	1,071.36	3.08%	20.4%	20.7%	658.64	-125.39	NM
Vitro	5,382.59	6,046.36	12.33%	936.70	1,104.73	17.94%	17.4%	18.3%	154.20	-962.90	NM
Walmex	87,920.94	98,506.45	12.04%	7,899.58	9,059.67	14.69%	9.0%	9.2%	4,523.27	4,935.71	9.12%
Mediana			12.33%			14.85%	18.19%	18.04%			9.69%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

Las cifras de EBITDA en el sector vivienda son ajustadas por capitalización de intereses.

Comentarios de Reportes

AEROPUERTOS / José Itzamna Espitia Hernández

Asur (ASURB, Mantener, PO 2012 \$115.00)

El 23 de julio, Asur reportó resultados sólidos del 2T12, en línea con nuestros estimados. El grupo aeroportuario tuvo incrementos en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 16.5%, 21.5%, 19.0% y 20.0% vs. 2T11, ubicándose en P\$1,276m, P\$640m, P\$740m y P\$463m, respectivamente. Cabe señalar que los resultados están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

En el 2T12, el tráfico total de pasajeros de Asur creció 7.4% (vs. 2T11). Los pasajeros nacionales tuvieron una alza de 15.0% y los internacionales de 1.8%. El principal aeropuerto del grupo, Cancún, se benefició por la mejor afluencia turística en el lugar cuya ocupación hotelera ha sido mayor (en más del 8%) en comparación con el año anterior.

El margen operativo aumentó 206pb, colocándose en 50.2%; y el margen Ebitda subió 119pb, ubicándose en 58.0%. La tendencia positiva en los resultados operativos obedece principalmente a un aumento contenido en el total de costos y gastos de 11.9% que fue menor al presentado en los ingresos totales (+16.5%). Esta mejora en la absorción de costos/gastos tiene que ver con el crecimiento en la línea de ingresos, sobre todo el mayor incremento en los no aeronáuticos, que impulsa la generación de economías de escala para el grupo. Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 2T12 vs. 2T11, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, los resultados son alentadores: 57.8% el margen operativo y 66.8% el de Ebitda vs. 54.9% y 64.8% (2T11), respectivamente.

La utilidad neta en el 2T12 subió 20.0%, por los buenos incrementos en los resultados operativos del grupo y un mayor saldo a favor en el rubro de costo de financiamiento. Por otro lado, el pasivo total de Asur aumentó 4.6% (vs. 1T12) y su razón Deuda Neta/Ebitda se ubicó en -0.4x (vs. -0.6x en el 1T12).

Para 2012, estimamos un incremento en ingresos de 17.0% (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos de 14.5%) con alza en el total de pasajeros de 8.2%, en tanto que el Ebitda crecería 17.5%, y de esta forma, un Mg. Ebitda de 54.4%. Para 2013, introduciendo cálculos preliminares del aeropuerto LMM, estimamos un incremento en ingresos de Asur de 16.2% (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos de 24.0%) con alza en el total de pasajeros de 48.3%, en tanto que el Ebitda crecería 18.6% y un Mg. Ebitda de 55.5%. Nuestro PO 2012E deriva de dos métodos de valuación: por DCF (P\$130.0) y múltiplos (P\$100.0). El promedio de ambos nos arroja un PO 2012e de \$115.0, por lo que nuestra recomendación para Asur es de Mantener; sin embargo, no descartamos que una revisión posterior a nuestros números una vez que se conozcan más detalles (financieros, operativos, calendario de inversión y operativos) del aeropuerto LMM, podría otorgar un sesgo positivo a nuestros estimados.

Asur- Resultados al 2T12 (en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,276	1,095	16.5%	1,268	0.6%
Utilidad de Operación	640	527	21.5%	637	0.6%
Ebitda	740	622	19.0%	735	0.6%
Utilidad Neta	463	386	20.0%	459	0.9%
Margen Operativo	50.2%	48.1%	2.1pp	50.2%	0.0pp
Margen Ebitda	58.0%	56.8%	1.2pp	58.0%	0.0pp
UPA	\$1.54	\$1.29	20.0%	\$1.53	0.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

GAP (GAP B, Mantener, PO 2012 \$56.00)

El pasado 25 de julio, Gap reportó sus resultados al 2T12 con crecimientos en los ingresos, utilidad operativa y Ebitda de 1.0%, 25.7% y 20.7%, ubicándose en P\$1,223m, P\$527m y P\$726m, 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).

El número de pasajeros totales de Gap en el 2T12 tuvo un aumento de 5.0% (vs. 2T11), principalmente por un incremento de 8.4% en sus pasajeros nacionales, que más que compensó la caída de 1.1% en sus pasajeros internacionales. Aún con el débil desempeño en la parte internacional (debido al decremento presentado en el aeropuerto de Guadalajara de 8.1% durante el 2T12), la tendencia positiva de los pasajeros del grupo continúa en la parte doméstica (de mayor peso para Gap - 66.9% del total de pasajeros en el 2T12), donde resaltamos las acciones realizadas por diversas aerolíneas, las cuales han ido recuperando los asientos perdidos ante la salida de Mexicana.

El margen de operación mostró un fuerte incremento de 8.5pp, colocándose en 43.1%, al igual que el margen Ebitda con un sólido aumento de 9.7pp, ubicándose en 59.4%. 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 12.0%. 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 68.3% el de Ebitda en el 2T12 vs. 44.9% y 64.4% en el 2T11, respectivamente. Lo anterior, fue resultado de un crecimiento en los ingresos de operación (sin incluir los de adiciones a bienes concesionados) de 13.8% que absorbieron por mucho el aumento en los gastos de operación (sin incluir los de adiciones a bienes concesionados) de 4.0%. Es importante hacer notar que en el 2T12, Gap fue la de mejor margen Ebitda del sector aeroportuario en el país.

La utilidad neta del 2T12 (P\$351m) subió 60.8% debido a los aumentos en los resultados operativos y un mayor ingreso financiero (P\$28.9m), que más que compensaron el alza en los impuestos a la utilidad (2.2%). Por otro lado, el total de los pasivos de Gap aumentó 12.6% (vs. 1T12) y la razón Deuda Neta/Ebitda se ubicó en -0.1x (vs. -0.3x en el 1T12).

Revisamos al alza nuestros estimados de Gap al incluir los resultados del 2T11. Para 2012, esperamos incrementos en sus ingresos de 2.6% (con alza en de pasajeros de 4.6%), en tanto que el Ebitda crecerá 10.8%, de esta forma el Mg. Ebitda se ubicaría en 56.5% (vs. 52.4% en 2011). Sin considerar los ingresos y costos de servicios de construcción dicho margen se ubicaría en 66.5% (nivel ligeramente arriba al 2011) ante el aumento en ingresos esperado. Nuestro nuevo PO 2012E deriva de dos métodos de valuación: por DCF (P\$61.0) y múltiplos (P\$51.0). El promedio de ambos nos arroja un PO 2012e de \$56.0, rendimiento potencial de 8.4%; no obstante, reiteramos nuestra recomendación de Mantener ante el riesgo existente de una posible desinversión de Gmexico en Gap.

Gap- Resultados al 2T12 (en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,223	1,211	1.0%	1,236	-0.99%
Utilidad de Operación	527	419	25.7%	452	16.7%
Ebitda	726	602	20.7%	659	10.2%
Utilidad Neta	351	218	60.8%	347	1.1%
Margen Operativo	43.1%	34.6%	8.5pp	36.5%	6.5pp
Margen Ebitda	59.4%	49.7%	9.7pp	53.4%	6.0pp
UPA	0.63	0.39	60.8%	0.62	1.1%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

ALIMENTOS / Marisol Huerta Mondragón

Grupo BIMBO (BIMBO A, Mantener, PO 2012 \$33.50)

Grupo Bimbo reportó fuertes crecimientos durante el 2T12 ligeramente mejor a nuestros estimados en el rubro operativo, pero por debajo de lo esperado por el mercado, principalmente en el rubro de utilidad neta que retrocedió 0.8%, y fue 12% debajo de lo estimado. Durante el 2T12 los ingresos crecieron 43.4%, impulsado por las adquisiciones de Sara Lee en Estados Unidos y Europa, así como la consolidación de Fargo en Argentina. El crecimiento en ingresos de manera orgánica fue de 12.9%, beneficiado de un tipo de cambio favorable para los ingresos de EU y un sólido avance en México y LA. El EBITDA creció 17.3%, con una caída en margen de 170pb derivado de mayores gastos relacionados con la integración de las recientes adquisiciones en EU e Iberia. A nivel neto, la utilidad mayoritaria se contrajo marginalmente ante mayores gastos por intereses.

En Latinoamérica los ingresos crecieron derivado de la contribución de Fargo (14.5%), así como por un sólido crecimiento orgánico de 18.5%, resultado de las estrategias de comercialización principalmente en el canal de detalle y mejor desempeño en el consumo en la región. Las operaciones de Iberia (España y Portugal) fueron por P\$1,141 en línea con lo estimado por la empresa. En México crecimiento fue de 11.5% relacionado con mayores precios y un sólido crecimiento en volúmenes en todo el portafolio, sobresaliendo galletas, pan dulce, botanas saldas y confitería.

Reiteramos nuestro PO 2012 de Ps33.50 y recomendación de COMPRA. Los resultados sostienen la contracción en márgenes estimada, relacionada con la integración de Sara Lee, nos genera una percepción positiva el control de costos y que derivó en estabilidad en margen bruto, consideramos que esto pudiera darnos mayores sorpresas hacia adelante, donde prevemos más equilibrio en la base de costos por un tipo de cambio favorable (12.84e 2012 vs 13.94 2011) lo que estimamos amortiguará las presiones en gastos relacionados con la integración de las nuevas adquisiciones. Nos mantenemos a la espera de poder observar un mejor desempeño en rentabilidad para la segunda mitad de 2012.

Grupo Bimbo – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	43,266	30,164	43.4%	42,602	1.56%
Utilidad de Operación	2,075	1,935	7.2%	2,010	3.23%
Ebitda	3,355	2,859	17.3%	3,297	1.76%
Utilidad Neta	888	895	-0.8%	682	30.21%
Margen Operativo	4.8%	6.4%	-0.8pp	4.7%	1.2pp
Margen Ebitda	7.8%	9.5%	-1.8 pp	7.7%	0.0pp
UPA	0.19	0.19	0.00%	0.15	26.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Grupo Herdez (HERDEZ *, Mantener, PO 2012 \$33.50)

Los resultados del 2T12 de Grupo Herdez a pesar del desempeño positivo en ingresos mostraron debilidad en la parte operativa, en línea con nuestras expectativas y las del consenso. A nivel neto las cifras fueron ligeramente mejor a lo esperado. Durante el 2T12 los ingresos crecieron 16.0% a/a, derivado de un crecimiento de 6.9% en las ventas nacionales y de 67.5% en las ventas de exportación. El crecimiento en ventas se vio deteriorado ante un mayor incremento en costos que derivó en una baja de 0.7% en la utilidad de operación y en un avance marginal en EBITDA de 3.0% a/a. Los márgenes operativo y EBITDA de 250pb y 200pb respectivamente. A nivel neto, la empresa reportó un alza de 5.4%, mejor a lo esperado, una vez que la compañía registró un costo de P\$9 millones comparado con los P\$25 millones en el mismo periodo del año anterior.

Las ventas nacionales crecieron 6.9 a/a lo anterior pese a las difíciles bases de comparación, una vez que la semana Santa cayó durante el 2T11. La mayor parte del crecimiento responde a la parte de precios que compensaron la debilidad en volúmenes. Por su parte, los ingresos en Estados Unidos se incrementaron 67.5% derivado de la incorporación de Freshherized Foods, así como el crecimiento orgánico en las categorías de condimentos y aderezos, atún, vegetales y té. Consideramos que el mercado nacional deberá seguir mostrando un sólido desempeño dadas las expectativas favorables en torno a la recuperación del gasto de las familias y en consecuencia en el consumo. En Estados Unidos, Herdez reportó un crecimiento de 67.5%, lo anterior derivado de la incorporación de Freshherized Foods como al crecimiento orgánico de las marcas. Adicionalmente, los resultados estuvieron influenciados de la depreciación del 15.6% del peso que jugó a favor en los ingresos en dólares respecto al mismo trimestre del año anterior.

Consideramos que la debilidad operativa que registraron las cifras del trimestre ya se han incorporado en el precio de la acción. Estamos mejorando el desempeño en volúmenes a 2012 a nivel nacional de 4.0% a 6.0% relacionado con mejor desempeño en el consumo, adicionalmente incorporamos para las operaciones en dólares un tipo de cambio para 2012 mayor (12.50e a 12.84). Actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/EBITDA U12m de 9.8x, lo que equivale a un premio de 14.5% sobre su múltiplo FV/EBITDA promedio U12m de 8.5x. Reiteramos MANTENER e incrementamos PO a \$33.6 de \$29.0. Lo anterior, asumiendo un crecimiento en EBITDA de 14.1% y un múltiplo FV/EBITDA a pagar de 9.8x (en línea con el promedio U12m).

Grupo HERDEZ – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,665	2,296	16.0%	2,629	1.35%
Utilidad de Operación	386	389	-0.8%	398	-3.08%
Ebitda	433	420	3.1%	439	-1.35%
Utilidad Neta	196	183	7.1%	192	2.20%
Margen Operativo	14.5%	16.9%	-2.5 pp	15.1%	-0.7 pp
Margen Ebitda	16.2%	18.3%	-2.0 pp	16.7%	-0.4 pp
UPA	0.45	0.42	1.06	0.44	2.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

BEBIDAS / Marisol Huerta Mondragón

FEMSA (FEMSA UBD, Mantener, PO 2012 \$121.50)

FEMSA reportó resultados positivos del 2T12 en línea con nuestras expectativas y ligeramente debajo de consenso en los rubros operativos. A nivel neto el reporte se ubica en línea con el mercado y mejor que nuestras estimaciones. Los ingresos del trimestre aumentaron 22.9% a/a a P\$59,586 millones, reflejando resultados sólidos en Coca Cola Femsa (KOF) y en la división comercio (OXXO). El EBITDA del trimestre aumentó 19.6% se ubicó en P\$8,878 millones (vs 7% menor que el consenso y 1% de nuestros estimados). La utilidad neta fue por Ps3,897 millones, misma que se ubicó 4% por arriba de las expectativas del mercado.

Por divisiones Oxxo reportó un crecimiento en ingresos de 17.1%, derivado de la apertura de 290 unidades (debajo de nuestra expectativa de 350) así como por el desempeño en VMT que registró un avance de 8.0%, durante el trimestre reportó un avance de 3.7% en el tráfico y un crecimiento en el ticket promedio de 3.9%. La compañía estima la apertura de 1,000 a 1,100 unidades durante este año, siendo ligeramente por debajo de la expectativa inicial de 1,100 a 1,200. En el caso de KOF, durante el 2T12 los ingresos crecieron 27.9%, resultado de los crecimientos de doble dígito en ingresos en las divisiones de México y Centroamérica (+29.7%). México fue impulsado por las fusiones de Grupo Tampico, CIMSA y FOQUE. En Sudamérica el crecimiento fue de 26.0% en ingresos.

Reiteramos nuestra recomendación de MANTENER y subimos nuestro PO 2012 a Ps121.50 determinado a través de nuestro modelo de Suma de Partes. Actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/EBITDA U12m de 13.1x, a un premio de 19.0% sobre su múltiplo FV/EBITDA promedio U12m de 11.0x, que se justifica en base al crecimiento esperado en EBITDA (19%) para 2012 así como un múltiplo FV/EBITDA a pagar de 13.3x (en línea con el promedio U12m). Consideramos que los fundamentales de la emisora se mantienen firmes las perspectivas de crecimiento y ganancia de participación de mercado en el segmento de bebidas en México y en Sudamérica, así como el crecimiento orgánico de la unidad comercio. Consideramos que la compañía puede seguir con el proceso de adquisiciones en sus diferentes divisiones.

FEMSA – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	59,586	48,465	22.9%	58,990	1.01%
Utilidad de Operación	6,688	5,918	13.0%	6,987	-4.28%
Ebitda	8,878	7,410	19.8%	8,954	-0.85%
Utilidad Neta	3,897	2,828	37.8%	3,362	15.91%
Margen Operativo	11.2%	12.2%	-1.0 pp	11.8%	-0.6pp
Margen Ebitda	14.9%	15.3%	-0.4pp	15.2%	-0.3pp
UPA	1.09	0.76	43%	0.94	15.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Coca Cola Femsa (KOF L, Mantener PO 2012 \$185.00)

Coca- Cola Cola FEMSA reportó crecimientos durante el 2T12 positivos a nivel operativo en línea con nuestras expectativas y las del consenso del mercado. No obstante a nivel neto el resultado fue por debajo de lo estimado por el consenso. Nos mantenemos optimistas respecto a la mejora en rentabilidad de la compañía para la segunda parte del año, donde estimamos una mayor estabilidad en la parte de costos de materia prima, principalmente Azúcar y PET, así como menores presiones en los precios denominados en dólares. Adicionalmente comenzaremos a observar los beneficios de las sinergias relacionadas con las fusiones llevadas a cabo en el mercado nacional (Cimsa, Grupo Tampico y Foque). Vemos oportunidad en la parte de precios y ganancia de mercado que consideramos podrá ejercer en los nuevos territorios. Para Sudamérica nos mantenemos consideramos seguirá mejorando el desempeño en mercados como Brasil y Argentina ante una mejor ejecución de mercado y lanzamiento de nuevos productos. Por otra parte, seguimos a la espera de conocer mayores datos con respecto a la incursión de la compañía en Filipinas, no obstante, consideramos que es un mercado en el que la compañía tiene oportunidades de generar valor para los accionistas, lo mismo de en la incursión en nuevos segmentos de negocio como leche y lácteos. Derivado de lo anterior, mantenemos nuestra recomendación y PO de P\$185.00.

Durante el 2T12 el margen bruto consolidado presentó una expansión de 10pb a 46.0% de 45.9%, los mayores costos de fructosa México y Argentina en combinación con la depreciación de las diferentes monedas fueron compensados por precios de PET más bajos y precios de azúcar menores en Sudamérica. Por su parte, los mayores costos laborales en Venezuela y Argentina así como mayores costos de fleteo en Argentina y Brasil, en línea con mayores inversiones en mercadotecnia y gastos adicionales relacionados con el desarrollo de sistemas de información y capacidades comerciales, derivaron en una contracción en margen operativo de 240pb y de 160pb en margen EBITDA. Por su parte, la utilidad de operación creció 7.8% a/a y el EBITDA 17.2%. Por divisiones México y CA registraron una caída en margen bruto de 180pb y de 250pb en EBITDA asociado a mayores costos de materia prima (fructosa), así como parte los gastos relacionados con la integración de Grupo Tampico, Cimsa y Foque. Por su parte, en Sudamérica se registró una expansión de 180pb en margen bruto relacionado con menores costos de PET y azúcar, en tanto que a nivel de EBITDA el margen se contrajo en 140pb por mayores gastos laborales. Durante el 2T12 se registró un gasto de P\$469 millones en otros gastos neto reflejando una provisión no recurrente relacionado con el cambio en la ley laboral en Venezuela

KOF – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	36,294	28,388	27.8%	36,178	0.32%
Utilidad de Operación	4,714	4,405	7.0%	5,058	-6.80%
Ebitda	6,309	5,396	16.9%	6,451	-2.20%
Utilidad Neta	2,713	2,749	-1.3%	3,188	-14.90%
Margen Operativo	13.0%	15.5%	-2.5pp	14.0%	-1.0pp
Margen Ebitda	17.4%	19.0%	-1.6pp	17.8%	-0.4pp
UPA	1.35	1.48	-8.8%	1.57	-14.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Arca-Continental (AC*, MANTENER PO 2012 \$88.00)

Los resultados financieros de Arca Continental (AC) al 2T12 fueron positivos, registrando fuertes crecimientos tanto en ingresos (+46.0%) como en EBITDA (+47.6%), así como sostenimiento en expansión en márgenes (+30pb). No obstante, se ubicaron ligeramente por debajo de consenso del mercado a nivel neto. Estamos realizando una revisión a nuestro PO 2012 de P\$69.00 a P\$88.00, reflejando en nuestros estimados un mejor desempeño en términos de volumen (4.0% vs 3.5%) donde mejoramos el desempeño en el mercado doméstico (3.0% vs 2.5%) y en Sudamérica (8%). Para México incorporamos mejores perspectivas de crecimiento en el PIB para 2012 (3.7% vs 3.4%) y mejor desempeño en el consumo privado, así como mayores estrategias de ejecución. Para Sudamérica la mejora en volúmenes deriva de estrategias de ejecución y ganancia de mercado. 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. Adicionalmente, en lo que va del año el precio de AC registra un rendimiento de 42%, registrando niveles de valuación FV/EBITDA en los últimos 12 meses de 15.9x por arriba del promedio del sector (14.x) por lo que estamos bajando nuestra recomendación a MANTENER desde COMPRA.

Durante el 2T12, los ingresos en México crecieron 49.5% (11.7% proforma). Los ingresos estuvieron apoyados por el avance de 7.2% que registraron los precios por caja unidad lo que compenso el crecimiento en volúmenes de 1.7% proforma, mismos que estuvieron presionados por bases de comparación elevadas. En Sudamérica, las ventas crecieron 33.9% a/a, al ubicarse en P\$3,032 millones. Los ingresos se beneficiaron de un crecimiento en volumen de 1.2%, derivado de un crecimiento de 1.8% en el segmento de refrescos y de 35.2% en agua. El EBITDA de la región avanzó 77.1%, una expansión en margen de 320pb. Por mercados el volumen de Argentina aumento 2.4%, donde destaca el crecimiento de 224% en agua saborizada. En Ecuador el volumen aumento 0.6%, relacionado con los efectos de las inundaciones y bases de comparación elevadas.

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 14.8% durante el trimestre. En tanto que la exportación de Coca Cola alcanzando 4.6 millones de cajas. Interex reporto crecimientos de 3.9%, destacando un positivo desempeño a lo largo del año

AC* – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	14,786	10,129	46.0%	16,934	-12.68%
Utilidad de Operación	2,434	1,540	58.1%	3,256	-25.25%
Ebitda	3,189	2,161	47.6%	3,960	-19.47%
Utilidad Neta	1,490	995	49.7%	1,500	-0.67%
Margen Operativo	16.5%	15.2%	1.3pp	19.2%	-2.8pp
Margen Ebitda	21.6%	21.3%	0.3 pp	23.4%	-1.8pp
Margen Neto					

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Grupo Modelo (GMODELO C, Venta, PO 2012 \$114.00)

GModelo presentó resultados al 2T12 positivos en línea con las expectativas del consenso a nivel operativo y mejor a nivel de utilidad neta. Los ingresos del trimestre aumentaron 12.2% AsA a Ps28,109 millones, derivado de un sólido desempeño en ingresos principalmente en exportación. Por su parte, el EBITDA durante el 2T12 creció 14.1%. El margen EBITDA avanzó 50pb a 30.1%, menores costos y gastos apoyaron los resultados operativos. La utilidad neta fue por Ps3,635 millones un avance de 26.3% con respecto al mismo trimestre del año anterior, está se ubicó ligeramente arriba del consenso del mercado.

Cabe señalar que la empresa no realizó conferencia con analistas. Recordemos que la compañía recientemente llevo a cabo un acuerdo de venta con Anheuser Busch de la participación accionaria de 49.7%. La transacción se llevará a por una cantidad de US\$9.15 por acción en una operación en efectivo valuada en US\$20,100 millones. Una vez logradas las autorizaciones correspondientes, y procesos de fusión internos por parte de GModelo con algunas de sus subsidiarias, se considera que el cierre de la operación se llevará a cabo hacia el primer trimestre de 2013. Estamos ajustando nuestro PO 2012 a P\$114.00 que corresponde al precio por acción establecido en el acuerdo con ABI de US\$9.15 por acción y la expectativa que tenemos para el tipo de cambio hacia 2013 de P\$12.50. Al mismo tiempo estamos cambiando nuestra recomendación a VENTA, una vez que consideramos que el tipo de cambio será un factor el precio final de la operación y tomando en cuenta que nuestra área de economía estima un tipo de cambio de P\$12.50 para 2013, que representa una depreciación de 7% respecto al promedio de observamos en el año.

Durante el segundo trimestre, el volumen vendido en el mercado nacional disminuyó 3.4%, lo anterior debido a mal clima con fuertes lluvias en el país desde principio de junio, aunado a bases de comparación elevadas, donde en el 2T11 el volumen aumentó 8.0%, la debilidad en volúmenes fue contrarrestada por un incremento en precio por hectolitro de 7.2% de forma interanual, que derivó en un crecimiento en ingresos nacionales de 3.5% a/a.

GMODELO – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	28,110	25,061	12.2%	28,038	0.26%
Utilidad de Operación	7,622	6,358	19.9%	7,596	0.34%
Ebitda	8,454	7,407	14.1%	8,667	-2.46%
Utilidad Neta	3,635	2,878	26.3%	3,632	0.08%
Margen Operativo	27.1%	25.4%	1.7pp	27.1%	0.0pp
Margen Ebitda	30.1%	29.6%	0.5pp	30.9%	-0.8pp
UPA	1.12	0.88		1.12	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

CEMENTO / Carlos Hermsillo Bernal

Cemex (Cemex CPO, Compra, PO 2012: P\$11.50)

Cemex ha presentado un reporte al 2T12 ligeramente por arriba de lo estimado, incluyendo ingresos por US\$3,861m y EBITDA por US\$702m, implicando una reducción de 7% y un crecimiento de 11%, en contraste a nuestra expectativa de +0% y +10%, respectivamente. En la utilidad neta, la empresa reporta una pérdida de US\$187m, complicada por la pérdida cambiaria que registra un impacto de US\$118m en este periodo. En el desglose operativo, el punto más importante a destacar es el hecho de que finalmente la operación en Estados Unidos registra un EBITDA positivo por primera vez tras siete trimestres consecutivos de pérdidas, y aunque todavía pequeño (margen 0.2%), nos parece un logro que marcaría el inicio de mejores resultados para esta unidad operativa clave por su capacidad instalada e importancia relativa (es una quinta parte de los ingresos).

El desempeño de ingresos, con una reducción de -7% nominal, pero un incremento de +1% sobre bases comparables, no muestra desviaciones importantes respecto a lo esperado, incluyendo la debilidad en las regiones de Europa (-18%) y Mediterráneo (-19%), que es compensada por la recuperación de ingresos en EU (+15%), Sudamérica (+20%) y un resultado relativamente estable en México (-14%). El verdadero avance está en el EBITDA, que logra un aumento importante gracias a la mejor rentabilidad exhibida en México—su EBITDA cae sólo 4% con la reducción de 14% en ingresos—y Sudamérica (+58%), pero definitivamente también por la ausencia de pérdidas en EU, que hace un año restaban US\$17m al EBITDA consolidado, en tanto que hoy día añaden US\$27m.

Si bien las cifras resultan modestamente mejores a lo esperado, no implican una desviación significativa a nuestra estimación actual para la empresa en 2012 y 2013, por lo que no estamos haciendo cambios en nuestros supuestos generales, y por ende el ajuste en nuestras estimaciones en menor al incorporar estas cifras en nuestro modelo de valuación. Recientemente revisamos al alza nuestra recomendación para Cemex, de mantener a compra, ya que la propuesta de refinanciamiento sobre US\$7.25bn de su deuda cambiaría de forma significativa el perfil de riesgo de la empresa. No hemos cambiado el precio objetivo 2012, que permanece en P\$11.5.

Cemex – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,861.4	4,159.8	-7.2%	4,106.0	-1.3%
Utilidad de Operación	349.0	256.7	35.9%	376.8	46.8%
Ebitda	702.4	633.3	10.9%	681.3	7.6%
Utilidad Neta	-187.1	-208.8	-10.4%	8.9	-104.2%
Margen Operativo	9.0%	6.2%	287 pb	9.2%	300 pb
Margen Ebitda	18.2%	15.2%	297 pb	16.6%	137 pb
UPA	-0.172	-0.201	-14.2%	0.008	-104.07%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

COMERCIALES / Raquel Moscoso Armendariz

Chdraui (CHDRAUI B, COMPRA PO2012E P\$38.20)

Chdraui reportó crecimientos en Ventas y Ebitda de 15.0% y 7.5% respectivamente vs el 2T2011, en línea con nuestros estimados. Las ventas estuvieron impulsadas por un desempeño positivo en el indicador de VMT en México (+3.3%), lo que se compara favorablemente con el 1.8% obtenido el trimestre anterior. Por otro lado, apoyó la apertura de 24 tiendas en el territorio nacional y una en EUA durante los U12m. El desempeño observado en el indicador de VMT, estuvo apoyado por una agresiva propuesta comercial, como es característico de Chdraui, aunque las ventas consolidadas se vieron afectadas por una caída de 1.1% en las VMT en EUA.

El Margen Bruto de la compañía (19.7%), tuvo una caída de 0.6pp vs el 2T2011 (20.3%), mientras que el Margen Operativo se contrajeron en 0.6pp y 0.5pp a. La caída en el Margen bruto obedece sobre todo a la contracción del margen bruto de autoservicios en México, derivado de una mayor actividad promocional. A nivel operativo, la contracción se explica por varios factores: 1) El efecto de los gastos operativos de las 25 tiendas abiertas en los U12m, las cuales todavía no alcanzan su madurez en términos de ventas; 2) Incremento en gastos de tecnología por el mantenimiento de las licencias de SAP y otros sistemas en las áreas de Finanzas, Mercaderías y Logística y 3) Aumento en las tarifas de energía eléctrica, por alrededor del 8.0% vs el 2T2011.

Consideramos que el reporte de Chdraui, resultó muy positivo desde el punto de vista de los ingresos, aunque modesto a nivel operativo. El negativo impacto por las recientes aperturas así como por incrementos en las tarifas de electricidad, estimamos que se estaría revirtiendo en los próximos meses, en la medida en que las nuevas unidades alcancen su punto de maduración. Por otro lado, la implementación de los sistemas de SAP deberá verse traducido en eficiencias operativas. El indicador de VMT mostró mejoría vs el trimestre anterior y esperamos que esta tendencia se mantenga. Adicionalmente, la apertura de algunas tiendas "ancla, serán factores que estarán impulsando el crecimiento de Chdraui en el futuro. Las operaciones en EUA, están empezando a mostrar señales de mejoría, lo que deberá estar apoyando los resultados consolidados. Reiteramos recomendación de COMPRA y PO2012E de P\$38.20.

Chdraui – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	15,644	13,576	15.2%	15,390	1.6%
Utilidad de Operación	768	746	3.0%	729	5.4%
Ebitda	1,085	1,010	7.5%	1,047	3.6%
Utilidad Neta	419	445	-5.9%	428	-2.2%
Margen Operativo	4.9%	5.5%	-0.6pp	4.7%	0.2pp
Margen Ebitda	6.9%	7.4%	-0.5pp	6.8%	0.1pp
UPA	0.434	0.462	-5.9%	0.444	-2.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Soriana (SORIANA B, MANTENER PO2012E P\$43.0)

La emisora reportó crecimientos del orden de 11.6% y 8.5% en Ventas y Ebitda respectivamente. La Utilidad de Operación se incrementó en 10.9% , mientras que la Utilidad Neta se incrementó en 1.7%. Las cifras reportadas a nivel operativo, resultaron superiores a nuestros estimados para el trimestre.

Soriana mantiene un fuerte crecimiento en su indicador de VMT (+6.7%), lo que sumado a la apertura de 54 nuevas unidades (incremento de 6.0% en el piso de ventas), dieron como resultado el buen crecimiento de las Ventas. La compañía desde hace ya varios meses, ha estado llevando a cabo una agresiva estrategia promocional con el objeto de acentuar la percepción de precio más bajo entre los consumidores. Lo anterior, impactó negativamente el margen bruto en 100pb (20.5% en el 2T12 vs 21.5% en el 1T11. No obstante lo anterior, a nivel operativo los esfuerzos encaminados a controlar los gastos, en combinación con el incremento en las ventas se vieron traducidos en una disminución de 1pp en los gastos como porcentaje de las ventas (13.3%), lo que ayudó a compensar parcialmente este efecto. En el trimestre, el margen operativo tuvo un decremento de 0.1pp (5.0%), mientras que el Margen Ebitda cayó en 0.2pp (7.0%).

Consideramos que el reporte de Soriana, resultó positivo dada la menor presión a nivel operativo contra lo que habíamos observado en trimestres anteriores. El indicador de VMT fue de los mejores del sector y consideramos que en la medida en que se mantengan los positivos incrementos a unidades iguales, los márgenes se estarán estabilizando. La compañía dio un estimado de mejora de 20- 30pb para el Margen Ebitda consolidado del año, aunque nosotros preferimos una visión más cauta con Márgenes estables (7.1%). Estamos incrementando nuestro estimado en Ebitda para 2012 a 9.4% de un 6.0% previo, con el objeto de reflejar un mejor entorno en el consumo así como el efecto de las estrategias comerciales de la compañía. Por otro lado, también incrementamos nuestro P02012E para la compañía de P\$38.0 a P\$43.0, esto asumiendo un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 10.25x, el cual resulta consistente con el descuento de 40.0% vs Walmex al que tradicionalmente opera la compañía. La recomendación permanece en MANTENER, dado el fuerte avance que ha observado el precio de la acción en el transcurso del año (+27.5% vs 10.9% del IPyC), por lo que en nuestra opinión las buenas expectativas ya se han visto reflejadas casi en su totalidad en el precio de la acción.

Soriana – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	25,494	22,844	11.6%	26,520	-3.9%
Utilidad de Operación	1,286	1,159	10.9%	1,082	18.9%
Ebitda	1,791	1,651	8.5%	1,664	7.6%
Utilidad Neta	755	742	1.7%	721	4.7%
Margen Operativo	5.0%	5.1%	0.0pp	4.1%	1.0pp
Margen Ebitda	7.0%	7.2%	-0.2pp	6.3%	0.8pp
UPA	0.419	0.412	1.7%	0.401	4.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Walmart de México y Centroamérica (WALMEX V, COMPRA PO2012E P\$40.0)

Walmart de México y Centroamérica, reportó un incremento de 12.0% en Ventas y 14.7% en Ebitda. Las ventas del 2T2012 de Walmex se vieron impulsadas por una importante agresividad comercial por parte de Walmex. En México las VT se incrementaron en 103% mientras que el indicador de VMT de la compañía, durante el trimestre registró un crecimiento de 3.0%, apoyado en buena medida por un muy positivo desempeño durante el mes de junio. Las Ventas estuvieron apoyadas por las aperturas realizadas durante 2011, así como también por el crecimiento a VMT. Por otro lado, Centroamérica registró crecimientos más modestos, del orden de 0.4% en VMT y +7.5% a VT.

En México, los márgenes Operativo (7.1%) y Ebitda (9.2%) de Walmex se incrementaron durante el trimestre en 0.2pp. Por otro lado, el Margen bruto (22.8%) tuvo un crecimiento de 40pb vs el 2T11, esto como resultado de una menor merma y mejores negociaciones con proveedores. La mala administración de los inventarios en Centroamérica, orilló a la compañía a llevar a cabo una agresiva estrategia de rebajas con el objeto de reducir los altos niveles de inventario, lo que dio como resultado una caída de 110pb en el Margen Bruto de la región. A pesar de que se logró reducir el nivel de inventarios en 12.0%, estos todavía permanecen altos, por lo que anticipamos que el deterioro operativo en la región se mantendrá en el corto plazo.

En el primer semestre del año, la compañía ha sumado 136,000 m2 de piso de ventas, lo que equivale a un incremento menor al 3.0%. Anticipamos una segunda mitad activa en aperturas, con el objeto de alcanzar la meta de crecimiento de 8.0% en el piso de Ventas 2012. Las cifras reportadas por Walmex, mostraron una importante fortaleza a nivel operativo. Los resultados de México, anticipamos se mantendrán sólidos, aunque a nivel consolidado, Centroamérica continuará presionando. En general, el reporte resultó positivo, aunque no descartamos algo de preocupación por el lento crecimiento en el piso de Ventas. Los escándalos por corrupción, parecen empezar a perder fuerza, aunque la compañía anunció la creación de una nueva VP de cumplimiento, así como el reforzamiento de la estructura de cumplimiento bienes raíces y asuntos corporativos. Reiteramos COMPRA y PO2012E de P\$40.0.

Walmex – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	98,506	87,921	12.0%	96,790	1.8%
Utilidad de Operación	6,975	6,080	14.7%	6,696	4.2%
Ebitda	9,060	7,900	14.7%	8,765	3.4%
Utilidad Neta	4,936	4,523	9.1%	5,023	-1.7%
Margen Operativo	7.1%	6.9%	0.2pp	6.9%	0.2pp
Margen Ebitda	9.2%	9.0%	0.2pp	9.1%	0.1pp
UPA	27.8%	25.5%	9.1%	28.3%	-1.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

COMERCIO ESPECIALIZADO / Raquel Moscoso Armendariz

Aalsea (Aalsea* Mantener, PO2012E P\$20.50)

Aalsea reportó crecimientos del orden de 32.0% y 38.1% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas, aunque ligeramente mejor a nivel de Ebitda. El aumento en las Ventas, de la emisora se debe a varios factores: 1) La apertura de 136 unidades corporativas en los U12m, equivalente a un incremento de 11.0% en el número de unidades; 2) Un positivo desempeño en las VMT del trimestre (11.5%), apoyadas por la implementación de 0exitosas 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.

El positivo crecimiento en términos de unidades, sumado a la marginalidad obtenida en los gastos por el buen desempeño de las VMT, se vio traducido en una expansión de 1.2pp en el Margen Operativo (6.7%) y de 0.6ppen el Margen Ebitda del trimestre (12.6%).

Consideramos que el reporte resultó bastante positivo. Anticipamos que las mejoras desde el punto de vista operativo continuarán, en la medida en que Italianni's se incorpore totalmente a la plataforma de Alesa y se de un mayor apalancamiento de los gastos, así como mejores negociaciones con proveedores. Sin embargo en nuestra opinión la mayor parte de las positivas expectativas para la emisora ya se han visto reflejadas en el precio de la acción. Actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/Ebitda U12m de 11.3x, lo que equivale a un premio de 14.5% sobre su múltiplo FV/Ebitda promedio U12m de 9.87x, por lo que el potencial de apreciación ya resulta limitado ante una valuación justa. Reiteramos MANTENER e incrementamos PO a P\$20.5 de P\$19.0. Lo anterior, asumiendo un crecimiento en Ebitda de 35.5% y un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 9.75x (similar al promedio U12m).

Alesa – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,427	2,595	32.0%	3,398	0.8%
Utilidad de Operación	230	144	60.4%	234	-1.6%
Ebitda	433	313	38.1%	414	4.5%
Utilidad Neta	133	50	165.4%	117	13.9%
Margen Operativo	6.7%	5.5%	1.2pp	6.9%	-0.2pp
Margen Ebitda	12.6%	12.1%	0.6pp	12.2%	0.4pp
UPA	0.217	0.082	165.4%	0.190	13.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Grupo Famsa (GFAMSA A, Compra PO2012E P\$16.50)

La emisora reportó un crecimiento del orden de 5.3% en Ventas y de 68.0% en Ebitda. Los resultados, estuvieron en línea con nuestra expectativa de crecimiento en Ventas, aunque significativamente mejor en la línea del Ebitda (+33.0%). Las Ventas en México, se incrementaron 6.9%, impulsadas por un crecimiento en VMT del negocio comercial de 7.4%. La compañía ha venido reforzando de manera importante su estrategia comercial con el objeto de estimular la demanda en diversas categorías. Las estrategias implementadas aunadas a la introducción de nuevos modelos y el rediseño en la forma de exhibir el producto en las unidades, se tradujeron en un repunte en la venta de bienes duraderos, favoreciendo el margen Ebitda de la región (+3.9pp), el cual se ubicó en 15.7%.

En EUA, Famsa continúa con el proceso de liquidación de las operaciones en la zona oeste de este país. La emisora desde el principio dejó claro que uno de sus objetivos era privilegiar la cobranza y a la fecha el saldo de la cartera ha disminuido en 37.0% de US\$95m en diciembre de 2011 a US\$63m al cierre de junio. Las Ventas en pesos se incrementaron en 0.3%. Sin embargo, en términos de dólares disminuyeron 14.1%, afectadas por una caída de 13.7% en el indicador de VMT, debido a que la presión sobre el consumo en EUA aún persiste. No obstante lo anterior, esta zona consiguió aumentar su rentabilidad, gracias a los ahorros en gastos. El margen Ebitda que pasó a 6.8% en el 2T12 de 5.8% en el 2T11. Banco Ahorro Famsa, continúa mostrando un positivo desempeño, la captación bancario mostró un crecimiento de 18.8% durante el período y a través de la implementación de distintos productos de captación, el banco ha conseguido extender la duración de la base de depósitos, los cuales alcanzan un plazo promedio de alrededor de 143 días.

A pesar de que nos mantenemos cautelosos sobre el desempeño de las unidades en EUA, consideramos que con la desinversión de la región Oeste, Texas gradualmente debe empezar a mejorar. En México, creemos que un entorno de consumo más favorable, sumado a las iniciativas del banco, deberán ser factores que impulsen el crecimiento en los trimestres por venir. Estamos revisando nuestro estimado de crecimiento en Ebitda 2012 a la alza en 15.0% de un estimado original de \$1,970mdp a \$2,274mdp. Adicionalmente, estamos incrementando nuestro PO21012E de \$13.5 a \$16.5 (asumiendo un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 9.0x, similar a su promedio U3a de 8.75x).

Gfamsa – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,467	3,293	5.3%	3,551	-2.4%
Utilidad de Operación	551	290	89.8%	374	47.6%
Ebitda	623	371	68.0%	468	33.0%
Utilidad Neta	214	35	516.4%	118	81.8%
Margen Operativo	15.9%	8.8%	7.1pp	10.5%	5.4pp
Margen Ebitda	18.0%	11.3%	6.7pp	13.2%	4.8pp
UPA	0.487	0.079	516.4%	0.268	81.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Genomma Lab (LAB B, COMPRA PO2012E P\$32.50)

La emisora reportó Ventas y Ebitda de +20.9%, +10.87%, respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas, aunque por debajo en el rubro de Ebitda (7.4%). Este último, se vio afectado por gastos no recurrentes derivados del intento de adquisición de PBH, excluyendo este efecto (erogación de \$49.1mdp) el Ebitda del trimestre habría tenido un crecimiento de 22.7% (en línea).

El Margen Bruto de LAB, tuvo una contracción de 5.2pp vs el Margen de 70.7% obtenido en el 2T2011, ocasionado por un cambio en la mezcla de ventas del portafolio, donde los productos de mayor crecimiento son los de cuidado personal, los cuales que tienen un mayor costo de ventas como porcentaje de las Ventas Netas. Por otro lado, ante una menor disponibilidad de tiempo aire para anunciar los productos durante la temporada de elecciones, la compañía implementó diversas estrategias promocionales tanto con los clientes como en el punto de venta con el objeto de incentivar las ventas. La menor disponibilidad de tiempo aire favoreció los gastos, ocasionando que estos como porcentaje de las ventas disminuyeran 3.7pp, de 48.0% en el 2T11 a 44.3% durante este trimestre. Sin embargo, este efecto estuvo más que compensado por los gastos (2.3% de las ventas del trimestre) relacionados con el proceso de intención de compra de Prestige Brands Holdings (PBH). En el transcurso de 2012, la compañía ha lanzado 43 productos como extensiones de la línea base y lanzamientos del año anterior y 3 nuevos productos bajo marcas nuevas. Entre los nuevos productos, sobresale Sistema BG, medicamento de libre venta para tratar la calvicie y que ha tenido gran éxito, alcanzando ventas de P\$60m en los últimos 2m (2.9% ventas 2T12).

Estimamos que la segunda mitad del año podría ser muy positiva para Genomma Lab, especialmente al tomar en cuenta el factor de los juegos olímpicos y la mayor cantidad de audiencia televisiva. Por otro lado, los magníficos resultados obtenidos con la marca "Sistema BG", sumado al efecto de las recientes adquisiciones de marcas en cuidado personal, consideramos serán factores que continuarán apoyando el crecimiento de LAB en los próximos trimestres. Sin embargo, el mercado parece haber puesto un "castigo" a las acciones de LAB, después del fallido intento de adquisición de PBH. Por esta razón, y con el objeto de reflejar de alguna manera este efecto ajustamos nuestro PO2012E a P\$32.50, de P\$35.0, aunque reiteramos recomendación de COMPRA. Lo anterior, asumiendo un crecimiento en Ebitda de 24.5% y un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 13.0x (similar al promedio U12m de 13.25x).

Lab – Resultados al 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,467	3,293	5.3%	3,551	-2.4%
Utilidad de Operación	551	290	89.8%	374	47.6%
Ebitda	623	371	68.0%	468	33.0%
Utilidad Neta	214	35	516.4%	118	81.8%
Margen Operativo	15.9%	8.8%	7.1pp	10.5%	5.4pp
Margen Ebitda	18.0%	11.3%	6.7pp	13.2%	4.8pp
UPA	0.487	0.079	516.4%	0.268	81.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

CONGLOMERADOS / Carlos Hermosillo Bernal

Alfa (Alfa A, Mantener, PO 2012: P\$215.0)

Los números de Alfa en este 2T12 han resultado ligeramente superiores a nuestra expectativa, siendo en línea en lo que corresponde al desempeño de los ingresos (+17% a P\$51,568m), pero con una expansión mejor a lo estimado en la rentabilidad operativa, incluyendo tanto el EBITDA (+27% a P\$6,501m) como la utilidad operativa (+29% a P\$4,562m). En este último renglón nos ha sorprendido Nemark, la subsidiaria de autopartes, que ha logrado no sólo sostener la recuperación de márgenes lograda en los últimos doce meses, sino que los ha mejorado todavía más y con lo que éstos se colocan notablemente por arriba de su historia reciente, constituyendo la principal diferencia entre el reporte y nuestra expectativa. La utilidad neta para este trimestre cae 29% a P\$1,512m ya que a pesar del buen desempeño operativo, la empresa sufre de un aumento sensible en su costo financiero, principalmente reflejando las variaciones de tipo de cambio durante este trimestre. No es, en nuestra opinión, un punto en el que debamos obsesionarnos dado el entorno económico actual y la cobertura natural que Alfa posee en sus operaciones; es un impacto que sería temporal, en caso de que el peso se aprecie, o que de lo contrario sería compensado en los próximos trimestres conforme las operaciones acarreen el beneficio de su naturaleza dolarizada.

Salvo por la recuperación de márgenes en Nemark, y en cierta medida también en Sigma, los resultados operativos en las subsidiarias de Alfa muestran crecimientos moderados una vez medidos en dólares, y por ende el crecimiento que vemos al traducirlos a pesos refleja parte del deslizamiento del peso en los últimos doce meses. No es un crecimiento explosivo, pero sí un desempeño plausible y muy sólido que subraya la atinada estrategia de la empresa durante los años pasados.

Alfa – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	51,568.3	44,260.2	16.5%	51,004.8	15.2%
Utilidad de Operación	4,562.2	3,535.5	29.0%	3,991.6	12.9%
Ebitda	6,501.0	5,118.0	27.0%	5,965.5	16.6%
Utilidad Neta	1,511.5	1,947.0	-22.4%	1,732.6	-11.0%
Margen Operativo	8.8%	8.0%	86 pb	7.8%	-16 pb
Margen Ebitda	12.6%	11.6%	104 pb	11.7%	13 pb
UPA	2.924	3.648	-19.8%	3.341	-8.43%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

FINANCIERO / Marissa Garza Ostos

Compartamos (COMPAR C, Compra, PO 2012 \$17.00)

Los resultados de COMPARC al 2T12 fueron mixtos. La contribución de Financiera CREAR en Perú y las operaciones de Guatemala contribuyeron positivamente a los crecimientos en clientes y cartera. No obstante, a nivel neto, las utilidades obtenidas por P\$408 millones (-24.4% A/A) se situaron por debajo de lo esperado, afectadas por mayores gastos a lo previsto, dada la agresiva estrategia de expansión de la compañía implementada este trimestre.

COMPARC mantuvo un sólido ritmo de crecimiento en clientes y cartera, en línea con nuestros estimados, apoyados principalmente por la consolidación de las operaciones de Financiera CREAR en Perú. El número de clientes atendidos al cierre del 2T12 ascendió a un total de 2.54 millones mostrando un crecimiento anual del 15.0%. En México los clientes se incrementaron en 13.2% A/A, mientras que la incorporación de las operaciones en Perú contribuyó con el 4.7% de los clientes atendidos. Consecuentemente, la cartera total creció 43.1% A/A al ubicarse en P\$15,442 millones. Respecto del 1T12, la cartera mostró un incremento del 3.8%. Impulsado por los crecimientos en clientes y cartera, el Margen Financiero aumentó 23.0% A/A. Los ingresos por intereses aumentaron 25.9%, siendo México el mayor contribuyente con más del 90% de participación, mientras que los gastos por intereses crecieron 80.0%, por la consolidación de Crear, que cuenta con tasas de fondeo y apalancamiento mayores. Por lo que respecta a las provisiones, éstas aumentaron 97% A/A, en línea con lo previsto.

A pesar del sólido desempeño en el Margen Financiero, el crecimiento en los gastos operativos del 47.7% A/A fue mayor a lo anticipado. Esto afectó las utilidades obtenidas a nivel neto al ubicarse en P\$408 millones (por debajo de nuestro estimado de P\$494 millones) y reflejando una contracción interanual del 24.4%. Lo anterior se explica por la acelerada estrategia de crecimiento y expansión de la compañía observada este trimestre. Con la apertura de 46 oficinas de servicio, la compañía alcanzó 521 oficinas, cumpliendo ya prácticamente con la totalidad de las aperturas programadas para este 2012. Es importante mencionar que si bien ya se anticipaba un fuerte crecimiento en los gastos operativos, estos se encuentran en el punto más alto del periodo de inversiones y esperamos se vayan absorbiendo mejor a partir del próximo trimestre. La mayor parte de los gastos en los primeros dos trimestres del año se encuentran relacionados con la apertura de oficinas y expansión de la compañía (gastos orgánicos), mientras que hacia el tercero y cuarto trimestres comenzaremos a ver de manera más acelerada los gastos relacionados con la implementación de proyectos estratégicos tales como el SAP, los *handhelds* para promotores, el proyecto piloto de red de corresponsales, entre otros.

El índice de cartera vencida a cartera total (CV/CT) se ubicó en 3.0%, por arriba del 2.86% del 1T12, pero en línea con lo esperado. La mayor participación de los créditos individuales que conllevan mayores índices de CV/CT en la mezcla de productos del banco y la incorporación de CREAR, así como la mayor competencia observada en México ha presionando este indicador.

A pesar de que los resultados se situaron por debajo de nuestro estimado a nivel neto, esperamos que una mejor absorción de los gastos orgánicos a partir del próximo trimestre compense la mayor debilidad registrada este periodo, y la compañía alcance nuestro estimado de utilidad neta para este año P\$2,045 millones (+2.5% A/A). Por lo anterior, consideramos que cualquier baja en el precio de la acción representa una atractiva oportunidad de entrada para el inversionista con un horizonte de mediano a largo plazo. Al incorporar los resultados, las acciones de COMPARC cotizan a un P/U de 13.3x y un P/VL de 3.4x, en línea con el promedio observado en el último año.

Comparc – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ingresos Financieros	2,346	1,863	25.9%	2,291	2.4%
Margen Financiero	2,175	1,768	23.0%	2,131	2.1%
Utilidad de Operación	660	764	-13.6%	724	-8.8%
Utilidad Neta	408	540	-24.4%	494	-17.4%
Indicadores					
ROE	23.9%	33.8%	-9.8pp	27.3%	-3.40pp
CV/CT	3.0%	2.0%	1.00pp	3.0%	0.00pp

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

INFRAESTRUCTURA / José Itzamna Espitia Hernández

Ica (ICA*, Compra, PO 2012 \$29.50)

El 27 de julio, Ica reportó resultados al 2T12 con crecimientos anuales en Ingresos de 23.3%, en Utilidad Operativa de 8.9% y en Ebitda Ajustado de 13.7%, ubicándose en P\$12,527m, P\$1,030m y P\$1,831m, respectivamente.

Todos los segmentos de negocio de Ica tuvieron alzas en sus, siendo los de mayor crecimiento: Construcción Civil, Construcción Industrial y Concesiones, con incrementos de 21%, 56% y 34%, respectivamente.

La Utilidad de Operación tuvo un incremento de 8.9% respecto al 2T11, colocándose en P\$1,030m. Los segmentos que más contribuyeron al crecimiento de este rubro fueron: Construcción Civil, Construcción Industrial y Aeropuertos. El margen de operación disminuyó 109 pb, con lo cual dicho margen se encuentra en 8.2%. Esto se debió a que el costo de ventas y los gastos generales tuvieron alzas de 25% y 28% (destacando los aumentos en los segmentos de Vivienda y Concesiones), respectivamente; que fueron mayores al presentado en los ingresos (23%).

El Ebitda Ajustado tuvo un incremento de 13.7%, ubicándose en P\$1,831m. El margen Ebitda tuvo una disminución en 123 pb, con lo cual se ubicó en 14.6%. El monto de capitalización de intereses (que se suma al Ebitda para obtener el Ebitda Ajustado) tuvo un aumento notable de 89% (representando 4.4% de las ventas vs. 2.8% en el 2T11). Lo anterior, junto con la debilidad operativa de los segmentos de Vivienda y Concesiones, llevó a una menor rentabilidad de Ica en el 2T12.

La Utilidad Neta Mayoritaria presentó un aumento de 9.7%, ubicándose en P\$170m, debido principalmente al incremento en los resultados operativos del grupo y un monto similar de impuestos en relación al 2T11, que más que compensaron el incremento de 22% en el resultado integral de financiamiento de la compañía ante una pérdida por la depreciación del peso respecto al dólar.

La Deuda Total de la empresa ascendió a P\$57,593m, creciendo +52.5% vs 2T11 y +13.1% vs 1T12. Del total de la deuda de la compañía: 37.2% corresponde a Construcción Civil, 0.2% a Construcción Industrial, 35.9% a Concesiones, 3.7% a Aeropuertos, 2.7% a Vivienda y 20.3% es corporativa. La deuda correspondiente a la Yesca representa más del 24% del total, la cual debería ser pagada al concluirse la obra a finales del 2012. Hay que recordar que para Ica el nivel de Deuda no es un factor que disminuya fácilmente dado que la mayoría se compone de deuda-proyecto; sin embargo, el elevado apalancamiento de la compañía es un factor que juega en contra para la compañía en el mercado.

Consideramos que los resultados consolidados de Ica no tuvieron una variación significativa contra nuestros estimados—la mayor desviación en utilidad neta obedece a efectos cambiarios. En la parte positiva, Ica sigue reportando crecimientos de doble dígito en Ventas (por arriba de nuestros estimados) y Ebitda ajustado (ligeramente por debajo de nuestros estimados); no obstante, su rentabilidad se vio disminuida en el trimestre. Al incluir los resultados de Ica del 2T12 en nuestros números, nuestras estimaciones para 2012 son: aumento en Ingresos de 14.6% y en Ebitda Ajustado de 13.4%, con un margen Ebitda Ajustado de 15.7%. Reiteramos nuestra recomendación de Compra con un PO 2012E de \$29.50 por acción.

Ica – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	12,527	10,163	23.3%	11,748	6.6%
Utilidad de Operación	1,030	946	8.9%	1,185	-13.1%
Ebitda	1,831	1,610	13.7%	1,887	-3.0%
Utilidad Neta	170	155	9.7%	268	-36.7%
Margen Operativo	8.2%	9.3%	-1.1pp	10.1%	-1.9pp
Margen Ebitda	14.6%	15.8%	-1.2pp	16.1%	-1.5pp
UPA	0.28	0.24	16.7%	0.44	-36.3%

Fuente: Empresas ICA, Banorte-Ixe

MEDIOS DE COMUNICACIÓN / Manuel Jiménez Zaldivar**Grupo Televisa (TLEVISA CPO, Compra, PO 2012 \$65.00)**

Los resultados de Grupo Televisa fueron positivos y en línea con nuestros estimados, las cifras reportadas confirman nuestro escenario para el 2012. Durante el trimestre, las campañas políticas en México provocaron una disminución en la demanda de espacios publicitario por parte de algunos anunciantes lo cual fue compensado por mayores ventas de programación; esperamos una reactivación durante el 3T12 en la venta de publicidad debido a la celebración de los Juegos Olímpicos y la ausencia de propaganda política. La penetración de los servicios de televisión de paga continúa aumentando debido a una reducción en las tarifas por la introducción de nuevos paquetes siendo el principal detonador en los ingresos de las subsidiarias de TV de Paga.

La compañía reportó un monto de \$16,984 mdp en los ingresos consolidados (+3.1% vs nuestro estimado) lo que representa un crecimiento anual del 12.3%; dentro de esta cifra destacan los crecimientos de doble dígito en la mayoría de los segmentos de negocios. Los negocios de TV de paga continúan siendo el principal detonador del crecimiento por la expansión de nuevos clientes. Sky reportó un crecimiento de 13.6% en sus ingresos debido a un aumento de 26.9% en la base de suscriptores que incluye 267.1 mil adiciones netas por la introducción de paquetes de menores tarifas. En el negocio de Cable & Telecomunicaciones se reportó un avance de 16.2% en las ventas debido al crecimiento de 15.3% en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI).

Televisa reportó un Ebitda de \$6,707 mdp, es decir, un incremento de 13.7% A/A lo que equivale a un margen de Ebitda de 39.5% (+50pbs) siendo en línea con nuestro estimado de \$6,615 mdp. La expansión en el margen de Ebitda se debe a una mayor rentabilidad en el negocio de Cable y Telecomunicaciones y en el segmento de Otros negocios compensando la presión en los márgenes de Contenidos, Sky y Editoriales. La utilidad neta mayoritaria del trimestre fue \$1,396 mdp siendo una caída anual de 16.0% afectada principalmente por los mayores costos financieros (pérdidas cambiarias y ajuste en valor de Iusacell) así como un alza de 14.7% en la provisión para impuestos.

Tlevisa – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	16,984	15,126	12.3%	16,469	3.1%
Utilidad de Operación	4,668	4,098	13.9%	4,480	4.2%
Ebitda	6,707	5,898	13.7%	6,615	1.4%
Utilidad Neta	1,396	1,661	-16.0%	1,959	-28.7%
Margen Operativo	27.5%	27.1%	0.40pp	27.2%	0.30pp
Margen Ebitda	39.5%	39.0%	0.50pp	40.2%	-0.70pp
UPA	\$0.489	\$0.590	-16.9%	\$0.692	-29.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Megacable Holdings (MEGA CPO, Compra, PO 2012 \$32.50)

Las cifras de Megacable del 2T12 fueron inferiores a nuestros estimados, la principal diferencia entre las cifras reportadas y nuestros estimados son los ingresos promedio por suscriptor (ARPU) de internet y telefonía, estos ARPUs fueron presionados por menores tarifas siendo un efecto del empaquetamiento de servicios así como la migración de clientes hacia paquetes más económicos.

Megacable reportó 3.26 millones de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) lo que representa 51.1 mil adiciones netas y un incremento anual del 15.8%; las adiciones netas fueron ligeramente inferior a nuestro estimado de 68.9 mil. Por tipo de servicio las UGI crecieron: 13.6% en Video, 24.5% en Internet de banda ancha y 13.5% en telefonía. Los cambios en las políticas de reconexión de suscriptores a finales del 2011 han mejorado la tasa de desconexión de clientes. Los efectos mencionados anteriormente provocaron una caída en el ARPU de 6.1% a \$228 mensuales por UGI; el servicio de telefonía fue el más afectado por la migración de clientes hacia paquetes de menores costos con una disminución de 14.0% en el ARPU a \$181 mensuales.

La compañía reportó ingresos consolidados de \$2,191 mdp +9.1% vs 2T11 como combinación de un avance en UGI y la caída en ARPU, los ingresos por Internet de banda ancha registraron el mayor avance +13.9%. La erosión de los ingresos por suscriptor, el traslado al cliente de menores tarifas de interconexión y mayores costos de programación derivado de la mayor base de UGI (las empresas de Cable pagan a las casas productoras de contenido una tarifa por suscriptor) y la depreciación del tipo de cambio provocaron una erosión en los márgenes; se reportó un Ebitda de \$925 mdp (+3.9% A/A) lo que equivale a un margen de Ebitda de 42.2%, es decir, una reducción de 2.1pp. El rápido crecimiento de la red y las adquisiciones de los últimos trimestres ha provocado un alza de 27.7% en el cargo de depreciación por lo que ahora representa el 15.2% de los ingresos consolidados vs 12.9% en el 2T11. El efecto de la depreciación en combinación con una pérdida en subsidiarias no consolidadas representaron un impacto para la utilidad neta la cual descendió \$443 mdp -8.4% A/A.

Mega – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,191	2,009	9.1%	2,290	-4.3%
Utilidad de Operación	592	629	-5.9%	668	-11.4%
Ebitda	925	889	3.9%	1,012	-8.6%
Utilidad Neta	443	484	-8.4%	492	-9.9%
Margen Operativo	27.0%	31.3%	-4.3pp	29.2%	-2.2pp
Margen Ebitda	42.2%	44.3%	-2.1pp	44.2%	-2.0pp
UPA	\$0.516	\$0.564	-8.5%	\$0.572	-9.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Televisión Azteca (AZTECA CPO, Compra, PO 2012 \$10.00)

Los resultados de Televisión Azteca fueron inferiores a nuestros estimados; la diferencia principal entre lo reportado y nuestras proyecciones radica en mayores costos de programación que opacaron el avance registrado en los ingresos.

Azteca reportó que sus ventas consolidados ascendieron a \$2,994 mdp +6.3% A/A y en línea con nuestro estimado. Durante las campañas políticas la disponibilidad de tiempo para la venta de publicidad normalmente disminuye sin embargo la demanda de los anunciantes fue positiva lográndose un crecimiento de 5% en las ventas de publicidad contribuyendo con el 90.4% de los ingresos totales. Los ingresos de Azteca America, subsidiaria en EU, crecieron 15% A/A debido a mayores ventas de publicidad así como el efecto de conversión de moneda extranjera. Por último, las ventas de exportación de programación aumentaron 84.2% vs 2T11 teniendo un impacto limitado sobre los ingresos consolidados ya que representaron únicamente el 2.0%.

Aunque gran parte de la programación que Azteca transmite en México es utilizada posteriormente por Azteca America, la empresa requiere realizar programación específica para satisfacer la demanda de los anunciantes en EU incurriendo en mayores costos de producción y programación. La compañía menciona que esto fue la principal razón del incremento de 12% en los costos de producción en este trimestre. El incremento en costos anuló el avance de los ingresos por lo que la compañía reportó un cambio marginal en el Ebitda manteniéndose este en \$966 mdp (+0.2% A/A) representando un margen de Ebitda de 32.8% -140pb vs 2T11.

La debilidad del peso provocó un alza en los intereses pagados de los pasivos denominados en dólares y una pérdida cambiaria de \$210 mdp siendo muy superior a la pérdida de \$8 mdp en el mismo trimestre del año anterior. Es por esto que Azteca reportó un crecimiento de 138.8% en el costo financiero (RIF). El cambio en el RIF y un aumento de 7.6% en la provisión para impuestos borró casi por completo la utilidad neta para ubicarse en \$40 mdp.

Tvaztca – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,994	2,817	6.3%	2,944	1.7%
Utilidad de Operación	732	775	-5.5%	835	-12.3%
Ebitda	966	964	0.2%	1,025	-5.7%
Utilidad Neta	40	394	-89.8%	383	-89.5%
Margen Operativo	24.8%	27.5%	-2.7pp	28.4%	-3.6pp
Margen Ebitda	32.8%	34.2%	-1.4pp	34.8%	-2.0pp
UPA	\$0.013	\$0.132	-89.7%	\$0.128	-89.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

METALES Y MINERÍA / Marissa Garza Ostos**Grupo México (GMEXICO B, Compra, PO 2012 \$44.00)**

Tal como anticipábamos, GMéxico mostró resultados en el 2T12 afectados por la debilidad en los precios del cobre (-14.7% A/A). No obstante, los mayores volúmenes de venta (+6.1), gracias a las mayores leyes de mineral y recuperaciones en las principales minas de la compañía que lograron compensar parcialmente los menores precios del cobre, son muestra clara de que GMéxico mantiene sólidos fundamentales. En línea con nuestras expectativas, las ventas consolidadas ascendieron a US\$2,546 millones, mostrando una disminución interanual del 6.6%, que se explica principalmente por los resultados obtenidos en la división minera (AMC). Por su parte, el EBITDA consolidado se ubicó en US\$1,291 millones, mostrando una contracción del 7.2% A/A. A pesar de la disminución en los precios del cobre, el margen EBITDA reflejó una contracción de apenas 30pb al ubicarse en 50.7%, lo cual se explica por la optimización en el uso de la capacidad instalada en AMC y mayores eficiencias en la división de transporte (ITM). A nivel neto, GMEXICO obtuvo utilidades por US\$624 millones, mostrando una disminución del 5.0% vs. 2T11, en línea con los resultados operativos.

La compañía dio a conocer el monto del dividendo que será distribuido este trimestre, a razón de P\$0.40 por acción. Este dividendo será pagado en efectivo en una sola exhibición a partir del 9 de agosto próximo. Este dividendo es 10% inferior a nuestro estimado, pero sigue representando un rendimiento trimestral muy atractivo, del 1.0% sobre precios actuales.

Aún cuando los fundamentales el cobre se mantienen sólidos, estamos ajustando en nuestro modelo el precio promedio del cobre en 2012 desde US\$3.90 por libra a US\$3.70 (-5.0%), en línea con el promedio que hemos observado en la primera mitad del año. Recordemos que la recuperación de los precios del cobre se encuentra íntimamente ligada a las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial y muy particularmente en China, y no solo a los fundamentales del metal, por lo que preferimos ser cautelosos en nuestro estimado.

Al incorporar el nuevo estimado para el precio del cobre, nuestras proyecciones 2012 ahora asumen ingresos por US\$10,648 millones (antes US\$10,840 m) y EBITDA por US\$5,372 millones (antes US\$5,512 m) representando incrementos anuales del 2.0% y 4.2%, respectivamente.

Ajustamos nuestro precio objetivo para 2012 a P\$44.00 (previo P\$46.00), al haber incorporado a nuestro modelo de proyecciones y valuaciones el nuevo precio promedio estimado para el cobre de US\$3.70 por libra, lo que representaría un rendimiento potencial del 14% sobre precios actuales. En base a nuestro precio objetivo, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA 2012E de 4.8x, similar al promedio observado en el último año. A pesar de que las acciones de GMEXICO se han pagado a múltiplos VE/EBITDA estimados superiores (5.6x promedio de los últimos 3 años), consideramos que mientras el sentimiento de aversión al riesgo continúe dados los temores e incertidumbre respecto al crecimiento económico global particularmente con la crisis en Europa y las perspectivas de desaceleración en China, no creemos que el mercado esté dispuesto a pagar múltiplos mayores. Consideramos que el descuento que representan hoy en día los niveles de valuación de GMéxico respecto de sus pares internacionales (-15%) es muy atractivo. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA, sustentada en los sólidos fundamentales de la compañía, fuerte generación de efectivo, atractivos dividendos y valuación.

Gmexico – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,546	2,726	-6.6%	2,592	-1.7%
Utilidad de Operación	1,102	1,253	-12.1%	1,200	-8.2%
Ebitda	1,291	1,391	-7.2%	1,318	-1.9%
Utilidad Neta	624	657	-5.0%	665	-6.1%
Margen Operativo	43.3%	46.0%	+2.7pp	46.3%	-3.0pp
Margen Ebitda	50.7%	51.0%	-0.3pp	50.8%	-0.1pp
UPA	\$0.08	\$0.08		\$0.09	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

PETROQUIMICAS / Raquel Moscoso Armendariz**Mexichem (MEXCHEM* COMPRA, PO2012E P\$64.0)**

Mexichem publicó un crecimiento en Ventas y Ebitda de 43.4%, y en 32.5% respectivamente. Las ventas estuvieron impulsadas por un aumento de 20.0% en los precios de venta y de 23.0% en los volúmenes. Lo anterior, favorecidos por la integración de Wavin en los resultados. El incremento en el Ebitda se debió principalmente a los mejores precios de venta, así como también por una disminución en el costo de la energía, debido a precios más competitivos de gas en Norteamérica y a las inversiones en maquinaria y equipo que ha venido llevando a cabo la emisora con el objeto de fabricar productos diferenciados. Adicionalmente, también ayudó la incorporación de Fluorita de México y Wavin.

La cadena Flúor, tuvo un crecimiento de 8.0% en Ventas y 4.0% en Ebitda. Los volúmenes presentaron un crecimiento de 19.0%, mientras que los precios se contrajeron en 11.0%, principalmente por una caída de precios en el segmento de refrigerantes. La caída en los precios, se ha visto parcialmente compensada por incrementos de precio en fluorita, ácido fluorhídrico y fluoruro de aluminio. El Ebitda se incrementó en 4.0%, apoyado por mayores ventas y menores costos y gastos de operación. La cadena Cloro – Vinil mostró un aumento de 8.0% en las ventas debido a un incremento de 13.0% en los precios de venta de sosa y compuestos. Sin embargo, los volúmenes tuvieron una caída de 5.0% durante el trimestre. El Ebitda se incrementó en 23.0% apoyado por mejores precios de venta, así como por el efecto de las sinergias en las adquisiciones de Alphagary y Policyd. La división de soluciones integrales aumentó sus ventas en un 101%, resultado de un incremento de 82.0% en los volúmenes y de 19.0% en los precios. Lo anterior, favoreció el crecimiento de 78.0% observado en el Ebitda. Los extraordinarios crecimientos de esta cadena tienen su origen en la incorporación de los resultados de Wavin.

Los buenos resultados de Mexichem estuvieron impulsado principalmente por la incorporación de Wavin y mejores precios en general. Actualmente, la mayor parte de sus plantas se encuentran operando a plena capacidad, con una demanda sólida para sus productos impulsada por proyectos de infraestructura y vivienda lo que podría seguir apoyando el desempeño de los precios. Lo anterior, sumado a la incorporación de Wavin y las sinergias que se han empezado a obtener con esta adquisición (consumo de resina, transferencia de tecnología y reestructura de pasivos), serán algunos de los factores que continuarán apoyando el buen desempeño de la compañía. Reiteramos COMPRA y PO2012E de P\$64.0.

Mexchem – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	17,634	12,295	43.4%	17,828	-1.1%
Utilidad de Operación	2,914	2,262	28.8%	2,890	0.8%
Ebitda	3,953	2,984	32.5%	3,900	1.4%
Utilidad Neta	1,553	1,326	17.1%	1,709	-9.1%
Margen Operativo	16.5%	18.4%	-1.9%	16.2%	-0.3%
Margen Ebitda	22.4%	24.3%	-1.9%	21.9%	-0.5%
UPA	86.3%	73.7%	17.1%	92.9%	6.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

TELEFONÍA / Manuel Jiménez Zaldivar

América Móvil (AMX L, Mantener, PO 2012 \$19.00)

Los resultados de América Móvil al 2T12 fueron en línea con nuestros estimados a nivel operativo pero inferiores a nivel de la utilidad neta. En este reporte observamos una presión en la rentabilidad de las subsidiarias más importantes derivado de la desaceleración económica, menores tarifas de interconexión móvil y un mayor subsidio por la migración hacia smartphones.

En el trimestre, Amx obtuvo 5.9 millones de adiciones netas (vs 6.1 millones estimado) con lo que la base de suscriptores celulares finalizó en 251.8 millones es decir un avance de 6.7% A/A; esta cifra incluye la adquisición de Simple Mobile en Estados Unidos que contribuyó con 1.1 millones de suscriptores. Las adiciones netas de las Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) a nivel consolidado ascendieron a 1.65 millones +15.8% vs las adiciones del 2T11 siendo impulsadas por una fuerte demanda en servicios de TV de paga en Brasil; la base de UGI se ubicó en 61.2 millones +12.4% A/A.

Amx reportó ingresos consolidados de \$191,739 mdp +9.3% vs 2T11 debido a la expansión de la base de suscriptores así como un aumento en el ingreso promedio por suscriptor derivado de una mayor adopción de servicios de mayor valor agregado (Internet móvil, banda ancha fija y TV de paga) a pesar de menores tarifas de terminación móvil. En la mayoría de los países se registró un incremento en el costo del servicio por mayores costos de programación de TV de paga y operativos por la expansión de las redes así como mayores subsidios en teléfonos celulares; es por esto que Amx reportó un crecimiento de solo 3.1% en el Ebitda, es decir un monto de \$65,465 mdp lo que representa un margen de Ebitda de 34.1% (-2.1pp vs 2T11). La fortaleza del dólar frente a las monedas latinoamericanas provocó en Amx una pérdida cambiaria de \$16,087 mdp. La presión en los márgenes y mayores costos financieros repercutieron en la utilidad neta la cual cayó 45.5% a \$13,250 mdp. xxx

Durante el trimestre Amx concretó la oferta pública por el 27.7% de Koninklijke KPN cuyo monto ascendió a €3,000 millones. Derivado de estas adquisiciones (KPN, Simple Mobile, Austria Telekom) y la depreciación del tipo de cambio, la deuda con costo de Amx ascendió a \$424,102 mdp es decir un aumento anual de 39.4%. Adicionalmente en el trimestre, la compañía destinó \$5,800 mdp a recompra de acciones propias, \$29,000 mdp a inversiones de capital. Tal como esperábamos la razón de Deuda Neta a Ebitda se ubicó en 1.4x vs 0.9x en el 2T11 y 1.2x del 1T12.

Amx – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	191,739	175,495	9.3%	198,291	-3.3%
Utilidad de Operación	39,117	39,494	-1.0%	41,509	-5.8%
Ebitda	65,465	63,467	3.1%	68,540	-4.5%
Utilidad Neta	13,250	24,315	-45.5%	18,845	-29.7%
Margen Operativo	20.4%	22.5%	-2.1pp	20.9%	-0.5pp
Margen Ebitda	34.1%	36.2%	-2.1pp	34.6%	-0.5pp
UPA	\$0.174	\$0.310	-43.9%	\$0.248	-29.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Axtel (AXTEL CPO, Venta, PO 2012 \$3.25)

Los resultados de Axtel al 2T12 los calificamos como débiles siendo sustancialmente inferiores a nuestros estimados y a los del consenso del mercado. Los elementos que han influido en los resultados son: una mayor competencia entre operadores, el proceso de terminación del contrato con Nextel y una disminución en las tarifas como efecto del empaquetamiento de servicios.

Los indicadores de los servicios de voz continúan deteriorándose, la empresa registró una caída de 0.4% en la base de líneas en servicio, el tráfico de llamadas totales disminuyó 7.2% mientras que el tráfico de llamadas a celular cayó 49.4% debido a una menor actividad de Nextel, el empaquetamiento de servicios y competencia con otros operadores. . Un elemento que no esperábamos es la desaceleración en la contratación de servicios de internet, la empresa menciona que se debe a falta de capacidad en su red de Wimax así como el lento despegue de su servicio de Fibra al Hogar (FTTH); la empresa obtuvo 18 mil adiciones netas de banda ancha vs 27 mil que estimábamos.

La empresa atraviesa por una fuerte presión en su rentabilidad, en el trimestre se reportó un Ebitda de \$703 mdp representando una caída de 25.0% A/A y una contracción de 8.7pp en el margen de Ebitda para ubicarse en 26.1%. La empresa menciona que excluyendo la venta de equipo su margen hubiera sido del 29%. La erosión de los servicios de voz dificulta la absorción de costos fijos por lo que hemos incorporado menores márgenes en nuestros estimados lo cual nos aleja más de las metas establecidas por la compañía. En el costo financiero la empresa reportó una importante pérdida cambiaria (\$703 mdp) que compara negativamente con una ganancia de \$111 mdp en el 2T11. La debilidad operativa y el efecto de la depreciación del peso provocaron una pérdida neta de \$977 mdp casi el doble de lo que esperábamos.

Axtel – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,688	2,693	-0.2%	2,609	3.0%
Utilidad de Operación	(63)	134	N.A.	76	-182.8%
Ebitda	703	937	-25.0%	834	-15.7%
Utilidad Neta	(977)	(21)	N.A.	(514)	90.0%
Margen Operativo	(2.3%)	5.0%	-7.3pp	2.9%	-5.2pp
Margen Ebitda	26.1%	34.8%	-8.7pp	32.0%	-5.9pp
UPA	(\$0.780)	(\$0.017)	N.A.	(\$0.410)	90.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Maxcom Telecomunicaciones (MAXCOM CPO, Venta, PO 2012 \$3.50)

Los resultados de Maxcom al 2T12 los calificamos como débiles siendo en línea con nuestros estimados. Aunque la empresa nos ha sorprendido con un alza en las Unidades Generadoras de Ingreso nos preocupa el deterioro que han sufrido los ingresos de Maxcom como consecuencia de la fuerte competencia que han ejercido el resto de los operadores provocando una baja sustancial en las tarifas del servicio de mayoreo.

Por cuarto trimestre consecutivo la empresa logra una expansión en la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) obteniendo 15,330 adiciones netas lo que representa un avance de 5.7% A/A para finalizar en 577 mil UGI. Aunque es positivo este crecimiento, este se ha dado en el segmento residencial cuya generación de ingreso por suscriptor es bastante limitada dado el segmento socioeconómico por el que está desplegada su red. Al cierre del 2T12 los UGI residenciales representaban el 77.7% de las UGI totales vs el 75.1% del 2T11. La empresa también ha logrado una modesta expansión (+4.5%) en las UGI comerciales mientras que las UGI de telefonía fija han caído 8.9% A/A y las UGI de mayoreo han retrocedido 23.2%.

Maxcom reportó ingresos consolidados de \$517 mdp siendo una caída anual de 12.7% y 6% inferior a nuestro estimado. A pesar del avance en UGI la empresa no ha podido frenar la caída en el ingreso promedio por UGI (ARPU); en esta ocasión el ARPU retrocedió 16.1% A/A a \$302 mensuales principalmente por la reducción de 29.5% A/A en las tarifas de mayoreo y de 13.7% en telefonía pública. En este trimestre, Maxcom reportó un Ebitda de \$170 mdp -16.2% A/A lo que equivale a un margen de Ebitda de 32.9% siendo un ajuste de 1.4pp. La incertidumbre internacional provocó una depreciación en la mayoría de las monedas frente al dólar, el peso no fue la excepción. La debilidad cambiaria le provocó a Maxcom una pérdida financiera de \$119 mdp comparando negativamente con una utilidad de \$5 mdp en el mismo trimestre del año anterior. A nivel neto, la empresa reportó una pérdida de \$239 mdp.

Maxcom – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	517	592	-12.7%	550	-6.0%
Utilidad de Operación	(24)	19	N.A.	2	N/A,
Ebitda	170	203	-16.2%	172	-1.1%
Utilidad Neta	(239)	(46)	N.A.	(138)	N.A.
Margen Operativo	(4.8%)	3.3%	-8.0pp	0.3%	-5.2pp
Margen Ebitda	32.9%	34.3%	-1.4pp	31.3%	1.6pp
UPA	(\$2.120)	(\$0.408)	N.A.	(\$1.225)	N.A.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

VIVIENDA / Carlos Hermosillo Bernal

Consorcio Ara (Ara *, Mantener, PO 2012: P\$4.80)

Los resultados de Ara en este 2T12 han presentado nuevamente una afectación notable derivada por una parte de complicaciones en la operación de programas de financiamiento con Fovisste y por otra, de los retrasos en la titulación de unidades sujetas a subsidio Conavi, que también han sido retrasadas por cuestiones relacionadas a la complejidad de su operación. Ara reporta una caída de 18% en sus ingresos, en P\$1,569m, mientras que el EBITDA cae 24% a P\$309m ya que el ajuste en gastos de operación (-9%) sólo alcanza compensar hasta cierto punto el menor nivel de facturación, incidiendo así en 1.4pp sobre el margen de dicho indicador. Consecuentemente, la utilidad neta se desploma 32% a P\$155m. Por su parte, el frente financiero mantiene una solidez destacable e incluso mejora desde el cierre de marzo, logrando una reducción de 6% en la deuda neta, luego de alcanzar un flujo de efectivo libre positivo por P\$154m.

La deuda neta cae 6% durante el trimestre y se coloca en P\$1,631m, siendo un nivel 22% menor al reportado un año atrás. Si bien la recuperación financiera durante los pasados doce meses es notable, en realidad la solidez financiera no ha sido un tema de preocupación, y dicha mejoría es más bien un reflejo de una operación cuyo fondeo ha sido tradicionalmente interno. La mejora financiera es evidente en los principales indicadores financieros, pero sobre todo en la relación deuda neta a EBITDA, que ha caído a 1.42x desde 1.62x en que cerró 2011. Con este avance, es de esperarse que Ara retome su política de dividendos el año próximo, tras suspenderlo en este debido al mayor apalancamiento que enfrentó temporalmente.

Aunque la incorporación de estas cifras en nuestro modelo de valuación nos lleva a final de cuentas a una reducción en los resultados estimados para el año completo, aún consideramos que Ara, junto con el sector vivienda, podría tener un segundo semestre notablemente mejor a lo que hemos visto en este inicio de año. Esto sería la unión de varios factores, iniciando con la base de comparación más sencilla que supone un segundo semestre de 2011 que ya comenzaba a mostrar declives en la operación, pero primordialmente por la facilidad de lograr mejores niveles de titulación y cobranza una vez que la problemática en los procesos administrativos de la asignación de subsidios Conavi y distribución de hipotecas Fovisste logren resolverse, como al parecer es el caso. Es importante notar que no esperamos cambios significativos en los programas de apoyo gubernamental como consecuencia de la transición administrativa que se dará en el gobierno a finales del año; nos parece que la vivienda seguirá siendo un sector privilegiado.

Ara – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,568.8	1,921.7	-18.4%	1,547.6	-19.5%
Utilidad de Operación	198.5	317.6	-37.5%	226.6	-28.6%
Ebitda	309.4	405.6	-23.7%	301.6	-25.6%
Utilidad Neta	154.9	227.6	-32.0%	145.8	-35.9%
Margen Operativo	12.7%	16.5%	-387 pb	14.6%	-188 pb
Margen Ebitda	19.7%	21.1%	-138 pb	19.5%	-161 pb
UPA	0.119	0.175	-32.0%	0.112	-35.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Corporación Geo (Geo B, Compra PO 2012: P\$20.00)

Geo ha presentado un reporte trimestral que cumple con las expectativas de un crecimiento renovado en el frente operativo, pero que sin embargo queda corto en términos de la generación de efectivo, renglón que ya se anticipaba positivo tras la dramática caída del 1T, pero que sólo cubre parcialmente las expectativas. Geo ha presentado una expansión de 13% en sus ingresos (P\$5,791m) y un aumento de 16% en EBITDA a P\$1,281m que, aunque mayores a las tasas de crecimiento esperadas, son en términos absolutos justo lo que esperábamos; la variación mayor responde a la revisión de cifras anteriores conforme a IFRS. Por el contrario, la utilidad neta que cae 29% a P\$239m sí ha resultado bastante inferior a nuestra expectativa, si bien la diferencia responde principalmente a efectos de tipo de cambio.

Geo reporta una generación de flujo libre de efectivo por P\$537m que si bien es un avance impresionante tras el decepcionante traspíe del 1T12 (-P\$2,064m), no alcanza el ritmo de generación que anticipábamos (P\$700m), y al parecer tampoco lo planeado por la empresa. Siguiendo este reporte, Geo ha revisado su guía para FCF en 2012 de +P\$1.5bn a +P\$400m, mientras que deja sin cambios la estimación de +5% a +8% sus ingresos, con un margen EBITDA de entre 21% y 23%. Nuestras estimaciones, tras la incorporación de este reporte en nuestro modelo, ofrecen un panorama bastante similar, pero que evidentemente nos ha llevado a realizar una revisión a la baja en el precio objetivo, que pasa de P\$24.0 a P\$20.0, aunque la recomendación fundamental de compra permanece, dado el extraordinario castigo que han sufrido las empresas del sector y que les han colocado en niveles de múltiplos mínimos históricamente. Esperamos que éstos mejoren gradualmente, trimestre a trimestre, conforme las empresas del sector confirmen una mejor marcha de sus operaciones, no antes.

Geo – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	5,791.1	5,126.2	13.0%	5,823.6	13.6%
Utilidad de Operación	955.3	882.5	8.3%	891.0	1.0%
Ebitda	1,281.1	1,100.5	16.4%	1,292.4	17.4%
Utilidad Neta	239.6	337.5	-29.0%	388.0	15.0%
Margen Operativo	16.5%	17.2%	-72 pb	15.3%	-192 pb
Margen Ebitda	22.1%	21.5%	65 pb	22.2%	72 pb
UPA	0.436	0.609	-28.5%	0.706	15.91%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Homex (Homex *, Compra, PO 2012: P\$40.00)

Aún cuando Homex ha presentado lo que seguramente será el reporte con mayores crecimientos operativos en el sector vivienda para este 2T12, en realidad el desempeño operativo a detalle muestra una reducción más allá de lo esperado en la división vivienda (-10% vs -6%e), así como un avance menor a lo esperado en la ejecución de las dos penitenciarías que Homex construye como parte de su concesión. Al final, tenemos un resultado que calificamos como débil, a pesar de las impresionantes tasas de crecimiento. Homex reporta ingresos por P\$1,172m y EBITDA por P\$1,660m que implican variaciones de +31% y +34%, respectivamente, pero que palidecen frente a la expectativa de +42% y +64% que teníamos en estos renglones. Asimismo, la utilidad neta en P\$530m apenas aumenta 5% A/A, cuando esperábamos un aumento de más de 70%.

Homex informó que ha ajustado a la baja sus estimaciones de resultados para 2012, pasando de un rango de crecimiento en ingresos de 58% a 61%, a uno de 51% a 52% para el total de sus operaciones, en los que se incluye un cambio de 10% a 12% en el crecimiento del segmento vivienda, a un rango nuevo de apenas 3% a 4%. El margen EBITDA esperado se reduce un punto porcentual y se ubica ahora en un rango de 24% a 26%, en vez del anterior de 25% a 27%. Para el segmento vivienda el ajuste es de 21%-22%, a un rango nuevo de 20%-21%.

Tanto en lo que respecta al crecimiento, como en la rentabilidad operativa, nuestras estimaciones se ubican modestamente por debajo de los objetivos de la empresa, como lo era ya antes de la incorporación de los resultados en nuestro modelo de proyecciones. No obstante, esto sí ha implicado una baja en nuestras expectativas, tanto en crecimiento como en posición financiera, por lo que estamos ajustando nuestro precio objetivo para Homex de P\$45.0 a P\$40.0, aunque la recomendación de compra permanece sin cambio; nos parece que Homex, así como el sector en general, ofrecen un potencial de apreciación interesante basado en primera por el sobre-castigo a que han sido sujetos, y en segunda por la eventual recuperación que deberá darse, más temprano que tarde, en el negocio central de vivienda de interés social.

Homex – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	7,172.5	5,489.6	30.7%	7,818.0	42.4%
Utilidad de Operación	1,296.8	950.9	36.4%	1,676.0	76.3%
Ebitda	1,660.2	1,237.4	34.2%	2,030.0	64.1%
Utilidad Neta	530.4	506.7	4.7%	817.0	61.3%
Margen Operativo	18.1%	17.3%	76 pb	21.4%	412 pb
Margen Ebitda	23.1%	22.5%	61 pb	26.0%	342 pb
UPA	1.579	1.509	4.7%	2.432	61.25%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Sare Holdings (Sare B, Mantener, PO 2012: P\$2.10)

Por tercer trimestre consecutivo, los resultados de Sare en este 2T12 reflejan la parálisis operativa que la emisora ha sufrido en medio de su complejo proceso de reestructuración financiera, mismo que finalmente fue culminado de forma integral en este trimestre. Las cifras son innegablemente pésimas y registran el deterioro operativo que estimamos sólo será revertido hacia finales del año y comienzos de 2013 en tanto la empresa logre retomar el ritmo de producción y titulación en sus proyectos de interés social, a la par de finalizar la desinversión estratégica de activos programada para este año.

Con este reporte, hemos ajustado ligeramente a la bajo nuestro valor de rescate estimado, nivel que utilizamos como referencia para fijar nuestro precio objetivo en P\$2.1, en vez del anterior P\$2.3. Los supuestos principales en este ejercicio incluyen un castigo de 40% en el valor de los activos sujetos a desinvertir en 2012-2013; consideramos una aproximación conservadora, pues a la fecha, con un avance de 52% en el plan 2012 observamos un descuento de una tercera parte aproximadamente. Estos activos son hoy en día una cuarta parte de los inventarios reportados en P\$5.5bn, mientras que para el resto de los inventarios asignamos un valor de 90% sobre libros; en la deuda no estamos considerando descuento alguno. En nuestra opinión, una vez habiendo evadido el riesgo de quiebra, la acción debería cotizar al menos cerca de dicho nivel en tanto tengamos evidencia del avance operativo en sus nuevos proyectos de interés social. No obstante, con un perfil de riesgo aún sumamente elevado insistimos en limitar nuestra recomendación a MANTENER.

Sare – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	322.5	592.4	-45.6%	425.7	-28.1%
Utilidad de Operación	-357.7	70.1	-610.3%	48.2	-31.3%
Ebitda	-314.0	102.7	-405.7%	81.1	-21.1%
Utilidad Neta	-291.4	25.2	-1254.7%	6.4	-74.7%
Margen Operativo	-110.9%	11.8%	-12274 pb	11.3%	-51 pb
Margen Ebitda	-97.3%	17.3%	-11468 pb	19.0%	171 pb
UPA	-0.424	0.037	-1254.7%	0.009	-74.71%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Urbi (Urbi *, Mantener, PO 2012: P\$10.00)

Urbi ha presentado un reporte al 2T12 que como primer decepción ha quedado por debajo de lo estimado a nivel operativo, pero como segunda y más relevante sufre adicionalmente de una presión mucho más marcada en el frente de capital de trabajo que a final de cuentas ha generado tanto un deterioro importante en el frente financiero, como un cambio en la estrategia de corto plazo de la empresa.

En este 2T12, Urbi presenta un resultado operativo plano, +1% en ingresos (P\$3,900m), +0% en la utilidad operativa (P\$749m) y apenas +3% en EBITDA (P\$1,071m), en contra de crecimientos en el orden de 7% a 9% que estimábamos. Por su parte, la utilidad neta es en realidad una pérdida por P\$125m, siendo la primera ocasión que la empresa reporta números rojos a nivel neto. Además del magro crecimiento en la operación, la mayor carga financiera y los cargos por efectos cambiarios con la razón de este pésimo resultado neto.

Hemos revisado nuestro modelo de valuación para incorporar estos decepcionantes resultados así como el cambio de estrategia que la misma empresa ha planteado a partir de ellos, dando como resultado la caída en resultados esperada para el segundo semestre del año, una perspectiva de crecimientos marginales en sus resultados a 2013, una estructura financiera mucho más pesada de lo que antes anticipábamos, y una generación de flujo libre de efectivo nula por al menos un año y medio. A la par, nos parece que es muy importante tomar en cuenta que si bien estos factores a lo largo del tiempo serán superados, tomará aún más lograr una recuperación en la confianza de los inversionistas. En consecuencia de esta revisión, limitamos nuestra recomendación a mantener, fijando un precio objetivo de P\$10.0 para final de 2012.

Urbi – Resultados 2T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	2T12	2T11	Var %	2T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,900.5	3,869.3	0.8%	4,166.4	7.7%
Utilidad de Operación	749.2	750.8	-0.2%	737.4	-1.8%
Ebitda	1,071.4	1,039.4	3.1%	1,134.6	9.2%
Utilidad Neta	-125.4	658.6	-119.0%	480.9	-27.0%
Margen Operativo	19.2%	19.4%	-20 pb	17.7%	-171 pb
Margen Ebitda	27.5%	26.9%	60 pb	27.2%	37 pb
UPA	-0.128	0.675	-119.0%	0.493	-26.98%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte-Ixe

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Miguel Angel Aguayo Negrete, Carlos Hermsillo 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, Luciana Gallardo Lomeli, Astianax Cuanalo Dorantes y Berenice Arellano Escudero, 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.

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 de 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
Dolores Palacios	Subdirector de Gestión	dolores.palacios.n@banorte.com	(55) 5268 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenez@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuano@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
Berenice Arellano Escudero	Analista	barellano@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9961
María de la Paz Orozco	Edición Bursátil	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Miguel Angel Aguayo	Subdirector de Análisis de Deuda Corporativa	maguayo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9804
Tania Abdul Massih	Gerente Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez S.	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo Lomeli	Analista Deuda Corporativa	luciana.gallardo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9925

Banca Mayorista

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



CASA DE BOLSA

 **BANORTE**

