

Resultados 1T12

GANADORAS Y PERDEDORAS

Arranca bien el año, superando las expectativas

De la muestra de 40 emisoras que contamos con estimados de Ebitda al 1T12, el 43% reportó "En Línea" con lo estimado, mientras que un 20% reportó "Mejor" a lo esperado y el otro 37% reportó "Peor" a lo previsto. El grupo de diez emisoras cuyo Ebitda representa el 81.7% del total del IPC observó un avance en términos nominales del 9.97% en el 1T12 mientras que la muestra completa del IPC avanzó 11.74%, ligeramente superior a nuestras expectativas. La mediana de crecimiento nominal en Ventas y Ebitda de una muestra de 66 emisoras en el trimestre fue de 13.77% y 12.92%, respectivamente. Las empresas con los mayores crecimientos de Ebitda (tabla derecha) se explicaron en gran parte por una mayor demanda de sus productos y un efecto favorable por la depreciación del tipo de cambio sobre las ventas de exportación, mientras que por otra parte el control de costos y gastos ayudó a limitar la presión en márgenes que ha tenido la evolución de algunas materias primas, evidente en algunas empresas del sector alimentos principalmente. En esta ocasión conviene destacar que la desviación en las cifras totales se produce por un número pequeño de emisoras (GMexico y Cemex destacan), por lo cual a pesar de que la tasa de crecimiento superó notablemente el rango de 9% a 10% que estimábamos, sólo calificamos el balance de esta temporada de reportes trimestrales como REGULAR.

Tras el trimestre, regresa el tema Europa e inician elecciones

Vemos resultados superiores a lo esperado pero que sin embargo no aportan ya sorpresa alguna, se agota este frente como fuente de novedades que pudieran soportar a los mercados. Por otra parte, las elecciones en Francia y Grecia el fin de semana pasado inician oficialmente la temporada electoral del año—reviviendo algunos pendientes en la eurozona—, en la que los procesos de México y EU son claves para el mercado mexicano, pero que definitivamente tienen el potencial de inyectar volatilidad a los mercados. Inicia el verano bursátil y la valuación del IPC (9.4x FV/EBITDA, 18.1x P/U), junto con las noticias externas que pudieran llevar a una nueva fase de ajuste y/o volatilidad en los mercados nos obligan a mantener una estructura conservadora en nuestra estrategia de inversión, efectuando sólo operaciones de oportunidad.

Ganadoras: crecimientos importantes y mejor a lo esperado

Concluido el período de reportes financieros de empresas al 1T12, 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: **Vitro, Ac, Elektra, Tlevisa, GMexico, Cemex y OMA.**

Buen resultado aunque esperado

Otras "ganadoras" fueron empresas con crecimientos operativos destacados (+10% nominal) pero "En línea" con la estimación que se tenía: **Ica, Alsea, Femsa, Asur, Kof, Azteca, Gmodelo y Mexchem.**

Fuera de estimaciones

Empresas con fuertes avances anuales (+15% nominal) en las que no tuvimos estimaciones fueron: **Ideal, Ohlmex, Cicsa, Simec, Kuo, Ich y Bolsa**

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
9 de Mayo de 2012

Equipo de Análisis y Estrategia
5268-9000 ext.48062

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

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

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

Emisora	Var% Ventas	Var% Ebitda
Vitro	13.77%	751.10%
AC	70.92%	77.45%
Elektra	34.73%	54.47%
Tlevisa	14.83%	23.30%
GMexico	16.24%	15.96%
Cemex	10.99%	14.21%
Oma	11.51%	33.66%
Ica	43.35%	27.69%
Alsea	23.95%	26.32%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / TE: Tipo de Estimación X (Ixe) C (Consenso) T (Tendencia) / BMV

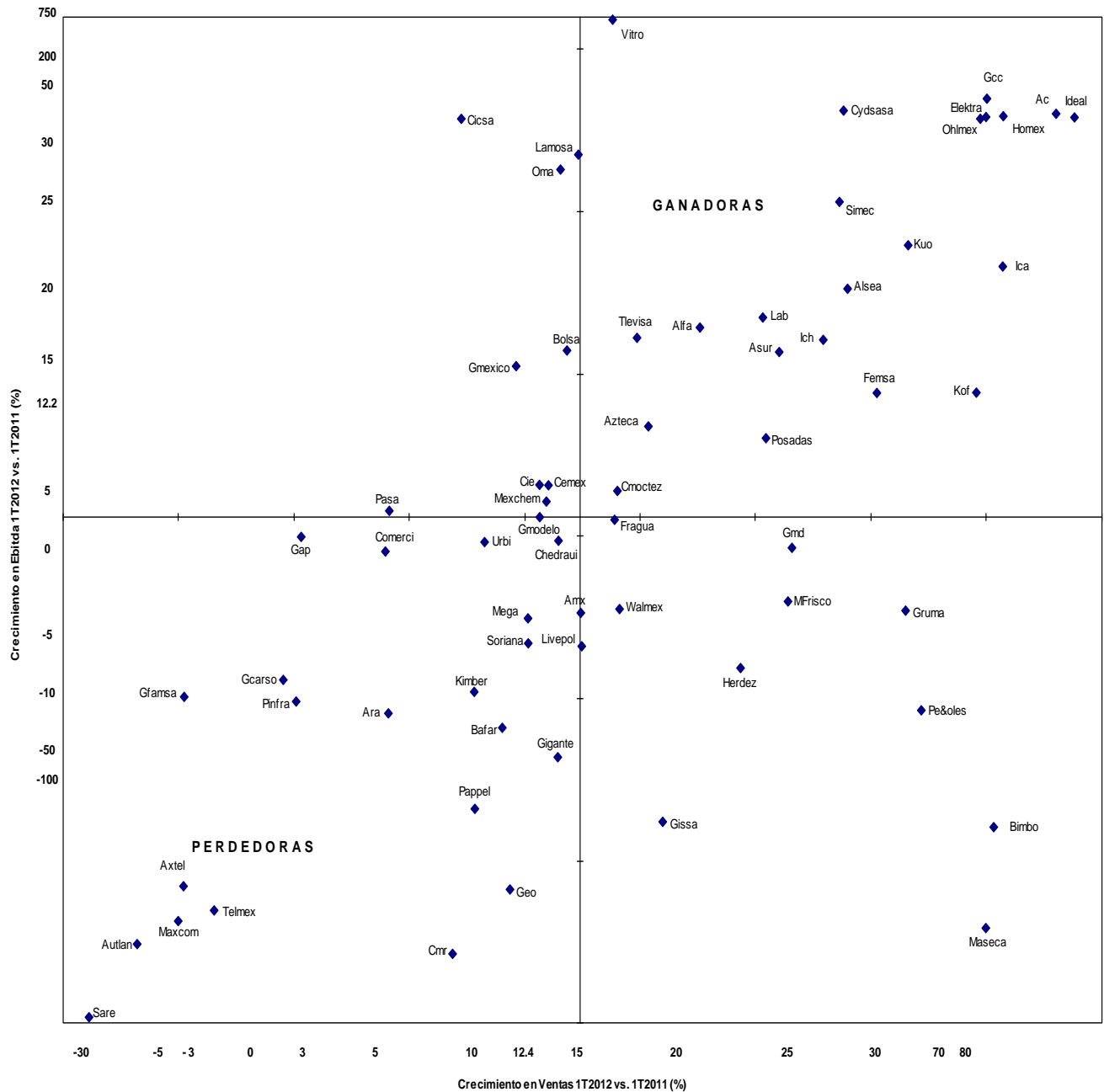
www.ixe.com.mx
www.banorte.com

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

RESULTADOS AL 1T12 (En Gráfica)

METODOLOGIA: La gráfica de cuadrantes indica el crecimiento real en Ventas y Ebitda reportado por una muestra de 65 emisoras al 1T12 (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 1T12



CONTEXTO

Calificamos como **REGULARES** 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 65 empresas (ANEXO) observó variaciones positivas de 13.77%, 12.92% y 25.85% respectivamente. A nivel ventas, de un grupo de 40 emisoras que se estimó para el 1T12, el 60% reportó "en línea" con lo previsto y 23% "mejor" a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo), el 43% estuvo "en línea" y otro 20% "mejor" con lo previsto y en Utilidad Neta, el 37% reportó "peor" a lo previsto y un 53% "mejor". A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos seis trimestres.

1T12 – 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

1T12 – 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

1T12 – 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

1T12 – 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

1T12 – 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

1T12 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 4T10

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	46	100%	46	100%	46	100%
En Línea	21	46%	10	22%	7	15%
Mejor	14	30%	13	28%	16	35%
Peor	11	24%	23	50%	23	50%

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 1T12, la suma de las 10 empresas que representan **el 81.74% del Ebitda del IPC** observó un avance nominal ponderada en el trimestre del **9.97%**. El dato denota un buen avance a pesar del contexto de desaceleración de la economía global, además, los resultados fueron impulsados por una mayor paridad cambiaria beneficiando a las empresas con alto contenido de exportaciones en su mezcla de ventas.

EFFECTO 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 1T12 / CRECIMIENTOS NOMINALES – 10 MAYOR EBITDA EN IPC

EMIS.	Peso IPC	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Alfa	3.17%	7.96%	11.92%	20.53%	-4.72%	25.85%	-2.58%
Amx	36.06%	53.29%	32.24%	27.13%	61.26%	46.93%	9.19%
Bimbo	2.38%	8.55%	13.41%	23.19%	9.90%	10.68%	13.68%
Cemex	4.20%	13.00%	9.83%	43.95%	23.65%	7.29%	13.68%
Femsa	6.09%	28.01%	15.15%	10.97%	17.42%	7.82%	-8.64%
Gmexico	10.18%	63.43%	181.68%	36.09%	38.39%	9.01%	-31.21%
Gmodelo	4.00%	14.12%	19.10%	6.46%	17.74%	25.12%	-4.85%
Peñoles	4.07%	-5.63%	108.76%	26.08%	98.63%	10.75%	171.94%
Tlevisa	4.22%	24.12%	40.44%	24.35%	24.25%	7.77%	9.80%
Walmex	7.37%	16.38%	25.45%	26.50%	26.34%	15.35%	6.65%
Total	81.74%	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	1T12 3m	2012E 12m
Alfa	3.17%	36.29%	11.70%	32.69%	23.93%	22.06%
Amx	36.06%	65.24%	6.42%	2.12%	6.35%	7.41%
Bimbo	2.38%	61.13%	-2.33%	-4.54%	-5.08%	8.37%
Cemex	4.20%	61.13%	-2.33%	-0.73%	19.96%	12.54%
Femsa	6.09%	-21.04%	-18.91%	19.32%	23.56%	10.25%
Gmexico	10.18%	-7.24%	71.31%	26.44%	15.96%	1.84%
Gmodelo	4.00%	12.02%	0.77%	10.10%	14.16%	4.27%
Peñoles	4.07%	16.02%	58.80%	73.73%	0.35%	1.84%
Tlevisa	4.22%	3.33%	10.33%	9.43%	23.30%	8.14%
Walmex	7.37%	12.67%	23.70%	12.38%	6.58%	13.64%
Total	81.74%	26.56%	11.07%	10.57%	9.97%	7.74%
Sin Amx		0.59%	16.21%	19.07%	13.87%	8.03%
Total IPC		7.31%	20.38%	11.56%	11.74%	9.64%

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 1T12 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 1T12 / Empresas Ganadoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			1T12/11	Vs. Estim.	1T12/ 11	Vs. Estim.	1T12/ 11	Vs. Estim.
Fuertes crecimientos operativos (+10%) y mejores a lo estimado	Vitro	T	13.77%	En Línea	751.10%	Mejor	5341.54%	Mejor
	Ac	X	70.92%	Mejor	77.45%	Mejor	105.89%	Mejor
	Elektra	T	34.73%	Peor	54.47%	Mejor	NM	Peor
	Tlevisa	X	14.83%	Mejor	23.30%	Mejor	92.96%	Mejor
	Gmexico	X	9.6%	Mejor	21.60%	Mejor	35.10%	Mejor
	Oma	T	11.51%	En Línea	33.66%	En Línea	59.00%	Mejor
Fuertes crecimientos Operativos (+10%) pero en línea con lo estimado	Ica	X	43.35%	Mejor	27.69%	En Línea	174.33%	Mejor
	Alsea	X	23.95%	En Línea	26.32%	En Línea	28.32%	Peor
	Asur	X	20.99%	En Línea	22.42%	En Línea	28.89%	Mejor
	Femsa	X	25.22%	En Línea	19.90%	En Línea	6.29%	Peor
	Kof	X	29.74%	En Línea	19.90%	En Línea	19.87%	Peor
	Azteca	X	15.32%	Mejor	19.00%	En Línea	170.63%	En Línea
	Gmodelo	X	10.61%	En Línea	12.20%	En Línea	5.41%	Peor
	Cmoctez	T	13.98%	Peor	13.86%	En Línea	18.12%	En Línea
	Mexchem	X	10.90%	En Línea	13.21%	En Línea	45.78%	Mejor
Crecimientos operativos (+10%) pero menor a lo estimado	Gcc	T	35.20%	Peor	185.61%	Peor	NM	Peor
	Homex	X	43.66%	En Línea	60.24%	Peor	133.10%	En Línea
	Lamosa	T	12.28%	Peor	34.58%	Peor	120.59%	Mejor
	Lab	X	20.28%	En Línea	24.55%	Peor	6.63%	Peor
	Gmd	T	21.54%	Mejor	10.36%	Peor	-31.82%	Peor
	Comerci	T	3.92%	En Línea	10.13%	Peor	81.33%	Mejor
Fuertes crecimientos operativos (+15%) (sin estimados)	Ideal		80.42%		51.34%		116.41%	
	Ohlmex		31.78%		41.41%		-47.27%	
	Cicsa		7.21%		41.29%		16.95%	
	Simec		23.60%		31.67%		58.65%	
	Kuo		26.58%		29.00%		NM	
	Alfa		17.55%		23.93%		151.69%	
	Ich		22.90%		23.17%		1.63%	
Bolsa		11.79%		22.52%		-1.77%		

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 1T12 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 1T12 / Empresas Perdedoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			1T12/11	Vs. Estim.	1T12/11	Vs. Estim.	1T12/11	Vs. Estim.
Caídas operativas y mayores (peor) a lo estimado	Maxcom	X	-7.12%	Peor	-18.20%	Peor	NM	Mejor
	Axtel	X	-5.73%	En Línea	-7.50%	Peor	448.81%	Mejor
Debilidad Operativa pero en Línea con estimado	Mega	X	10.10%	En Línea	7.01%	En Línea	10.25%	Mejor
	Soriana	X	10.11%	En Línea	4.48%	En Línea	12.87%	Mejor
Caídas Operativas pero Mejor a lo estimado	Gfamsa	X	-5.54%	Peor	1.20%	Mejor	151.99%	Mejor
	Ara	X	4.05%	Mejor	0.16%	Mejor	-8.10%	Mejor
Fuertes caídas (-15%) Operativas (sin estimado)	Cmr		6.83%		-53.03%		4.66%	
	Autlan		-17.91%		-42.12%		5341.54%	
	Maseca		34.63%		-24.23%		162.98%	
	Telmex		-3.50%		-11.98%		-7.33%	
	Gissa		15.94%		-6.52%		57.29%	
	Pappel		7.80%		-5.72%		NM	

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 1T12 de una muestra de las 66 emisoras de los sectores industriales, comerciales, y de servicios más importantes del mercado accionario en México.

Resultados 1T12 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2011-1	2012-1	Var %	2011-1	2012-1	Var %	2011-1	2012-1	2011-1	2012-1	Var %
Ac	7,225.66	12,350.38	70.92%	1,190.65	2,112.78	77.45%	16.5%	17.1%	475.56	979.13	105.89%
Alfa	42,203.43	49,611.60	17.55%	4,866.22	6,030.69	23.93%	11.5%	12.2%	2,350.79	3,189.49	35.68%
Alsea	2,396.74	2,970.80	23.95%	229.05	289.34	26.32%	9.6%	9.7%	13.28	17.04	28.32%
Amx	171,277.54	192,497.72	12.39%	63,492.62	67,523.83	6.35%	37.1%	35.1%	23,744.14	32,640.90	37.47%
Ara	1,682.51	1,750.66	4.1%	340.7	341.2	0.2%	20.2%	19.5%	196.85	180.91	-8.10%
Asur	1,062.90	1,285.98	20.99%	676.73	828.46	22.42%	63.7%	64.4%	417.38	537.97	28.89%
Autlan	1,028.16	843.99	-17.91%	163.98	94.90	-42.12%	15.9%	11.2%	43.34	66.08	52.48%
Axtel	2,654.52	2,502.54	-5.73%	821.00	760.19	-7.5%	32.0%	30.4%	90.31	495.63	448.81%
Azteca	2,385.72	2,751.20	15.32%	714.00	850.00	19.0%	30.0%	31.0%	161.75	437.75	170.63%
Bafar	1,476.89	1,609.62	8.99%	139.05	138.03	-0.73%	9.4%	8.6%	85.93	185.95	116.41%
Bimbo	29,499.83	40,918.55	38.71%	3,055.73	2,900.45	-5.08%	10.5%	7.0%	1,140.54	601.46	-47.27%
Bolsa	412.23	460.84	11.79%	195.96	240.08	22.52%	47.5%	52.1%	149.18	174.45	16.95%
Cemex**	3,383.8	3,502.6	3.5%	532.6	567.3	6.5%	15.75	16.2%	-229.1	-26.2	-88.6%
Chdraui	13,280.93	14,798.00	11.42%	928.49	1,028.72	10.79%	7.0%	7.0%	363.18	372.00	2.3%
Cicsa	3,417.70	3,664.14	7.21%	313.50	442.96	41.29%	9.2%	12.1%	323.09	512.59	58.65%
Cie	1,234.38	1,365.24	10.60%	187.51	214.20	14.24%	15.2%	15.7%	-25.47	-2.50	NM
Cmoctez	1,935.78	2,206.35	13.98%	740.08	842.68	13.86%	38.2%	38.2%	441.40	521.38	18.12%
Cmr	435.20	464.94	6.83%	17.91	8.41	-53.03%	4.1%	1.8%	-7.20	-21.03	NM
Comerci	9,990.27	10,382.02	3.92%	766.09	843.71	10.13%	7.7%	8.1%	261.78	474.70	81.33%
Cydsasa	1,108.45	1,372.01	23.78%	178.59	357.36	100.10%	16.1%	26.0%	43.01	108.24	151.69%
Mediana			13.77%			12.92%	15.95%	16.18%			25.85%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

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

** Las cifras para CEMEX y GMEXICO están expresadas en dólares americanos

Resultados 1T12 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2011-1	2012-1	Var %	2011-1	2012-1	Var %	2011-1	2012-1	2011-1	2012-1	Var %
Elektra	11,213.82	15,108.17	34.73%	2,141.60	3,308.10	54.47%	19.1%	21.9%	621.88	-3,833.90	NM
Femsa	42,920.74	53,745.92	25.22%	5,970.00	7,158.00	19.9%	13.3%	13.9%	2,180.93	2,318.21	6.29%
Fragua	5,584.02	6,357.67	13.85%	314.67	352.69	12.09%	5.6%	5.5%	194.14	197.31	1.63%
Gap	1,243.06	1,246.43	0.27%	653.00	724.71	11.0%	52.9%	58.1%	432.60	424.93	-1.77%
Gcarso	18,575.55	18,481.76	-0.50%	2,040.57	2,085.90	2.22%	11.0%	11.3%	1,858.19	1,689.49	-9.08%
Gcc	1,103.79	1,492.30	35.20%	76.78	219.30	185.61%	7.0%	14.7%	-229.74	-109.32	NM
Geo	4,098.60	4,480.62	9.32%	880.7	986.5	12.0%	21.5%	22.0%	266.20	279.75	5.09%
Geupec	2,104.60			250.49			11.9%		17.13		
Gfamsa	3,201.08	3,023.60	-5.54%	510.00	516.00	1.2%	15.8%	17.3%	87.53	220.57	151.99%
Gigante	4,742.91	5,283.28	11.39%	522.82	509.53	-2.54%	11.0%	9.6%	173.12	36.90	-78.69%
Gissa	1,882.63	2,182.72	15.94%	297.68	278.26	-6.52%	15.8%	12.7%	180.96	169.62	-6.27%
Gmd	615.78	748.43	21.54%	86.81	95.80	10.36%	14.1%	12.8%	22.09	15.06	-31.82%
Gmexico**	2,504.91	2,745.07	9.6%	1,147.78	1,395.13	21.6%	45.8%	50.8%	530.49	716.49	35.1%
Gmodelo	19,234.26	21,274.97	10.61%	5,544.00	6,223.00	12.2%	29.3%	28.8%	2,143.40	2,259.33	5.41%
Gruma	12,186.85	15,412.18	26.47%	1,050.13	1,118.26	6.49%	8.6%	7.3%	4,092.79	83.87	-97.95%
Herdez	2,135.52	2,547.96	19.31%	376.25	396.37	5.35%	17.6%	15.6%	155.24	156.33	0.70%
Hogar	178.20			-12.43			-7.0%		-42.33		
Homex	4,098.43	5,887.73	43.66%	633.44	1,122.45	77.20%	15.5%	19.1%	329.08	767.08	133.10%
Ica	8,397.02	12,037.54	43.35%	1,329.00	1,697.00	27.7%	15.8%	14.1%	299.34	821.19	174.33%
Ich	7,267.30	8,931.27	22.90%	1,012.74	1,247.41	23.17%	13.9%	14.0%	480.57	604.78	25.85%
Ideal	1,756.55	3,169.15	80.42%	820.56	1,241.85	51.34%	46.7%	39.2%	351.53	338.77	-3.63%
Kimber	6,649.61	7,166.39	7.77%	1,829.39	1,856.53	1.48%	27.5%	25.9%	958.82	930.54	-2.95%
Kof	25,853.84	33,541.96	29.74%	4,734.00	5,677.00	19.9%	16.9%	18.3%	2,636.00	2,198.00	-19.87%
Kuo	6,302.08	7,977.01	26.58%	512.14	660.65	29.00%	8.1%	8.3%	156.98	338.62	115.71%
Lab	1,476.03	1,775.35	20.28%	230.66	287.29	24.55%	15.6%	16.2%	126.28	134.65	6.63%
Lamosa	2,091.70	2,348.64	12.28%	335.51	451.53	34.58%	16.0%	19.2%	181.20	399.71	120.59%
Livepol	11,240.83	12,638.20	12.43%	1,497.28	1,561.58	4.29%	13.3%	12.4%	846.02	954.91	12.87%
Maseca	3,174.10	4,273.21	34.63%	507.50	384.55	-24.23%	16.0%	9.0%	308.55	88.46	-71.33%
Maxcom	589.20	547.27	-7.12%	203.00	166.00	-18.2%	34.4%	30.3%	-32.56	97.62	NM
Mega	2,043.64	2,250.07	10.10%	930.00	996.00	7.1%	45.5%	44.3%	536.93	591.95	10.25%
Mexchem	12,186.90	13,515.09	10.90%	2,594.78	2,937.52	13.21%	21.3%	21.7%	1,244.55	1,814.35	45.78%
Mfrisco	1,862.59	2,260.62	21.37%	874.72	936.43	7.06%	47.0%	41.4%	219.38	701.26	219.66%
Ohlmex	3,053.84	4,024.36	31.78%	1,556.49	2,201.07	41.41%	51.0%	54.7%	848.35	942.46	11.09%
Oma	631.78	704.50	11.51%	231.45	309.37	33.66%	36.6%	43.9%	115.90	184.28	59.00%
Pappel	2,795.22	3,013.19	7.80%	232.81	219.49	-5.72%	8.3%	7.3%	118.84	349.51	194.10%
Pasa	632.79	658.68	4.09%	108.86	122.61	12.64%	17.2%	18.6%	-5.53	10.00	NM
Pe&Oles	20,798.15	26,444.29	27.15%	7,193.72	7,218.72	0.35%	34.6%	27.3%	3,442.14	3,232.58	-6.09%
Pinfra	1,050.69	1,051.25	0.05%	686.27	692.38	0.89%	65.3%	65.9%	148.77	220.39	48.14%
Posadas	1,686.18	2,030.40	20.41%	255.85	299.64	17.11%	15.2%	14.8%	39.54	266.91	575.10%
Sare	579.02	402.04	-30.57%	67.43	-31.55	NM	11.6%	-7.8%	22.99	-52.54	NM
Simec	6,565.45	8,114.84	23.60%	833.85	1,097.94	31.67%	12.7%	13.5%	463.54	729.09	57.29%
Soriana	21,923.59	24,140.51	10.11%	1,756.56	1,835.17	4.48%	8.0%	7.6%	826.45	932.83	12.87%
Telmex	27,546.70	26,582.31	-3.50%	10,895.96	9,590.67	-11.98%	39.6%	36.1%	3,758.05	3,482.41	-7.33%
Tlevisa	13,199.61	15,156.65	14.83%	4,340.00	5,352.00	23.3%	32.9%	35.3%	780.42	1,505.92	92.96%
Urbi	2,832.84	3,065.71	8.22%	585.19	645.77	10.35%	20.7%	21.1%	215.61	567.01	162.98%
Vitro	5,059.33	5,755.97	13.77%	1,038.34	8,837.35	751.10%	20.5%	153.5%	136.49	7,427.33	5341.54%
Walmex	84,950.46	96,901.61	14.07%	8,110.93	8,645.03	6.58%	9.5%	8.9%	4,502.24	4,712.16	4.66%
Mediana			13.77%			12.92%	15.95%	16.18%			25.85%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

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

** Las cifras para CEMEX y GMEXICO están expresadas en dólares americanos

Comentarios de Reportes

ALIMENTOS / Marisol Huerta Mondragón

Grupo BIMBO (BIMBO A, Compra, PO 2012 P\$33.50)

Bimbo reportó durante el 1T12 resultados negativos por debajo de nuestros estimados y los del mercado. Los resultados se presentan con base a las Normas Internacionales de Información Financiera. A pesar de reportar un importante crecimiento en ingresos, del orden de 38.7%, derivado de las recientes adquisiciones de Sara Lee en Estados Unidos, Fargo en Argentina y Sara Lee Iberia, a nivel operativo los resultados fueron negativos. El margen bruto retrocedió 100pb ante mayores costos en insumos y el impacto de la depreciación del peso frente al dólar, así como costos más altos en las operaciones de Estados Unidos relacionados con la integración de las recientes adquisiciones, lo que derivó en una caída en la utilidad de operación de 23.7% y una contracción en margen de 340pb. El EBITDA retrocedió 6.8% y el margen lo hizo en 340pb. La debilidad operativa combinada con el incremento en el costo de financiamiento implicó un retroceso de 47.2% en la utilidad.

Durante el 1T12 los ingresos de Estados Unidos y Latinoamérica revelaron el mayor crecimiento de 62.1% y 38.3% respectivamente, derivado de la integración de Sara Lee y de Fargo. En México crecimiento fue de 13.7% relacionado con mayores precios y un sólido crecimiento en volúmenes en todo el portafolio, sobresaliendo galletas, pan dulce, botanas saldas y confitería. En EU las adquisiciones y el efecto del tipo de cambio compensaron la baja de crecimiento en volumen. En Latinoamérica, los ingresos crecieron 38.3% derivado de la contribución de Fargo, pero más relevante apoyado en el crecimiento orgánico de 23.1% reflejando los resultados de las estrategias de comercialización y mejor desempeño en el consumo en la región. Las operaciones de Iberia (España y Portugal) fueron por P\$1,277m en línea con lo estimado por la empresa.

Estamos bajando nuestra recomendación a MANTENER desde compra. Consideramos que el precio se encontraba ya muy cerca de nuestro nivel objetivo y observábamos una valuación elevada (FV/EBITA 12.5x vs 10.4x último año). En nuestra opinión, el ajuste que prevemos se generará tras el reporte nos pondrá en niveles de valuación más justos. No estamos realizando cambios en nuestro PO, que queda en P\$33.50. Si bien es cierto el 1T12 reveló una fuerte contracción en márgenes hacia la segunda mitad de 2012, prevemos más equilibrio en la base de costos y tipo de cambio (12.50e vs 13.94 2011) que amortiguará las presiones en gastos relacionados con la integración de las nuevas adquisiciones y un sólido desempeño en las regiones de México y Latinoamérica.

Grupo Bimbo – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	40,919	29,500	38.7%	39,176	4.45%
Utilidad de Operación	1,697	2,225	-23.7%	2,123	-20.07%
Ebitda	2,883	3,095	-6.8%	3,314	-13.01%
Utilidad Neta	602	1,141	-47.2%	933	-35.48%
Margen Operativo	4.1%	7.5%	-340pb	5.4%	-130pb
Margen Ebitda	7.0%	10.5%	-340pb	8.5%	-150pb
UPA	0.13	0.24		0.28	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

HERDEZ (HERDEZ *, Mantener, PO 2012 P\$29.00)

Herdez reportó durante el 1T12 resultados débiles a nivel operativo con una contracción en margen EBITDA de 240pb. Los resultados estuvieron en línea con nuestros estimados. Bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRs) los ingresos del primer trimestre de 2012 crecieron 19.3%, derivado de un crecimiento de 12.0% en las ventas nacionales y de 59.1% en las ventas de exportación. El importante crecimiento en ventas se vio deteriorado ante un mayor incremento en costos y gastos que derivó en un nulo crecimiento en la utilidad de operación y en un avance marginal en EBITDA de 3.0%. A nivel neto, la empresa reportó un alza de 0.6% el resultado estuvo presionado por mayores pérdidas cambiarias.

El crecimiento de 12.0% a/a en los ingresos en el mercado mexicano se benefició de: a) el efecto calendario de Semana Santa misma que cayó en el 1T12, el año anterior fue en el 2T11; b) un mayor dinamismo en ventas en el portafolio de mayonesas, pastas y atunes, y c) del alza realizada en precios de entre 4% y 5% en el mes de febrero. El crecimiento en el portafolio de productos se fortaleció de las inversiones realizadas en el mercado y mejor ejecución en el punto de venta. Aunado a un mejor entorno de recuperación del consumidor. Por su parte, tal como lo habíamos estimado los ingresos en Estados Unidos se incrementaron 59.1% derivado de la incorporación de Fresherized Foods, así como al dinamismo que continuaron mostrando los segmentos de productos congelados y refrigerados. Adicional a los mayores volúmenes de venta los ingresos reflejaron la devaluación de 7.7% del peso en las ventas denominadas 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. Dado que el reporte se ubico en línea con nuestras expectativas, no estamos realizando ningún cambio en nuestra recomendación ni en Precio Objetivo para 2012 ubicado en P\$29.00. Nos mantenemos positivos en relación al crecimiento que pueda registrar en el mercado domestico durante 2012 en base al fortalecimiento de las redes de distribución y penetración en nuevos canales de venta (tiendas de conveniencia, clubs de precio, etc), así como al crecimiento del mercado de alimentos preparados en el país. En EU consideramos que las nuevas adquisiciones le permitirán fortalecer su posición como uno de los principales jugadores de comida mexicana en dicho mercado.

Grupo Herdez – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,548	2,136	19.3%	2,457	3.70%
Utilidad de Operación	347	348	-0.3%	352	-1.42%
Ebitda	397	385	3.1%	401	-1.00%
Utilidad Neta	156	155	0.6%	168	-7.14%
Margen Operativo	13.6%	16.3%	-270pb	14.3%	-70pb
Margen Ebitda	15.6%	18.0%	-240pb	16.3%	-80pb
UPA	0.36	0.36		0.39	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

BEBIDAS / Marisol Huerta Mondragón

FEMSA (FEMSA UBD, Mantener, PO 2012 P\$110.00)

Los resultados de FEMSA al 1T12 fueron mejor a nuestros estimados y en línea con el consenso en la parte operativa. Los ingresos crecieron 25.2% a/a, reflejando el positivo desempeño que registraron sus principales divisiones (KOF y OXXO). El EBITDA del trimestre avanzó 19.9% (3.0% arriba de nuestras expectativas), el margen EBITDA registro una contracción de 60pb a 13.3% desde el 13.9% del 1T11. En tanto que la utilidad neta mayoritaria creció 6.3%, por debajo de nuestras expectativas.

Por divisiones Oxxo reportó un crecimiento en ingresos de 18.1%, apoyado por la apertura de 138 tiendas durante el trimestre, 1,078 últimos 12 meses. Así como por el desempeño en VMT que registró un avance de 8.0%, ligeramente arriba del 7.6% reportado por la Antad en tiendas especializadas durante el mismo periodo. Durante el trimestre reportó un avance de 6.0% en el tráfico y un crecimiento en el ticket promedio de 1.9%. En el caso de KOF, durante el 1T12 los ingresos crecieron 29.7%, resultado de los crecimientos de doble dígito en ingresos en las divisiones de México y Centroamérica (+30.2%). México fue impulsado por la incorporación de Grupo Tampico con un trimestre completo de ventas, un mes de ventas de Grupo Cimsa. En Sudamérica el crecimiento fue de 29.7% en ingreso, impulsado por precios en un 80%.

Estamos revisando nuestra recomendación a MANTENER desde COMPRA y reiteramos nuestro PO de P\$110.00. Lo anterior en base a los niveles de valuación que registra la emisora que consideramos se encuentran adelantados. La acción se ubica a un VE/EBITDA conocido de 16.5x, arriba del múltiplo de 13.6x del promedio del último año. Consideramos que los fundamentales de la emisora se mantienen firmes favorecidos por: i) las perspectivas de crecimiento por fusiones en la división de refrescos; ii) ganancias de participación de mercado en el segmento de bebidas en México y en Sudamérica; c) crecimiento orgánico de la unidad comercio; y d) y la posibilidad de que la compañía a través de su división de bebidas continúe en el proceso de adquisiciones.

FEMSA – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	53,746	42,920	25.2%	51,924	3.51%
Utilidad de Operación	5,213	4,554	14.5%	5,287	-1.40%
Ebitda	7,158	5,970	19.9%	6,949	3.00%
Utilidad Neta	2,318	2,181	6.3%	2,873	-19.32%
Margen Operativo	9.7%	10.6%	-0.90 pb	10.2%	-50pb
Margen Ebitda	13.3%	13.9%	-0.60pb	13.4%	-10pb
UPA	0.65	0.61		0.80	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Coca Cola Femsa (KOF L, Mantener, PO 2012 P\$146.00)

Coca- Cola Femsa reportó resultados del 4T11 ligeramente arriba de nuestras expectativas a nivel operativo y los del consenso. Durante el 1T12 los ingresos del trimestre avanzaron 29.7% al ubicarse en P\$33,542m. A nivel operativo, el EBITDA del 1T12 se ubicó en P\$5,677m y creció 19.8%. El margen EBITDA se contrajo 140pb a 16.9% desde el 18.3% del 1T11. La utilidad neta fue por P\$2,636m un crecimiento de 19.9%, con respecto al mismo trimestre del año anterior, afectada por mayores pérdidas cambiarias y por mayores impuestos.

A nivel consolidado, los ingresos crecieron 29.7%, derivado de un crecimiento de doble dígito en cada una de sus divisiones y la integración de las recientes fusiones en México. Excluyendo las nuevas adquisiciones los ingresos crecieron 21.6% a/a. Si se excluye la parte de conversión de monedas el crecimiento fue de 18%. Derivado de mayores precios y mejor desempeño en volumen. En México y CA el crecimiento en ingresos fue de 30.2%, impulsado por precios (4.2%) y por volúmenes que crecieron 24.3% o 3.3% sin considerar los nuevos territorios. Para la división Sudamérica, (Brasil, Argentina, Colombia, Venezuela) el avance en ingresos fue de 29.4%, principalmente por la toma de precios que representó el 80% de los ingresos incrementales. El volumen de ventas de la división Sudamérica creció 6.4%, donde la parte de refrescos avanzó 6.0% en términos anuales y 14% la parte de sabores.

Estamos revisando nuestra recomendación a MANTENER desde COMPRA y mantenemos nuestro PO de P\$146.00. Notamos que desde el 15 de diciembre que anunció la fusión con FOQUE, el precio de la acción ha generado un rendimiento de 16% y se ha acercado a nuestro PO P\$146.00. En términos de múltiplos la acción se ubica a un VE/EBITDA conocido de 12.2x, arriba del múltiplo de 8.2x del promedio del último año. Consideramos que los eventos recientes en base a las fusiones de la compañía y crecimiento en sus diferentes mercados ya están en el precio. Hacia adelante, no dudamos que la compañía pueda generar más noticia en el tema de fusiones del sector bebidas, ya sea en refrescos o en otros segmentos tanto en el mercado local como en el mercado internacional.

KOF – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	33,542	25,853	29.7%	32,967	1.74%
Utilidad de Operación	4,314	3,815	13.1%	4,433	-2.68%
Ebitda	5,677	4,734	19.9%	5,619	1.03%
Utilidad Neta	2,636	2,198	19.9%	2,817	-6.43%
Margen Operativo	12.9%	14.8%	-1.9pb	13.4%	-50pb
Margen Ebitda	16.9%	18.3%	-1.4 pb	17.0%	-10pb
UPA	1.33	1.19		1.77	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Arca-Continental (AC*, Compra, PO 2012 P\$69.00)

Arca Continental (AC) reportó al 1T12 resultados positivos con fuertes crecimientos y expansión en márgenes. Los resultados fueron mejor a nuestras expectativas pero por debajo del consenso registrado en el mercado. Durante el primer trimestre de 2012, los ingresos crecieron 70.9% al ubicarse en P\$12,350 m, en términos proforma los ingresos crecieron 16.9%. El crecimiento estuvo apoyado por el sólido desempeño en volumen y por la parte de precios. Durante el trimestre, el EBITDA creció 77.4%, ó 30.1% en términos proforma, al sumar P\$2,113m. El margen EBITDA se expandió 61pb a 17.1%, desde 16.5% y 170pb proforma, lo anterior derivado de mayores volúmenes de venta y menores gastos de administración. Por su parte, la utilidad neta fue por P\$979m un crecimiento de 105.9% (32.9% proforma), con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Los resultados de AC son positivos y confirman nuestra expectativa de COMPRA Y PO P\$69.00 que tenemos con respecto a la acción para el cierre de año. Los mejores resultados a nivel de márgenes son reflejo de la consolidación de CONTAL y el avance en participación de mercado que ha logrado en base a su estrategia de ejecución de mercado. Nos mantenemos optimistas de que la compañía comenzará a reflejar los beneficios de las sinergias por la consolidación de Contal lo que nos permitirá observar una mejora en la rentabilidad para la compañía. Adicionalmente en Sudamérica estamos observando una mejora en rentabilidad y ganancia de participación de mercado que estaría apoyando los números de la compañía en el corto plazo.

AC* – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	12,350	7,226	70.9%	11,676	5.77%
Utilidad de Operación	1,607	847	89.7%	1,177	36.53%
Ebitda	2,113	1,191	77.4%	1,777	18.91%
Utilidad Neta	979	475	106.1%	530	84.72%
Margen Operativo	13.0%	11.7%	130pb	10.1%	290pb
Margen Ebitda	17.1%	16.5%	61pb	15.2%	190pb
Margen Neto	0.61	0.59			

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Grupo Modelo (GMODELO C, Mantener, PO 2012 P\$91.00)

GModelo presentó resultados al 1T12 positivos en línea con las expectativas del consenso a nivel operativo y menor a nivel de utilidad neta. Cabe señalar que resultados presentados son bajo las normas internacionales de información financiera (IFRS). Los ingresos del trimestre aumentaron 10.6% Asa a P\$21, 275m, derivado de sólidos crecimientos en ingresos tanto en el mercado nacional como en exportación. El EBITDA durante el 1T12 creció 12.2%, (vs 7% arriba del consenso y 1% de nuestros estimados). El margen EBITDA avanzó 40pb a 29.3%. Por su parte, la utilidad neta fue por Ps2,259 millones un avance de 5.4% con respecto al mismo trimestre del año anterior, está se ubicó 7% por debajo de las expectativas del mercado.

En el mercado nacional el volumen registró un crecimiento de 1.2%, al ubicarse con 8.8 millones de hectolitros afectado por bases de comparación (11.5% del 1T11), 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 8.5%.

Durante el 1T12 el volumen de exportación creció 3.0%, pese a bases de comparación elevadas (14.6% en el 1T11), así como una mejor ejecución de las marcas. Por su parte el precio por hectolitro creció 7.5%, reflejando la fluctuación en la paridad del peso frente al dólar, lo anterior derivó que los ingresos de exportación crecieron 10.7%. Las regiones que registraron el mejor desempeño durante el trimestre fueron Estados Unidos, Oceanía y Asia. El volumen de exportación avanzó 40pb con respecto al volumen total al ubicarse en 29.4%.

Los resultados fueron en línea con nuestros estimados a nivel operativo. Consideramos que el repunte que ha tenido el precio de la acción en los últimos días, responde al atractivo rendimiento que ofrece el dividendo. A nivel de múltiplos, GMODELO cotiza a un P/U de 25.37x y FV/EBITDA 4% y 13% arriba del promedio su promedio del último año. Fundamentalmente no vemos catalizadores que permitan una pronta revaluación.

GMODELO – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	21,275	19,234	10.6%	21,167	0.51%
Utilidad de Operación	5,259	4,510	16.6%	5,260	-0.02%
Ebitda	6,223	5,544	12.2%	6,364	-2.22%
Utilidad Neta	2,259	2,143	5.4%	2,915	-22.50%
Margen Operativo	24.7%	23.4%	1.30pb	24.9%	-0.80pb
Margen Ebitda	29.3%	28.8%	0.40pb	30.1%	-0.10pb
UPA	0.69	0.66		0.90	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

CEMENTO / Carlos Hermosillo Bernal**Cemex (CEMEX CPO, Mantener, PO 2012: P\$11.50)**

Cemex ha presentado un reporte positivo que deja por muy por detrás nuestras expectativas, incluyendo un crecimiento de 4% en ingresos a US\$3,503m y un inesperado repunte en EBITDA que crece 7% hasta US\$567m—nuestra estimación era de US\$482m, sin considerar venta de bonos CO2, US\$82m en 1T11, o el beneficio de US\$69m en el cambio pensiones que se registró en 1T12. En la utilidad neta, la empresa reporta una pérdida de sólo US\$26m, nivel débil, pero bastante mejor que los US\$109m de pérdida que esperábamos. En cuanto a los ingresos (US\$3,503m, +4%), sobresale el desempeño obtenido en la subsidiaria norteamericana, ya que esta reporta un crecimiento de 35% en sus ingresos tras alcanzar un aumento de 53% en el volumen de concreto (esperado, dada la consolidación de Ready Mix USA; el número sería +21% en bases comparables), pero también apoyado por un aumento de 22% en el volumen de cemento. Como era esperado, Europa y el mediterráneo muestran caídas importantes en sus ingresos (-11% y -14%), México se mantiene estable (-1%) y Sudamérica arroja un aumento de 30%.

A pesar de que los resultados de Cemex superan nuestra expectativa, aún al eliminar los factores extraordinarios, no consideramos un cambio relevante en nuestras estimaciones hacia 2012, por lo que tras una revisión a fondo de los números de este reporte, refrendamos el precio objetivo de P\$11.5, así como la recomendación de MANTENER.

Respecto al EBITDA (US\$567m, +7%) debemos señalar que EU todavía no alcanza el punto de equilibrio, pero logra una tendencia favorable al reducir sus pérdidas operativas prácticamente a la mitad; va por buen camino, pero todavía hay que avanzar. Los mayores contribuidores en el avance del EBITDA consolidado son la región de Europa y Sudamérica; Europa crece 421% desde una base ínfima (margen de 6.3%, desde 1.1%) por la incorporación de un beneficio extraordinario de US\$69m (12% del EBITDA consolidado) en su estructura de gastos luego de que cambió su esquema de pensiones, mientras que Sudamérica refleja los beneficios del avance en ingresos y la dilución de costos que esto conlleva. Excluyendo el efecto extraordinario de Europa en este 1T12 y eliminando la venta de bonos de CO2 del 1T11, el EBITDA comparable crecería 10% (de US\$451 a US\$498m; US\$533m menos US\$82m en 1T11, y US\$567m menos US\$69m en 1T12). Cemex menciona un crecimiento comparable de 14%, pero eso incluye además el eliminar las fluctuaciones cambiarias.

En el flujo de efectivo, Cemex presenta una cifra negativa en US\$302m, en contraste a un flujo también negativo, pero un poco mayor hace un año (US\$313m); es importante notar que la estacionalidad de Cemex determina que usualmente el primer trimestre del año se presenten cifras negativas en este renglón. No obstante, el desglose de este número vale la pena detallar que los esfuerzos por reducir la necesidad de inversión en capital de trabajo han rendido frutos, y el FCF negativo se origina más bien por el crecimiento en los impuestos pagados; el efecto de ambas partidas es similar, prácticamente eliminándose, y por ende el flujo neto en niveles similares también.

En el frente de la deuda las noticias no son tan favorables. En su deuda total, incluyendo instrumentos perpetuos, Cemex sostiene un nivel prácticamente sin cambios respecto al cierre de 2011 en US\$18,166m, incrementando US\$99m debido a la necesidad de inversión en capital de trabajo que estacionalmente se observa al inicio de cada año. Así, la deuda neta, incluyendo perpetuos, tiene un incremento de US\$328m (+ 1.9%) y se coloca en US\$17,158m, aunque es 2% inferior a la reportada hace un año.

Respecto a las razones financieras que la empresa observa en relación al acuerdo de reestructura de 2009, la empresa presenta un nivel de 6.4x en la relación deuda fondeada (US\$15,399m al 1T12) a EBITDA, cubriendo ya el requisito de <6.5x requerido para junio próximo, pero todavía lejos del 5.75x necesario para final de 2012. En la cobertura de intereses se reporta un 1.93x que supera el requerido >1.75x, y que no será revisado sino hasta junio de 2013 (a 2.0x en ese entonces).

Cemex informó también sobre sus estimaciones para 2012, entre las que sobresale la revisión, al alza, de las premisas básicas para México. En el volumen consolidado, la empresa estima un crecimiento de 2% en cemento, de 5% en concreto y de 3% en agregados. Para México se esperan crecimientos de 4%, 8% y 7%, en dichos rubros, en tanto que para EU se estima un avance de un dígito medio (es decir, alrededor de 5%), y en Sudamérica se mencionan cifras optimistas para Colombia, uno de sus principales componentes, con +8%, +37%, y +46%. La empresa contempla que los aumentos de precio que ha implementado, e incluso está por implementar en semanas próximas en EU, serán suficientes para contrarrestar la inflación de su estructura de costos, por lo que espera que los esfuerzos de transformación realizados en los dos años anteriores logren culminar con un ahorro permanente de US\$400m totales en EBITDA, US\$200m que serían logrados este año. Por su parte, Cemex no estima cambios relevantes en los impuestos pagados (el 1T12 fue un "pico" dentro del año), ni en el nivel de capital de trabajo necesario, y tampoco en el costo ponderado de su deuda aún tras los movimientos de intercambio realizados recientemente. En suma, la perspectiva que presenta la empresa es de una recuperación operativa basada en un cambio de tendencia en EU, en la realización de los programas de ahorro, y la mínima necesidad de inversión más allá del mantenimiento usual (US\$600m de capex este año).

La mejoría en la perspectiva es importante, al grado que la empresa estima que no requerirá vender los US\$500m de activos no productivos que había comentado en septiembre pasado, sino que con un rango de US\$250m a US\$300m sería suficiente para cubrir los covenants revisados al cierre de año.

Un punto negativo en este reporte ha sido el impacto que sufre el capital tras la aplicación de las normas contables internacionales, IFRS, que todas las emisoras mexicanas están obligadas a acatar desde este 2012. Aunque en el reporte a Bolsa únicamente contamos con este estándar aplicado en las cifras del 1T12 y el cierre de 2011, Cemex presenta un ejercicio sobre el cierre del primer trimestre del año pasado. El efecto más fuerte ha sido precisamente en el capital, que de acuerdo a el citado ejercicio estático de la empresa, sobre un balance original de 1T11, presenta un ajuste de 16% a US\$14,557m que se compone básicamente de un aumento de 10% en los pasivos (a US\$27,631m), a su vez concentrado en la obligación de largo plazo clasificada como "beneficios a los empleados". El activo, por su parte, tiene una variación relativamente menor, de apenas -0.8% a US\$42,188m. Es importante notar que, si bien todo esto genera un deterioro en los principales indicadores de apalancamiento, no afecta significativamente las relaciones contempladas en el acuerdo de reestructura de 2009, que son basadas más en una relación de pasivos con costo a flujos de operación, registros que a final de cuentas sufren alteraciones verdaderamente menores con los nuevos estándares contables.

Cemex – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,502.6	3,383.8	3.5%	3,387.2	0.1%
Utilidad de Operación	223.1	138.5	61.1%	159.4	15.1%
Ebitda	567.3	532.6	6.5%	482.5	-9.4%
Utilidad Neta	-26.2	-229.1	-88.6%	-108.8	-52.5%
Margen Operativo	6.4%	4.1%	228 pb	4.7%	61 pb
Margen Ebitda	16.2%	15.7%	46 pb	14.2%	-150 pb
UPA (US\$ / ADR)	-0.02	-0.220	-89.1%	-0.104	-52.74%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

COMERCIO ESPECIALIZADO / Raquel Moscoso Armendáriz

Alsea (ALSEA*, Mantener, PO 2012 \$19.00)

Alsea reportó crecimientos del orden de 24.0% y 26.3% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda. Las Ventas, estuvieron impulsadas por la apertura de 106 unidades corporativas en los U12m, así como también por un positivo desempeño en las VMT (10.9%), impulsadas por las exitosas estrategias comerciales implementadas, las cuales dieron como resultado un aumento en el número de órdenes y un incremento en el ticket promedio, favorecido por una mejora en el entorno del consumo en general.

El Margen Bruto de Alsea durante el trimestre, presentó una ligera contracción, al pasar de 65.2% en el 1T11 a 64.2% en el 1T12. Lo anterior se explica principalmente por la afectación en el costo, derivado de un mayor tipo de cambio durante el trimestre. Por otro lado, también impactó negativamente el inicio de operaciones de la planta de producción de pan y sandwiches. El efecto a nivel de margen bruto, se vio compensado a nivel operativo por el cambio en la mezcla de negocios, donde las unidades con mayor crecimiento son aquellas que tienen el menor costo como porcentaje de las ventas. La marginalidad obtenida en los gastos por el importante crecimiento en el número de unidades y el buen desempeño de las VMT, dio como resultado un crecimiento de 80pb en el Margen Operativo (3.5%) y de 20pb en el Margen Ebitda del trimestre (9.7%).

Al cierre del 1T2012, la compañía reportó una Deuda Total de P\$4,038.8m, lo que equivale a un incremento de alrededor de 2.6x vs la deuda reportada al 1T2011. La Deuda Neta al cierre de marzo se ubicó en P\$3,054.9m, con una razón DN/Ebitda en niveles de 2.3x. El incremento en el nivel de deuda tiene su origen en la contratación de líneas de crédito para la compra de Italianni's. Sin embargo, actualmente el efecto de esta adquisición está completamente reflejada en los niveles de deuda, aunque no así en los resultados de la compañía, por lo que esperaríamos ver significativas mejoras en la razón de apalancamiento DN/Ebitda en la medida en que se refleje la incorporación de la nueva marca.

El reporte de Alsea, resultó bastante positivo. Anticipamos mejoras desde el punto de vista operativo en la medida en que Italianni's se incorpore totalmente a la plataforma de Alsea y se den eficiencias en la operación. Sin embargo, actualmente la compañía cotiza a un múltiplo FV/Ebitda U12m de 11.8x, el cual resulta 32.5% superior a su promedio U12m, por lo que desde nuestro punto de vista la valuación de la empresa ya luce bastante adelantada y el potencial de apreciación resulta más limitado. Ajustamos recomendación a MANTENER y reiteramos PO2012E de P\$19.0.

Alesa – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,971	2,397	24.0%	2,911	2.1%
Utilidad de Operación	104	66	58.6%	122	-14.6%
Ebitda	289	229	26.3%	292	-0.9%
Utilidad Neta	17	13	28.3%	23	-25.9%
Margen Operativo	3.5%	2.7%	0.8%	4.2%	-0.7%
Margen Ebitda	9.7%	9.6%	0.2%	10.0%	-0.3%
UPA	0.028	0.022	28.3%	0.038	-1.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Grupo Famsa (GFAMSA A, Compra, PO 2012 \$13.50)

Al 1T12 Famsa reportó una variación -5.5% en Ventas y un crecimiento de 1.2% en el Ebitda. Los resultados, estuvieron por debajo de nuestro estimado de Ventas -10.0%, aunque significativamente mejores a nivel operativo +30.0%. En el 1T12, las Ventas en México, tuvieron una caída de -4.4%. Lo anterior, debido a una combinación de diversos factores: 1) el trimestre enfrentaba un comparativo muy complicado, dado que en el 1T11 las ventas en México tuvieron un crecimiento de 15.0% y 2) El incendio en uno de los edificios de Famsa sufrido en enero, afectó negativamente la capacidad de aprobación de los créditos, impactando negativamente el desempeño de las ventas. La compañía actualmente ya está operando con la división de aprobación de créditos a toda su capacidad.

En EUA, Famsa reportó -7.2% en Ventas, afectada igual que México por un comparativo complicado (+11.5%). A partir de este trimestre, Famsa ha puesto en operación su plan de reenfoque para las operaciones de este país, el plan consiste en una salida parcial de EUA, donde se dividieron las operaciones en dos regiones (Texas y el Oeste), la compañía ha iniciado la salida de la región Oeste, la cual comprende los estados de California, Nevada y Arizona, con un total de 24 tiendas. El objetivo para esta región es maximizar la cobranza (P\$1,005m, aproximadamente el 42.0% de las cuentas por cobrar de Famsa USA), al tiempo que se minimizan los efectos por operaciones discontinuadas. En Texas, la empresa pretende enfocarse en mejorar las utilidades, a través de un mejor servicio, un portafolio más amplio de productos relacionados con el crédito, así como también mayor publicidad.

Banco Ahorro Famsa, se mantiene un buen desempeño. El índice de capitalización del banco, alcanzó 13.1%, con un crecimiento estable de alrededor de 20.0% en los depósitos y una tasa promedio de fondeo de 5.2%. La compañía ha continuado progresando en el desarrollo de un portafolio de préstamos comerciales. El balance de créditos a este tipo de entidades, alcanzó los \$2,088mdp al cierre del 1T12, lo que equivale a un crecimiento de 110.5% vs el 1T11.

Los resultados de Famsa hacia adelante, estimamos deberán estar mostrando una significativa mejora contra lo observado en trimestres anteriores. El efecto de la desincorporación de la región Oeste de EUA disminuyó la exposición de GFamsa a este mercado a alrededor del 13.0% de las ventas consolidadas y Texas ha sido una región que consistentemente ha mostrando resultados positivos. En México, creemos que un comparativo más sencillo hacia adelante sumado a la recuperación que se empieza a observar en el consumo, impulsarán positivamente los resultados de la división comercial. Adicionalmente, en la medida que el banco amplía su propuesta comercial esperaríamos este continúe mostrando sólidos crecimientos. Estimamos una caída de 2.2% en las Ventas de 2012, aunque un crecimiento de 5.6% a nivel de Ebitda. Lo anterior como reflejo de la salida parcial de las operaciones en EUA. A partir de una expectativa más positiva a futuro y una caída superior al 20.0% en el precio de la acción durante el transcurso del año, modificamos nuestra recomendación de VENTA a COMPRA y mantenemos el PO2012E de P\$13.50.

Gfamsa – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,024	3,201	-5.5%	3,358	-10.0%
Utilidad de Operación	421	426	-1.2%	299	40.8%
Ebitda	516	510	1.2%	397	30.0%
Utilidad Neta	221	88	152.0%	42	425.2%
Margen Operativo	13.9%	13.3%	0.6%	8.9%	5.0%
Margen Ebitda	17.1%	15.9%	1.1%	11.8%	5.2%
UPA	0.502	0.199	152.0%	0.096	425.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Genomma Lab (LAB B, Compra, PO 2012 \$35.00)

Al 1T12 Lab reportó Ventas de \$1,775mdp y Ebitda de P\$287m. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 20.3% y 24.5% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas, presentando un diferencial de 0.1% en Ventas, aunque a nivel de Ebitda, los resultados estuvieron un poco por debajo (-6.1%). El crecimiento de 20.0% en Ventas se compuso de varios factores: 1) Un crecimiento de 6.9% (P\$72.3 m) de la línea base en México, incluyendo las extensiones de línea de estas marcas; 2) Un incremento de 472.7% (P\$189.4m), debido al efecto de los lanzamientos del año anterior en México, incluyendo las recientes extensiones de línea en dichas marcas lanzadas durante el 2011; 3) P\$6.3m durante el 1T12 de Marcas Nuevas en México, debido principalmente al efecto de las ventas de las marcas adquiridas en el 2011 a Colgate- Palmolive (Alert, Nórdiko y Wildroot) y 4) Un incremento de 8.0% (P\$31.3m), de las operaciones internacionales para alcanzar P\$425.2m.

El Margen Bruto de LAB, se ubicó sobre niveles de 69.6%, lo que implicó una contracción de 0.3pp vs el Margen de 69.9% obtenido en el 1T11. Lo anterior, estuvo derivado de un cambio en la mezcla de ventas del portafolio, donde los productos de mayor crecimiento son los de cuidado personal y genéricos, que tienen un mayor costo de ventas como porcentaje de las Ventas Netas. Sin embargo, a nivel Operativo, la compañía mostró una mejora de 1.0pp, en el Margen Operativo (15.3%) vs el 1T11, esto como consecuencia de la caída de 1.2pp en los gastos generales de Venta y Administración como porcentaje de las Ventas Netas, obedeciendo a importantes esfuerzos corporativos para generar eficiencias. El Margen Ebitda (16.2%), se incrementó en 0.6pp, como consecuencia de la mejora en el rubro operativo. Los márgenes reportados estuvieron por debajo de nuestra expectativa en -0.5pp para el Margen Operativo y -1.1pp para el Margen Ebitda.

Estacionalmente, LAB, inicia el año con cifras débiles, que van mejorando junto con los márgenes a lo largo de los siguientes trimestres. Esperamos que la compañía alcance crecimientos durante 2012 del orden del 25.0% en Ventas y 27.0% en Ebitda. Lo anterior, apoyada por las nuevas adquisiciones así como por los nuevos lanzamientos y un positivo desempeño de las operaciones internacionales. En base a lo anterior, y a la decisión de LAB de no proceder con la compra de PBH, reiteramos COMPRA con PO2012E de P\$35.0.

LAB – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,775	1,476	20.3%	1,774	0.1%
Utilidad de Operación	271	211	28.5%	280	-3.3%
Ebitda	287	231	24.5%	306	-6.1%
Utilidad Neta	135	126	6.6%	186	-27.4%
Margen Operativo	15.3%	14.3%	1.0%	15.8%	-0.5%
Margen Ebitda	16.2%	15.6%	0.6%	17.2%	-1.1%
UPA	0.128	0.120	6.6%	0.176	-27.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

COMERCIALES/ Raquel Moscoso Armendáriz

Chedraui (CHDRAUI B, Compra, PO 2012 \$38.20)

Al 1T12, Chedraui reportó Ventas de P\$13,281m y Ebitda de P\$928m. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 11.4% y 10.8% en Ventas y Ebitda respectivamente vs el 1T11. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda. Las Ventas del trimestre, estuvieron impulsadas por un crecimiento de 1.8% en las VMT en México, así como por la apertura de 26 tiendas en el territorio nacional y tres en EUA durante los U12m. El Margen Bruto de la compañía, tuvo una ligera expansión 0.1pp vs el 1T11 (19.3%). Sin embargo, a nivel de Margen Operativo el Margen se contrajo en 0.2pp, mientras que el Margen Ebitda se mantuvo sin cambios (7.0%). La caída en el Margen Operativo se explica por varias situaciones: 1) El efecto de los gastos operativos de las 29 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 arriba del 20.0% vs el 1T11.

Consideramos que el reporte de Chdraui, resultó bastante positivo en términos generales ya que los crecimientos operativos reportados fueron de los mejores del sector. Por otro lado, consideramos muy bueno, que a pesar del intenso clima de competencia que se vive en el sector de autoservicios Chedraui haya sido capaz de mejorar su margen bruto. El negativo impacto por las recientes aperturas así como por incrementos en las tarifas de electricidad, estimamos que se podrían revertir en el futuro, al incorporar el efecto completo de la implementación de los sistemas de SAP dentro de la compañía así como también con una mejora en el indicador de VMT durante los próximos trimestres. Adicionalmente, la apertura de algunas tiendas "ancla" en ciertas zonas de la ciudad de México, así como en Veracruz, sumado a las recientes remodelaciones de 6 unidades, serán factores que estarán impulsando el crecimiento de Chedraui en el futuro. Reiteramos recomendación de COMPRA y PO2012E de P\$38.20

Chdraui- Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	14,798	13,281	11.4%	15,343	-3.5%
Utilidad de Operación	715	659	8.5%	689	3.7%
Ebitda	1,029	928	10.8%	1,014	1.4%
Utilidad Neta	372	364	2.3%	363	2.5%
Margen Operativo	4.8%	5.0%	-0.2%	4.5%	0.3%
Margen Ebitda	7.0%	7.0%	0.0%	6.6%	0.3%
UPA (US\$ / ADR)	0.386	0.377	2.3%	0.377	2.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Soriana (SORIANA B, Mantener, PO 2012 \$38.50)

Soriana reportó crecimientos del orden de 10.1% y 4.5% en Ventas y Ebitda respectivamente. La Utilidad de Operación se incrementó en 3.3%, mientras que la Utilidad Neta se incrementó en 12.9%. Las cifras reportadas estuvieron en línea con nuestros estimados para el trimestre, con excepción de la utilidad neta que resultó 12.4% superior.

El crecimiento de 10.1% en las Ventas, estuvo impulsado por la apertura de 53 nuevas tiendas durante los U12m, lo que equivale a un crecimiento de +5.9% en el piso de Ventas de la compañía así como también por un positivo desempeño en las VMT (+5.3%), impulsadas por una actividad promocional más agresiva. En el transcurso de este primer trimestre Soriana ha continuado con la implementación de su programa de diferenciación comercial por formato, con la que busca ofrecer al cliente una propuesta de valor distinta en cada uno de los formatos bajo los cuales opera.

La compañía ha venido llevando a cabo una estrategia bajo la cual asegura la competitividad de sus unidades, invirtiendo de manera agresiva en reducción de precios y actividad promocional, consiguiendo positivos resultados en el tráfico de sus unidades, pero a cambio de esto sacrificando márgenes. En el 1T12 el Margen Bruto de Soriana tuvo una contracción de 50pb (21.3%). El Margen Operativo y Ebitda, como consecuencia de la caída en el margen bruto disminuyeron en 40pb. Sin embargo, resulta importante destacar que parte del efecto a nivel bruto, fue compensado, dado un mayor apalancamiento operativo por el buen desempeño de las VMT. Por otro lado, el alza en los costos de los energéticos, han metido algo de presión desde el punto de vista de márgenes.

El reporte de Soriana, resultó positivo desde el punto de vista de un menor deterioro a nivel operativo contra lo que habíamos observado en trimestres anteriores. El buen desempeño del indicador de VMT con crecimiento en tráfico es una señal muy positiva, y esperamos que hacia delante, la estrategia de diferenciación comercial por formatos continúe dando frutos e impulsando los resultados tanto en ventas como a nivel operativo. Por otro lado, un mayor crecimiento orgánico, será otro de los factores que deberá estar apoyando los resultados futuros de la emisora. Estamos mejorando ligeramente nuestro estimado de crecimiento en Ebitda para 2012 de 5.2% a 6.0%. Reiteramos la recomendación de MANTENER y PO 2012E de P\$38.50.

Soriana - Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	24,141	21,924	10.1%	24,561	-1.7%
Utilidad de Operación	1,312	1,271	3.3%	1,271	3.2%
Ebitda	1,835	1,757	4.5%	1,804	1.7%
Utilidad Neta	933	826	12.9%	830	12.4%
Margen Operativo	5.4%	5.8%	-0.4%	5.17%	0.3%
Margen Ebitda	7.6%	8.0%	-0.4%	7.34%	0.3%
UPA	0.518	0.459	12.9%	0.4611	12.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Wal-Mart de México y Centroamérica (WALMEX V, Mantener, PO 2012 \$43.50)

Las ventas del 1T12 de Walmex se vieron impulsadas por una importante agresividad comercial por parte de Walmex, lo que dio como resultado un muy buen crecimiento en las Ventas (+14.0%). No obstante el positivo desempeño de las Ventas, a nivel operativo Walmex presentó importantes presiones, con caídas de 50pb en el Margen Bruto, el cual pasó de 22.4% en el 1T11 a 21.9% en el 1T12. Por otro lado el Margen Operativo y Ebitda también presentaron contracciones del orden de 60pb, al pasar de 7.4% a 6.8% en el caso del Margen Operativo y de 9.5% a 8.9% el Margen Ebitda.

Los ingresos en México, tuvieron un crecimiento de 14%, con un Margen Bruto que se contrajo en 30pb (22.1%) vs el mismo trimestre del año anterior. La Utilidad de Operación, mostró un incremento del 7.0%, con una caída en el Margen Ebitda del trimestre de 50pb (9.6%). El pobre desempeño tanto de la Utilidad de Operación como del Ebitda, vs las Ventas, estuvo originado por un menor apalancamiento operativo, resultado de liquidaciones de inventarios de temporada y de mayores costos derivados de incrementos en rentas y tarifas de electricidad. El ticket promedio del trimestre aumentó en 3.2%, mientras que el tráfico lo hizo en 2.3%. Las Ventas en Centroamérica, crecieron en 17.0%, aunque al dejar de lado las fluctuaciones cambiaras el crecimiento fue de 9.0%, con un margen Bruto de 20.6%, el cual resultó 1.5pp inferior al del 1T11, dando como resultado un crecimiento de apenas 2.0% en la utilidad bruta. Lo anterior, sumado al incremento de 9.0% en los gastos generales, dio como resultado una caída de 29.0% en la utilidad de operación y de 16.0% en el Ebitda.

Los resultados reportados por Walmex, a pesar de que mostraron una debilidad operativa mayor a la anticipada, consideramos que estarán mostrando una significativa mejoría en los trimestres por venir. Estamos manteniendo nuestros estimados de crecimiento en Ebitda para 2012 prácticamente sin cambios de 14.0% a 13.9%. Sin embargo, dado nuestros estimados menos optimistas que los de algunas otras corredurías, no descartamos que se dieran algunas revisiones a la baja en crecimiento y precio objetivo. Reiteramos MANTENER y PO2012E de P\$43.50.

Walmex – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	96,902	84,950	14.1%	96,061	0.9%
Utilidad de Operación	6,604	6,288	5.0%	7,114	-7.2%
Ebitda	8,645	8,111	6.6%	9,051	-4.5%
Utilidad Neta	4,712	4,502	4.7%	5,162	-8.7%
Margen Operativo	6.8%	7.4%	-0.6%	7.4%	-0.6%
Margen Ebitda	8.9%	9.5%	-0.6%	9.4%	-0.5%
UPA	26.6%	25.4%	4.7%	29.1%	-8.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

MEDIOS DE COMUNICACIÓN / Manuel Jiménez Zaldivar

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

Azteca reportó que sus ingresos consolidados al 1T12 ascendieron a P\$2,751m lo que representa un incremento anual del 15.1% superando ampliamente nuestros estimados. Las ventas domésticas representaron el 89.5% y registraron un crecimiento de 14.7% A/A derivado de una mayor demanda de los anunciantes por tiempo de publicidad. Las ventas de Azteca America (EU) aumentaron 20.1% a P\$251m por una mayor demanda de los anunciantes así como un efecto de conversión de moneda extranjera; por último, las ventas de contenido a otros países creció 19.4% vs 1T11.

En los últimos trimestres la empresa ha generado una mayor cantidad de contenido con el objetivo de atraer la demanda de los anunciantes generando un alza en los costos de producción y programación; en este trimestre el costo de programación aumentó 15.8%. La compañía ha demostrado un efectivo control de costos y gastos, en esta ocasión los gastos aumentaron sólo 4.86%, este aumento es inferior al crecimiento de los ingresos permitiendo así una expansión en la rentabilidad de la compañía. El buen crecimiento de los ingresos y la eficiencia operativa permitió que la empresa reportara un Ebitda de P\$850m siendo un incremento del 19.0% frente al mismo período del año anterior y equivalente a un margen de Ebitda de 30.9%, +90pb A/A.

El buen desempeño operativo en combinación con una ganancia cambiaria de P\$200m producto de la apreciación del tipo de cambio dieron un impulso a la utilidad neta; en este rubro la empresa reportó un monto de P\$438m un alza de 170.4% A/A siendo en línea con nuestro estimado de P\$441m.

Azteca – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,751	2,386	15.3%	2,390	15.1%
Utilidad de Operación	663	548	21.0%	670	-1.0%
Ebitda	850	714	19.0%	800	6.3%
Utilidad Neta	438	162	170.4%	441	-0.7%
Margen Operativo	24.1%	23.0%	1.1pp	28.0%	-4.1pp
Margen Ebitda	30.9%	30.0%	0.9pp	33.5%	-2.6pp
UPA	\$0.148	\$0.054	174.1%	\$0.149	-0.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Megacable Holdings (MEGA CPO, Compra, PO 2012 \$33.50)

La base de UGI de Megacable cerró el periodo con 3.2 millones, vemos una aceleración en la obtención de Unidades Generadoras de Ingreso en el trimestre como resultado del proceso de digitalización, el empaquetamiento de servicios y la expansión hacia otros segmentos de la población. Megacable obtuvo 87 mil adiciones netas lo que representa un crecimiento del 16.1% A/A siendo la mayor cifra de adiciones reportadas en un primer trimestre desde que inició su cotización en la BMV.

Es importante mencionar que la utilización de las Normas Internacionales de Información Financiera no afectó los ingresos pero si incrementó ligeramente algunos rubros de gastos. Megacable reportó que sus ingresos consolidados ascendieron a P\$2,250m siendo un incremento anual del 10.1% vs 1T11 y exactamente en línea con nuestro estimado. El crecimiento en la base de UGI logró compensar la reducción en el ARPU consolidado. En este trimestre, el servicio que registró el mayor avance en los ingresos fue Internet de Banda Ancha con un 18.7% seguido por las ventas del servicio de video con 9.9%. La empresa reportó un Ebitda de P\$996m, es decir, un aumento del 7.1% A/A lo que equivale a un margen de Ebitda de 44.3% (-120pb vs 1T11). El crecimiento de suscriptores implica un mayor costo de contenido, comisiones, gastos de mantenimiento y de arrendamiento, sin embargo, la empresa logra compensar parcialmente este efecto con economías de escala así como menores costos en las tarifas de interconexión y de enlaces a internet.

Megacable logró incrementar sus recursos en caja en P\$305m a pesar de haber liquidado dos pasivos por un monto combinado de US\$50m y la utilización de P\$406m en inversiones de capital. La empresa tiene una sólida estructura en el balance con una razón de pasivo a capital de 0.34x.

Mega – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,250	2,044	10.1%	2,250	0.0%
Utilidad de Operación	675	672	0.4%	719	-6.1%
Ebitda	996	930	7.1%	1,015	-1.9%
Utilidad Neta	592	537	10.2%	525	12.8%
Margen Operativo	30.0%	32.8%	-2.8pp	32.0%	-2.0pp
Margen Ebitda	44.3%	45.5%	-1.2pp	45.1%	-0.8pp
UPA	\$0.689	\$0.624	10.4%	\$0.611	12.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Grupo Televisa (TLEVISA CPO, Compra, PO 2012 \$65.00)

Televisa reportó que sus ingresos del 1T12 ascendieron a P\$15,157m lo que representa un aumento anual del 14.8% siendo impulsados por un buen avance en todas las líneas de negocio; estimábamos un alza de 7.4%. Ahora la empresa agrupa bajo el rubro de "Contenidos" las ventas de publicidad y los ingresos por ventas de canales y licencias de programación, este segmento presentó un aumento del 13.6% en ingresos y contribuye el 41.9% de las ventas totales; los ingresos relacionados con la venta de programación crecieron 23.8%. Las ventas relacionadas con los negocios de TV de paga aumentaron 14.4% (46.4% de los ingresos) debido al crecimiento de 24.1% en las Unidades Generadoras de Ingreso.

Televisa ha logrado un buen control sobre sus costos y gastos permitiendo una expansión en la rentabilidad de casi todos sus segmentos de negocios. En el trimestre, Televisa reportó un Ebitda de P\$5,352m (+23.3% A/A y +11% vs el estimado) lo que equivale a un margen de Ebitda de 35.3% (+240 pb vs 1T11). A excepción de Sky, el resto de los negocios reportó un aumento en sus márgenes. El segmento de Contenidos alcanzó un margen de 40.1% (+210pb) como resultado de una mayor comercialización de canales a sistemas de TV de paga, el negocio de Cable & Telecomunicaciones reportó un margen de Ebitda de 35.3% (+230pb) debido a las economías de escala. En "Otros Negocios" se reportó un margen de 9.5% vs -5.4% en el 1T11 debido a una mayor actividad en los negocios de fútbol y de Juegos y Sorteos.

Además del favorable resultado operativo, Televisa reportó una reducción en su Resultado Integral de Financiamiento reportando un costo de P\$576m que compara favorablemente con los P\$944m del 1T11. Esta reducción se debe principalmente a una ganancia cambiaria de P\$342m por la apreciación del peso frente al dólar así como menores una reducción de 69.0% en los gastos financieros. Televisa reportó una utilidad neta de P\$1,506m +93.0% A/A y una UPA de \$0.53.

Televisa – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	15,157	13,200	14.8%	14,172	6.9%
Utilidad de Operación	3,284	2,552	28.7%	2,888	13.7%
Ebitda	5,352	4,340	23.3%	4,823	11.0%
Utilidad Neta	1,506	781	93.0%	1,120	34.5%
Margen Operativo	21.7%	19.3%	2.4pp	20.4%	1.3pp
Margen Ebitda	35.3%	32.9%	2.4pp	34.0%	1.3pp
UPA	\$0.533	\$0.281	89.7%	\$0.396	34.6%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

INFRAESTRUCTURA / José Itzamna Espitia Hernández

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

El miércoles 2 de mayo, Ica reportó resultados al 1T12 con crecimientos notables anuales en Ingresos de 43.4%, en Utilidad Operativa de 46.7% y en Ebitda Ajustado de 27.7%, ubicándose en P\$12,038m, P\$996m y P\$1,697m, respectivamente.

Todos los segmentos de negocio de Ica tuvieron alzas en sus ingresos y de doble dígito, siendo los principales impulsores los siguientes: Construcción Civil, Concesiones y Vivienda, con aumentos de 51%, 59% y 20%, respectivamente.

La Utilidad de Operación tuvo un significativo incremento de 46.7% respecto al 1T11, colocándose en P\$996m. Los segmentos que más contribuyeron al crecimiento de este rubro fueron: Concesiones, Construcción Civil y Aeropuertos; que más que compensaron las caídas en Construcción Civil y Vivienda.

El margen de operación aumentó 19pb, con lo cual dicho margen se encuentra en 8.3%. Lo anterior se debió a que el costo de ventas de la compañía y los gastos generales representaron un porcentaje ligeramente menor (91.7%) respecto al 1T11 (91.9%).

El Ebitda Ajustado tuvo un buen incremento de 27.7% vs. el 1T11, ubicándose en P\$1,697m. No obstante, el margen Ebitda Ajustado tuvo una disminución en 173 pb, con lo cual se ubicó en 14.1% (-2.8% vs. nuestros estimados), ante una menor depreciación (en Construcción Civil e Industrial), que visto desde otro forma apoyó la rentabilidad en la utilidad operativa.

La Utilidad Neta Mayoritaria presentó un aumento de 174.3%, ubicándose en P\$821m, ante los incrementos en los resultados operativos del grupo y un saldo positivo en el resultado integral de financiamiento de P\$544m (por una ganancia cambiaria) vs. una pérdida en el 1T11 de P\$123m; que más que compensaron el aumento de 175% en los impuestos.

Referente a la Deuda Total de la empresa, ésta asciende a \$50,931m, creciendo +45.2% vs 1T11 y +1.8% vs 4T11. Es importante señalar que la compañía señaló que el incremento de la deuda por desembolsos de otros proyectos de infraestructura en construcción que ya tienen financiamiento contratado, contrarrestan la disminución de la deuda de la Yesca (25% del total) que deberá ser pagada al concluirse la obra a finales de 2012, resultando en un incremento de deuda a largo plazo.

Calificamos el reporte como neutral tomando en cuenta los sólidos crecimientos mostrados, así como los resultados mixtos en cuanto a rentabilidad. Nuestras estimaciones, una vez incluido el reporte del 1T12, para este año son: aumento en Ingresos de 15.1% y en Ebitda Ajustado de 15.5%, con un margen Ebitda Ajustado de 15.7%, los cuales son similares a la guía de resultados publicada por Ica para 2012: Ingresos 11%-14% y margen Ebitda Ajustado de 14%-16%.

Ica – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	12,038	8,397	43.4%	9,702	24.1%
Utilidad de Operación	996	679	46.7%	892	11.6%
Ebitda	1,697	1,329	27.7%	1,641	3.4%
Utilidad Neta	821	299	174.3%	213	285.9%
Margen Operativo	8.3%	8.1%	0.2 pp	9.2%	-0.9 pp
Margen Ebitda	14.1%	15.8%	-1.7 pp	16.9%	-2.8 pp
UPA	1.36	0.46	194.0%	0.71	289.9%

Fuente: Empresas ICA, Banorte-Ixe

GRUPOS AEROPORTUARIOS / José Itzamna Espitia Hernández
Asur (ASURB, Mantener, PO 2012 \$103.50)

El 24 de abril, Asur dio a conocer su reporte del 1T12 con positivos crecimientos en sus resultados ligeramente por arriba de nuestros estimados. El grupo aeroportuario tuvo incrementos en ingresos totales, utilidad de operación, Ebitda y utilidad neta de 21.0%, 25.2%, 22.4% y 28.9% vs. 1T12, ubicándose en P\$1,286m, P\$729m, P\$828m y P\$538m, respectivamente. Cabe señalar que los resultados están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

En el 1T12, el tráfico total de pasajeros de Asur creció 10.4% (vs. 1T11). Los pasajeros nacionales tuvieron una alza de 19.8% y los internacionales de 5.8%. El principal aeropuerto del grupo, Cancún, se benefició por la mejor afluencia turística en el lugar cuya ocupación hotelera ha sido mayor en comparación con el año anterior. Adicionalmente, es resultado de las acciones realizadas por aerolíneas, mexicanas y extranjeras, para retomar los pasajeros que dejó Mexicana. Asimismo, la depreciación del peso respecto al dólar, que mejora el poder de compra de turistas estadounidenses, benefició al tráfico internacional.

El margen operativo aumentó 192pb, colocándose en 56.7% (vs. 56.8%e); y el margen Ebitda subió 75pb, ubicándose en 64.4% (vs. 65.1%e). Dichos márgenes se vieron favorecidos por el aumento en el total de costos y gastos de 15.9% que fue menor al presentado en los ingresos totales (+21.0%). Es importante hacer notar que comparando los márgenes del 1T12 vs. 1T11, sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, los resultados son alentadores (61.0% el margen operativo y 69.3% el de Ebitda) vs. 1T11 (58.2% y 67.6%, respectivamente), posicionándola como la mejor en márgenes operativo y Ebitda en el sector.

La utilidad neta en el 1T12 subió 28.9% (+9.7%e), por los buenos incrementos en los resultados operativos del grupo que más que compensaron el alza en los rubros de costo de financiamiento (se colocó en P\$15.1m) y en el de impuestos a la utilidad (+6.8%). Por otro lado, el pasivo total de Asur disminuyó 3.8% (vs. 4T11) y su razón Deuda Neta/Ebitda se ubicó en -0.6x (vs. -0.3x en el 4T11).

Asur- Resultados al 1T12 (en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,286	1,063	21.0%	1,226	4.9%
Utilidad de Operación	729	583	25.2%	696	4.8%
Ebitda	828	677	22.4%	799	3.8%
Utilidad Neta	538	417	28.9%	491	9.7%
Margen Operativo	56.7%	54.8%	1.9 pp	56.8%	-0.1 pp
Margen Ebitda	64.4%	63.8%	0.8 pp	65.1%	-0.7 pp
UPA	1.79	1.39	28.9%	1.64	9.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

GAP (GAP B, Mantener, PO 2012 \$54.00)

El pasado 23 de abril, Gap reportó sus resultados al 1T12 crecimientos en ingresos, utilidad operativa y Ebitda de 0.3%, 9.6% y 11.0%, ubicándose en P\$1,246m, P\$526m y P\$725m, respectivamente. Dado que los números reportados estuvieron en línea con nuestros estimados, calificamos el reporte como neutral. Cabe señalar que los resultados están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

El número de pasajeros totales de Gap en el 1T12 tuvo un aumento de 5.6% (vs. 1T11), principalmente por un incremento de 5.1% en sus pasajeros nacionales y de 6.3% en sus pasajeros internacionales. La tendencia positiva de los pasajeros del grupo continúa tomando en cuenta 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 incremento de 3.6pp, colocándose en 42.2% (vs. 37.1%e); y el margen Ebitda aumentó 5.6pp, ubicándose en 58.1% (vs. 57.5%e). Dichos márgenes se vieron beneficiados principalmente por el menor monto en el rubro de ingresos por adiciones a bienes concesionados. No obstante, comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12), los resultados no son tan favorables: 48.4% el margen operativo y 66.7% el de Ebitda en el 1T12 vs. 49.6% y 67.5% en el 1T11, respectivamente. Lo anterior, fue resultado de un crecimiento en el total de gastos de operación (sin incluir los de adiciones a bienes concesionados) de 15.0%, el cual fue mayor al presentado en los ingresos de operación (sin incluir los de adiciones a bienes concesionados) de 12.3%.

La utilidad neta del 1T12 (PS425m) fue mejor a nuestro estimado (P\$370m), aunque con un ligero decremento de 1.8% vs. 1T11, debido a un mayor costo financiero y un incremento en el gasto por los impuestos a la utilidad. Por otro lado, el total de los pasivos de Gap disminuyó 4.5% (vs. 4T11), y una razón Deuda Neta/Ebitda de -0.3x (vs. -0.1x en el 4T11).

Gap- Resultados al 1T12 (en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,246	1,243	0.3%	1,261	-1.1%
Utilidad de Operación	526	480	9.6%	468	12.4%
Ebitda	725	653	11.0%	725	0.0%
Utilidad Neta	425	433	-1.8%	370	15.0%
Margen Operativo	42.2%	38.6%	3.6 pp	37.1%	5.1 pp
Margen Ebitda	58.1%	52.5%	5.6 pp	57.5%	0.6 pp
UPA	0.75	0.77	-1.8%	0.66	15.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

SIDERÚRGICO Y MINERÍA / Marissa Garza Ostos

GRUPO MEXICO (GMEXICO B, Compra, PO 2012 \$46.00)

GMéxico mostró sólidos resultados en el 1T12, por arriba de nuestros estimados. Las ventas consolidadas ascendieron a US\$2,745 m, mostrando un incremento interanual del 9.6%, que se explica por los mayores ingresos tanto en la división minera (AMC) como en la de transporte (ITM). Por su parte, el EBITDA consolidado se ubicó en US\$1,395 m, mostrando un aumento del 21.6% A/A, muy por arriba de lo esperado. Sorprende positivamente la expansión en márgenes a nivel de EBITDA (+5pp) al ubicarse en 50.8%, a pesar de la disminución en los precios del cobre, lo cual se explica por la optimización en el uso de la capacidad instalada en AMC y mayores eficiencias en ITM. A nivel neto, GMEXICO obtuvo utilidades por US\$716 m, mostrando un incremento del 35.1% respecto de las obtenidas en el 1T11.

A pesar de la importante caída interanual en los precios de los metales, principalmente del cobre (-13.7%), molibdeno (-17.9) y zinc (-15.5%), la división minera de GMéxico, AMC, mostró un incremento en sus ingresos del 10.3% A/A. Esto se explica por los mayores volúmenes de producción en general, con crecimientos de 21.1% para el cobre, 7.7% para el molibdeno, 19.6% para la plata y 42.0% para el oro, entre otros, gracias a la contribución de la mina Buenavista (antes Cananea) que reinició operaciones a partir del mes de abril del 2011 y las mejores leyes minerales del cobre en prácticamente todas las minas. Sorprendió positivamente el crecimiento del 17.3% vs 1T11 en el EBITDA, a pesar de los menores precios de los metales, lo cual se explica por una mejor utilización de la capacidad instalada en esta división. AMC contribuye con el 83.9% de los ingresos y el 86.9% del EBITDA consolidado de GMéxico.

Para el caso de la división de transporte, que al 1T12 representó el 15.3% de los ingresos y el 10.2% del EBITDA consolidado, las ventas aumentaron 9.5%. Lo anterior es resultado no solo de un mayor volumen de carga transportado (+5.6%), sino también de una mejor mezcla en cuanto a tarifas y tráficos. Las importantes eficiencias alcanzadas en materia de costos se vieron reflejadas en una expansión 580pb en el margen EBITDA que se ubicó en 33.9%, por lo que a nivel de EBITDA el crecimiento registrado fue del 32.0% A/A.

Si bien los resultados de la compañía fueron superiores a nuestros estimados, debido principalmente a una importante recuperación en los volúmenes de producción, el precio del cobre se ha mantenido por debajo de nuestro precio promedio estimado de US\$3.90 para 2012 al ubicarse en alrededor de US\$3.75. Aunado a lo anterior, a partir del próximo trimestre comienzan los comparativos con Buenavista al 100%, por lo que los crecimientos dependerán en mayor medida de la recuperación en los precios del cobre. La dificultad en el entorno macroeconómico (crisis en Europa y perspectivas en China) nos llevan a considerar una visión cautelosa en cuanto a la magnitud de la recuperación en los precios del cobre por lo que por el momento, mantenemos nuestro precio objetivo de P\$46.00 sin cambios, mientras no veamos mayor certeza respecto a la recuperación en los precios del metal rojo. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA, sustentada en los sólidos fundamentales de la compañía, la fuerte generación de efectivo, atractivos dividendos, y valuación atractiva.

Gmexico – Resultados al 1T12 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,745	2,505	9.6%	2,535	8.3%
Utilidad de Operación	1,263	1,032	22.4%	1,099	15.0%
Ebitda	1,395	1,148	21.6%	1,233	13.1%
Utilidad Neta may.	716	530	35.1%	559	28.2%
Margen Operativo	46.0	41.2	480pb	43.3	270pb
Margen Ebitda	50.8	45.8	500pb	48.6	220pb
UPA	.09	.07		.07	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

PETROQUIMICAS / Raquel Moscoso Armendáriz

Mexichem (MEXCHEM*, Compra, PO 2012 \$60.00)

Mexichem publicó un crecimiento en Ventas y Ebitda de 10.9% y 13.2% respectivamente. Las ventas estuvieron impulsadas por las adquisiciones de INEOS-Flúor, Policyd, Plásticos Rex y Alphagary, así como también por un incremento en los precios de Venta de alrededor del 13.0% durante los U12m. Lo que ayudó a compensar la disminución de 2.0% en los volúmenes de ventas de la Cadena Flúor a Japón. El Margen Ebitda de la emisora, mejoró de 44pb vs el 1T11 y en 7pb vs el del 4T11. A nivel operativo, el Margen del 1T12 se contrajo 14pb vs el Margen del mismo período del año anterior, ubicándose en 15.7%. Los mejores precios de Venta sumados a las eficiencias logradas en los nuevos negocios adquiridos, han sido los principales motores de crecimiento en los márgenes.

La cadena que presentó el mejor desempeño durante el trimestre fue la de soluciones integrales con un crecimiento de 17.0% en las Ventas y 33.0% en el Ebitda, los resultados, se vieron impactados favorablemente por un incremento de 6.0% en los volúmenes y 11.0% en el precio, lo que sumado un menor costo de la materia prima (resina de PVC), dio como resultado el buen crecimiento en Ebitda. La cadena Flúor, tuvo un crecimiento de 9.0% en Ventas y 20.0% en Ebitda. Los volúmenes presentaron una caída de -8.0%, lo que se compensó con un incremento de 17.0% en los precios promedio. En el caso de la cadena cloro-vinilo, el crecimiento en Ventas y Ebitda durante el 1T12 fue de 7.0% y 12.0% respectivamente. Los volúmenes se mantuvieron estables, mientras que los precios aumentaron en 7.0%. El desempeño del Ebitda estuvo apoyado por los mejores precios y las sinergias obtenidas en las adquisiciones tanto de Policyd como de Alphagary. La relación DN/Ebitda quedó en 1.2x, por debajo del límite establecido como meta interna de 2.0x. Mexichem, ya tiene asegurados los recursos necesarios para concretar la adquisición de Wavin a €10.50 por acción. Esta adquisición, estimamos estará llevando el apalancamiento de Mexichem a niveles cercanos a 2.0x por acción y probablemente se estaría concretando hacia finales del 2T12. El día 30 de abril en asamblea de accionistas, se decretó un dividendo por \$1,800mdp en acciones, a razón de 1 acción por cada 45 de tenencia para los accionistas, ó P\$1.0 por acción. Este dividendo equivale a un "yield" aproximado de 2.0% y es adicional al dividendo ordinario de P\$0.40 por acción pagadero en cuatro parcialidades.

Mexichem reportó un trimestre de buenos crecimientos, con un positivo desempeño en todas sus cadenas productivas. 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 apoyando el desempeño de los precios. Lo anterior, sumado a los planes de coinversión con PEMEX para VCM y la construcción de la planta por 600 mil toneladas, serán algunos de los factores que estarán impulsando el crecimiento durante este año. Reiteramos COMPRA y PO2012E de P\$60.0.

Mexchem – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	13,515	12,187	10.9%	13,527	-0.1%
Utilidad de Operación	2,116	1,925	9.9%	2,345	-9.8%
Ebitda	2,938	2,595	13.2%	3,055	-3.8%
Utilidad Neta	1,814	1,245	45.8%	1,359	33.5%
Margen Operativo	15.7%	15.8%	-0.14%	17.3%	-1.68%
Margen Ebitda	21.7%	21.3%	0.44%	22.6%	-0.85%
UPA	1.008	0.691	0.458	0.755	33.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

TELEFONÍA / Manuel Jiménez Zaldivar

América Móvil (AMX L, Compra, PO 2012 \$19.25)

Amx consolida a partir del mes de enero las operaciones de Net Servicios, operadora de TV por cable en Brasil al haber ejercido una opción de compra que le da el control de la compañía; adicionalmente, Amx está realizando un cambio contable en el registro de ingresos y costos para facilitar la comparación con otras empresas de telecomunicaciones que reportan bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS); sin embargo, estos cambios no modifican la utilidad de operación.

La empresa finalizó el trimestre con 305.7 millones de accesos totales (prácticamente igual a nuestro estimado de 305.5 millones) lo que representa un incremento anual de 7.7% mediante la incorporación de 4.2 millones de adiciones netas en la base de suscriptores celulares y de 1.9 millones en los accesos fijos. En el trimestre, la compañía reportó ingresos consolidados de P\$192,4985m siendo un incremento del 12.4% vs 1T11, eliminando el efecto por conversión de monedas, los ingresos totales aumentaron 8.9% siendo impulsados por una expansión de 30.7% en los ingresos por datos móviles y de 25.4% en televisión de paga. Por tipo de servicio los ingresos fijos crecieron 7.1% A/A mientras que los ingresos por servicios móviles aumentaron 15.8%. En las operaciones mexicanas vemos una desaceleración en el crecimiento de los ingresos totales por la reducción de 41.6% en los ingresos vinculados a las llamadas de fijo a móvil por menores tarifas de interconexión. En Brasil el crecimiento de 9.6% en los ingresos fue impulsado por un aumento de 28.8% en televisión de paga.

Amx reportó un Ebitda de P\$67,524m (+6.3% vs 1T11) lo que equivale a un margen de Ebitda de 35.1% siendo una disminución anual de 200pb, el rápido crecimiento de la base de pospago genera mayores costos por subsidios de teléfonos mientras que los costos por contenido aumentan rápidamente debido al crecimiento de la base de clientes de TV de paga; adicionalmente, se han incrementado los costos por expansión y mantenimiento de las redes. El cambio contable en ingresos y costos modifica el margen de Ebitda disminuyéndolo alrededor de 190pb.

En este trimestre, la fortaleza de las monedas latinoamericanas frente al dólar provocó una ganancia cambiaria para Amx de P\$19,300m por lo que la empresa reportó un Resultado Integral de Financiamiento a su favor de P\$5,800m. Es por esto que la utilidad neta ascendió a P\$32,641m +37.5% A/A. La generación de flujo de efectivo permitió que la empresa cubriera P\$24,200m inversiones de capital, P\$7,300m en la compra de acciones de Telmex y P\$6,900m en recompra de acciones propias.

Amx – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	192,498	171,278	12.4%	180,463	6.7%*
Utilidad de Operación	42,018	40,054	4.9%	40,158	4.6%
Ebitda	67,524	63,493	6.3%	67,197	0.5%
Utilidad Neta	32,641	23,744	37.5%	28,148	16.0%
Margen Operativo	21.8%	23.4%	-1.6pp	22.3%	-0.5pp
Margen Ebitda	35.1%	37.1%	-2.0pp	37.2%	-2.1pp
UPA	\$0.426	\$0.596	-28.4%	\$0.368	15.7%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Axtel (AXTEL CPO, Mantener, PO 2012 \$4.50)

Las cifras de la empresa están siendo afectadas por una intensa competencia, menores tarifas por el empaquetamiento de servicios de voz y datos así como una reducción en los ingresos generados por Nextel, su principal cliente mayorista debido a la próxima terminación de su contrato. La empresa ha reorientado su estrategia hacia el servicio de banda ancha a través de fibra óptica directa al hogar, negocio que ha tenido buenos resultados pero todavía es pequeño para compensar la erosión en los ingresos de servicios de voz.

Axtel reportó un monto de P\$2,502m en los ingresos consolidados siendo una disminución anual del 5.7% y 2.9% por debajo de nuestro estimado. Los ingresos generados por Nextel cayeron 65%, ahora este cliente representa el 2.0% de las ventas totales vs el 5.4% en el 1T11. Los ingresos por terminación de tráfico internacional cayeron 25.6% debido a una reducción de 11.6% en el volumen de minutos y una caída de 15.8% en la tarifa promedio. En el negocio de transmisión de datos, Axtel reportó un alza de 4.6% en sus ventas por el crecimiento del 31.0% en los suscriptores de internet y de 23.0% en las líneas equivalentes para transmisión de datos.

Axtel reportó un Ebitda de P\$759m, esto es, una caída de 7.5% vs 1T11 y 12.5% inferior a nuestro estimado presionado por la reducción en los ingresos y un moderado aumento en los gastos de operación. El margen de Ebitda reportado es de 30.3% que compara desfavorablemente con el 32.0% del trimestre anterior. El costo de ventas retrocedió 17.7% como resultado de menores costos de interconexión. Los gastos de operación crecieron 4.2% por un alza en las rentas y gastos de mantenimiento. La apreciación del peso frente al dólar le generó a Axtel una ganancia cambiaria de P\$968m (+212% A/A) representando un ingreso financiero siendo la principal razón por lo que la utilidad neta aumentó 448.8% vs el 1T11.

Axtel – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	2,503	2,655	-5.7%	2,579	-2.9%
Utilidad de Operación	8	63	-86.3%	96	-91.6%
Ebitda	759	821	-7.5%	867	-12.5%
Utilidad Neta	496	90	448.8%	238	108.4%
Margen Operativo	0.3%	2.4%	-2.1pp	3.7%	-3.4pp
Margen Ebitda	30.3%	32.0%	-1.7pp	33.6%	-3.3pp
UPA	\$0.396	\$0.072	450.0%	\$0.190	108.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

Maxcom logró por tercera ocasión consecutiva un aumento en su base de UGI al agregar 6,593 unidades creciendo 2.3% A/A a 562 mil UGI. Nuevamente, el crecimiento se origina en el segmento residencial (+5.6%) y comercial (+1.7%) mientras que las UGI de telefonía pública y mayoreo muestran caídas de 8.9% y 26.2%, respectivamente. La proporción de UGI residenciales sigue aumentando ahora equivalen al 77.3% vs el 74.9% en el 1T11 lo cual nos preocupa ya que este segmento es el de menor ingreso promedio por unidad (ARPU); para compensar el ingreso perdido de una UGI de Mayoreo, Maxcom necesita captar aproximadamente 7.8 UGIs residenciales ó 1.9 UGIs del segmento comercial.

Un entorno de mayor competencia, la sustitución de líneas fijas por móviles y la erosión de las tarifas no han permitido que Maxcom establezca el ARPU de sus servicios. En el trimestre, el ARPU consolidado cayó 8.1% y si excluimos el segmento de mayoreo la reducción es del 9.5% A/A. En el trimestre la empresa reportó en ventas consolidadas un monto de P\$547m, esto es una caída de 7.1% principalmente por reducciones de 29.0% en los ingresos de telefonía pública y de 6.3% en los ingresos del servicio residencial mientras que los ingresos por servicios de mayoreo cayeron 4.6% vs 1T11.

El beneficio de la reducción en tarifas de interconexión ha terminado y los comparativos con el año anterior podrían ser difíciles para Maxcom durante el 2012. En este trimestre, la empresa no ha podido compensar la caída en ingresos con reducciones de costos por lo que vemos una presión en la rentabilidad. Se reportó un Ebitda de P\$166m, es decir, una caída de 18.2% A/A con lo que el margen de Ebitda se reduce en 410pb a 30.3%. La apreciación del peso frente al dólar ha provocado en este trimestre una ganancia cambiaria de P\$164m para Maxcom que compara favorablemente con la ganancia de P\$32m del mismo periodo del año anterior. Debido a esto, la utilidad neta ascendió a P\$98m superando nuestro estimado de P\$34m, siendo un efecto temporal ya que pronosticamos pérdidas en el resto del año.

Maxcom – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	547	589	-7.1%	584	-6.3%
Utilidad de Operación	6	8	-15.9%	36	-83.3%
Ebitda	166	203	-18.2%	195	-14.9%
Utilidad Neta	98	(33)	N.A.	34	188.9%
Margen Operativo	11.5%	12.7%	-1.2pp	6.2%	5.3pp
Margen Ebitda	30.3%	34.4%	-4.1pp	33.4%	Pp
UPA	\$0.371	(\$0.124)	N.A.	\$0.128	189.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

VIVIENDA / Carlos Hermsillo Bernal

Consortio Ara (ARA*, Mantener, PO 2012: \$5.00)

No estamos realizando cambios en nuestra tesis de inversión para Ara tras la publicación de un trimestre mejor a lo esperado; si bien nos parece que el rendimiento potencial al objetivo de P\$5.0 es interesante, reconocemos que la empresa muestra aún un perfil de riesgo operativo relativamente elevado, por lo que limitamos la recomendación a MANTENER. Mientras que los resultados de Ara en este 1T12 nos han sorprendido gratamente al presentar un desempeño operativo mejor a lo estimado, si bien débil, vemos como aspecto sobresaliente en este trimestre la generación de efectivo libre positiva, una evolución que no es normal estacionalmente. La razón detrás de esta novedad es la inversión hecha a lo largo de los dos años anteriores, principalmente en la transformación a verticalidad, a unidades calificadas para subsidio, a la inversión en infraestructura para soportar la venta de desarrollos con lagunas cristalinas, y a una cobranza algo más lenta frente a Infonavit mientras se agiliza la asignación de subsidios. Todas estas inversiones no tuvieron que ser incrementadas ya al estabilizarse la plataforma operativa, y al final del día se minimiza la necesidad de más capital de trabajo para dar paso a un FCF (+P\$307m) que se encuentra en línea con los flujos de la operación.

Ara presenta un aumento modesto en sus ingresos, de 4% a P\$1,750m, que recae nuevamente en los nichos de valor elevado (medio y residencial), toda vez que el retraso en los proyectos de interés social, tanto por permisos como por subsidios, sigue pesando en este periodo—esperamos que esto comience a normalizarse tan pronto como el 2T12. En consecuencia, a una reducción de 7% en el número de unidades vendidas (3,647) le acompaña un avance de 11% en el precio promedio de venta.

A pesar del moderado crecimiento en ingresos, el EBITDA reportado en P\$341m permanece prácticamente inmóvil ya que la necesidad de ofrecer un producto de mayor valor ha erosionado los márgenes brutos, negando los beneficios que de otra manera veríamos por un atinado control de gastos; éstos sólo crecen 3% A/A. El margen EBITDA es en consecuencia 0.7pp menor que el registrado un año atrás, colocándose en 19.5%.

La utilidad neta cae 8% a P\$181m directamente como consecuencia del deterioro en la utilidad operativa (-5%), pero además refleja el hecho de que Ara, al invertir menores montos en reserva de tierra, ha pagado mayores niveles de impuestos (+15%).

Como era esperado, el efecto del cambio contable a IFRS en este periodo ha reflejado un deterioro modesto en el balance de la empresa, tal como esperamos sea el caso generalizado en el sector. Este ajuste se deriva principalmente de la valuación de inventarios, específicamente terrenos. El valor de los inventarios al cierre de 2011 fue ajustado por P\$358m, o 2.9% de su valor reflejado bajo las normas contables anteriores, eliminando así la revaluación por índices acumulada durante periodos anteriores, y basándose ahora en valuación por peritos independientes. La contraparte es un ajuste de montos similares en las cuentas de capital, y por lo que el mismo es reducido P\$235m, o 2.5% (estimábamos hasta 4%), respecto al valor originalmente registrado al cierre de 2011.

Durante el trimestre Ara llevó a cabo una mejoría en el perfil de su deuda, extendiendo el plazo de la misma y colocando ya sólo un 18% de sus pasivos en el corto plazo, en vez del 37% que mostraba al cierre de 2011. No es motivo de preocupación ya que la empresa muestra la mejor posición financiera entre las emisoras del sector, pero definitivamente nos parece que el aprovechar el entorno actual de tasas bajas para fijar costos a largo plazo es un movimiento interesante aún cuando no necesario para la empresa.

Como mencionamos inicialmente, la ecuación de este favorable novedad es bastante simple, aunque por cuestiones de estacionalidad no era algo que estuviéramos esperando—de hecho estimábamos un FCF negativo en P\$150m, nivel comparativamente bajo, pero insistimos, negativo aún. Las principales cunetas de capital de trabajo, inventarios y cuentas por cobrar, se han mantenido virtualmente inmóviles durante el trimestre, permitiendo así que la empresa evitara el realizar inversiones adicionales. La titulación de nuevas unidades y su cobranza rápida, así el avance de obra sobre proyectos ya iniciados con antelación son un tema básico para esta evolución. El FCF por P\$307m empata con las cifras operativas (EBITDA P\$341m, intereses netos P\$61m) y se coloca a poca distancia de alcanzar la meta anual de P\$450m, aunque no hay que olvidar que la expectativa de crecimiento más allá de 2012—y sus inversiones anticipadas— necesariamente habrá de limitar el ritmo de generación de FCF, aunque de momento podría parecer una meta prácticamente superada.

Un tema clave en los próximos trimestres, dada la inversión comprometida por la empresa, será la reactivación del nicho de interés social de la empresa, punto en el que esperamos que las nuevas reglas de asignación de subsidios Conavi, en operación desde este mismo mes, jueguen un rol principal. Claro, no se tratará de una evolución explosiva, pero definitivamente esperamos que ya desde este 2T12 podremos observar un desempeño mucho mejor en estos nichos.

Ara – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	1,750.7	1,682.5	4.1%	1,582.8	-5.9%
Utilidad de Operación	254.6	267.4	-4.8%	237.0	-11.4%
Ebitda	341.2	340.7	0.2%	300.6	-11.8%
Utilidad Neta	180.9	196.9	-8.1%	153.7	-21.9%
Margen Operativo	14.5%	15.9%	-135 pb	15.0%	-92 pb
Margen Ebitda	19.5%	20.2%	-76 pb	19.0%	-125 pb
UPA	0.13	0.151	-8.1%	0.118	-21.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Corporación Geo (GEO B, Compra PO 2012: \$26.00)

Aún cuando, tomando como base los números absolutos, Geo reportó un trimestre en línea con lo esperado a nivel operativo, las tasas de crecimiento presentadas en este reporte son mayores a lo estimado en base a la reclasificación de la línea operativa en las cifras de 2011, que ofrece una base de comparación relativamente más sencilla y que a primera vista hace parecer a éste como un trimestre mejor de lo que en realidad consideramos. Entre las cifras destacadas del trimestre, Geo presenta ingresos por P\$4,481m y EBITDA en P\$986m, crecimientos de 9% y 12%, respectivamente, mientras que la utilidad neta en P\$280m crece 5%, limitada por el mayor gasto financiero. No vemos una desviación suficiente respecto a las expectativas como para alterar nuestra visión sobre la empresa, por lo que reiteramos la recomendación de COMPRA y precio objetivo de P\$26.0, a la espera de mejores trimestres, sobre todo en lo que se refiere a FCF.

Contrario a lo observado en otras empresas del sector, Geo basa su estrategia de crecimiento a 2012 en el negocio de vivienda, buscando un crecimiento modesto pero sobre todo una mejoría en el balance. Por lo anterior, las líneas de negocios relacionadas (terrenos comerciales) sostienen una contribución muy moderada, de apenas 0.7% de los ingresos totales, y que contrasta con el "pico" extraordinario de 5% reportado en 1T11. Así, el crecimiento al 1T11 se genera en el mayor número de unidades tituladas (13,555 viviendas, +12%), que son además ahora más concentradas en los nichos bajos—68% en contra de 61% hace un año—, lo cual no permite un avance significativo en el precio promedio, que por su parte aumenta apenas 3% a P\$328k. En el caso de Geo, el efecto de rezago de subsidios parece ser un tema menor, al contrario de su competencia.

El tema central del reporte, y del año para el caso, es el que esperábamos ver: un desempeño operativo discreto, si bien positivo, acompañado de una gradual mejora en el balance. Vale decir que esto último no se ha observado aún, ya que en el caso de Geo las operaciones siguen la estacionalidad normal, con un primer trimestre pesado en términos de generación de efectivo. Así, la empresa reporta una deuda neta por P\$12,271m que crece 11% en el trimestre, principalmente debido a una reducción en proveedores, así como a una variación adversa en anticipos de clientes.

Geo parece ser la única empresa del sector que sigue una estacionalidad "normal" en este inicio de año, a nuestro parecer relacionado al hecho de que su estrategia permanece apegada al negocio tradicional de vivienda, y que sus esfuerzos de crecimiento vienen encaminados por este mismo rubro. En consecuencia, los cambios antes citados en el capital de trabajo ha resultado en un flujo de efectivo libre negativo por P\$2,064m que, a pesar de ser importante, consideramos se encuentra en línea con el tamaño operativo que ha alcanzado la empresa, así como con la estacionalidad normal de la industria. Esperamos ver cambios importantes en los mismos renglones del capital de trabajos durante el resto del año, conforme el tren de producción y de venta/titulación lo permitan, para la final del año lograr un FCF cercano al objetivo de la misma empresa (esperamos P\$1.1bn, comparado a la guía de P\$1.5bn).

Geo – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	4,480.6	4,098.6	9.3%	4,588.0	11.9%
Utilidad de Operación	711.2	601.2	18.3%	726.9	20.9%
Ebitda	986.5	880.7	12.0%	1,064.0	20.8%
Utilidad Neta	279.8	266.2	5.1%	329.3	23.7%
Margen Operativo	15.9%	14.7%	121 pb	15.8%	118 pb
Margen Ebitda	22.0%	21.5%	53 pb	23.2%	170 pb
UPA	0.50	0.484	5.1%	0.599	23.72%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Homex (HOMEX B, Compra, PO 2012: \$49.00)

Como era esperado, el reconocimiento de los ingresos correspondientes a la fase de construcción en las concesiones de reclusorios ha impulsado los resultados operativos de Homex para mostrar crecimientos extraordinarios, aún cuando por el contrario el negocio base de vivienda muestra una contracción importante complicada por retrasos en la operación del esquema de subsidios Conavi y el registro de vivienda (RUV) que les califica para dicho esquema. Aún así, los resultados consolidados se ubican por debajo de nuestras expectativas, afectados por un desempeño más débil a lo esperado en vivienda, aunque siendo un traspie solventable hacia el objetivo del año—las nuevas reglas de subsidios comenzaron a operar apenas en abril—, y por lo que de momento no realizamos cambios en nuestros estimados, ni en la recomendación de COMPRA o PO de P\$49.0.

En el 1T12 Homex presenta un crecimiento de 44% en sus ingresos y 60% en EBITDA, llegando a P\$5,88m y P\$1,344m, respectivamente. No obstante, vale la pena destacar que 38% de los ingresos han sido generados en las líneas de negocios relacionadas, básicamente reclusorios en esta ocasión, los cuales alcanzan ya un 33% de avance físico y de 20% en el valor de la obra. Por el contrario, el negocio de vivienda muestra una caída de 9.6% en sus ingresos siendo que las unidades tituladas se desploman 23% a 8,738 viviendas, esto directamente como consecuencia de los retrasos en la asignación de subsidios Conavi.

La composición de vivienda por segmento deja en claro el efecto de la demora en subsidios: interés social cae 25%, mientras que interés medio crece 7%. Por supuesto, la mejora de 17% en el precio promedio de venta es generada por el cambio de mezcla, siendo que en términos nominales los precios en cada nicho apenas muestran variación. A pesar de esto, considerando que las nuevas reglas de subsidios han comenzado a operar en abril, y que Homex sometió una parte de sus desarrollos por una segunda ocasión al RUV para calificarles a los subsidios, creemos factible que el objetivo de crecer 10% en el negocio de vivienda este año sea logrado con un crecimiento acelerado en la segunda mitad del año.

Homex comenta que ha alcanzado un FCF positivo por P\$865m en este trimestre, aunque en estos números hay que hacer varias anotaciones. El citado FCF no incluye el impacto de la construcción de reclusorios, que ya había impactado desde el 4T11 en la hoja de balance, pero además excluye las ganancias cambiarias que forman parte de los efectos en el balance, luego de la apreciación de 8% del peso en este trimestre. Lo relevante, bajo nuestro punto de vista, es que a final de cuentas se observa el esperado efecto en la posición financiera de la empresa: se incrementa el pasivo con costo, de forma importante. Como salvedad notable, la deuda suma ahora P\$17.5bn y la deuda neta P\$11.9bn, siendo lo más relevante la variación en la segunda, que es de sólo 4% (o P\$471m) respecto al cierre de 2011 gracias a que en la parte de vivienda en realidad sí ha existido una generación de flujo positiva. A final de cuentas la conclusión en este frente es inequívoca: aún cuando el negocios de vivienda recupera poco a poco su inversión en capital de trabajo que fue incrementada durante 2011, la inversión en reclusorios hará que para el año el FCF consolidado sea negativo, y cercano a -P\$6.0bn, en nuestra opinión (-P\$5.7 a -P\$6.0bn en la guía de Homex).

Nos parece que uno de los puntos sobresalientes en el reporte, y que no es protagónico dada la complejidad de las cifras, es la reducción de inventarios que Homex ha logrado. Al cierre de marzo se reporta un total de P\$30.7bn en inventarios, lo cual implica una reducción de 2% que no suena demasiado significativa, pero que equivale a P\$665m, o justo el rango medio del objetivo de FCF para el negocios de vivienda en el año. La decisión de limitar la inversión en nueva tierra antes de acelerar el ciclo natural de los proyectos actuales parece estar funcionando bien. Por el contrario, las cuentas por cobrar aumentan 9% a P\$2.1bn en el trimestre, directamente en relación con los retrasos en cobranza, tanto con Fovisste como con Infonavit; debería ser un impacto temporal.

Homex – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	5,887.7	4,098.4	43.7%	6,169.5	50.5%
Utilidad de Operación	1,025.5	554.6	84.4%	1,205.2	117.3%
Ebitda	1,344	838.8	60.2%	1,507.9	79.8%
Utilidad Neta	767.1	257.3	198.1%	801.1	211.3%
Margen Operativo	17.4%	13.5%	383 pb	19.5%	600 pb
Margen Ebitda	22.8%	20.5%	236 pb	24.4%	398 pb
UPA	2.284	0.766	198.1%	2.385	211.32%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Sare (SARE B, Mantener, PO 2012: \$2.30)

Los resultados de Sare en este 1T12 reflejan, por un segundo trimestre consecutivo, la parálisis operativa que la emisora ha sufrido en medio de su proceso de reestructuración financiera, por ende entregando cifras notablemente negativas, pero que no son tema central en nuestra tesis de inversión. La última revisión a nuestra estimación de valor de liquidación, antes de este reporte, resultó en un valor de P\$2.30 que usamos como referencia y objetivo 2012, para argumentar que, una vez evadiendo el riesgo de quiebra, la acción debería cotizar al menos cerca de dicho nivel. No obstante, con un perfil de riesgo aún sumamente elevado insistimos en limitar nuestra recomendación a MANTENER.

Sare ha reportado ingresos por P\$402m que son 31% menores A/A, siendo que sólo una cuarta parte de éstos se genera mediante venta de vivienda—y de hecho sólo se trata de inventarios rezagados—, y el resto por la desincorporación de activos no estratégicos. El EBITDA reportado sufre por el bajo nivel de absorción de costos, pero además por el efecto de valuación en los terrenos vendidos; en el total, este renglón suma -P\$22m, y separando el efecto de los terrenos tenemos una cifra de -P\$4m, también negativa. Por su parte, la utilidad neta arroja una pérdida de P\$51m ya que a la pérdida operativa (P\$34m) se le añade el costo financiero. La deuda neta, reportada en P\$2,786m, prácticamente no ha sufrido cambios en el trimestre (incorporando IFRS), dada la inmovilidad operativa y el proceso de re documentación de sus pasivos.

El punto favorable de este reporte es el informe de la conclusión de la reestructura financiera, además de un primer avance muy positivo en el esfuerzo de venta de activos no estratégicos. A pesar de ello, el perfil financiero aún presenta riesgos de consideración—principalmente una amortización de CBs en julio próximo—, que sólo serán dejados atrás conforme se reinicie la operación del negocio central, la construcción de vivienda, mismo que debería comenzar su reactivación en breve.

La reestructura financiera de P\$2,439m ha permitido mejorar el perfil de vencimientos, pasando de 72% sus pasivos concentrados en corto plazo a diciembre pasado, a 23% en este reporte. Esta reestructura otorga un plazo de 2 años de gracia y cinco a vencimiento, con lo que en términos de flujos que serán destinados a la reactivación de producción y venta de unidades de interés social, se tiene que la liberación de recursos en la venta de activos marcará la pauta. Precisamente en este sentido, se informó de manera formal sobre los resultados, hasta hoy, del programa de desinversión de activos, bajo el que durante el primer trimestre se logró la venta de P\$392.7m de activos ("Tres Parques" P\$272m, "Cuatro Bosques" P\$88m, y "Tlalpan" P\$32m—este último de hecho será registrado en el 2T12). Adicionalmente al día de hoy se tienen firmadas cartas de intención sobre un total de P\$294.0m de terrenos. Lo anterior implica un avance de 64% sobre el monto de desinversión objetivo en 2012, en P\$1,073m.

La liquidación de estas propiedades se ha pactado en base a un calendario de corto plazo, por lo que los ingresos correspondientes no entrarán en un solo movimiento a la caja de la empresa. No obstante, su disposición será clave para liquidar deuda—Sare estima P\$184m en la primera venta y P\$207m en la segunda—y eventualmente reiniciar la producción de vivienda de interés social.

Sare – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	402	579.0	-30.6%	142.3	-75.4%
Utilidad de Operación	-34.0	64.9	-152.4%	-14.9	-122.9%
Ebitda	-21.8	91.4	-123.9%	11.9	-87.0%
Utilidad Neta	-52.5	23.0	-328.5%	-35.7	-255.3%
Margen Operativo	-8.5%	11.2%	-1966 pb	-10.5%	-2167 pb
Margen Ebitda	-5.4%	15.8%	-2121 pb	8.3%	-744 pb
UPA	-0.076	0.033	-328.5%	-0.052	-255.29%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Urbi (URBI B, Compra, PO 2012: \$21.50)

Urbi ha reportado un trimestre débil, como ya era conocido por el anticipo anunciado hace un par de semanas por la misma empresa, con cifras que muestran tanto un desempeño operativo débil, como una generación de efectivo que se ha sacrificado a merced de preparar a la empresa ante los cambios que vive la industria actualmente. Urbi reportó ingresos por P\$5,094m y EBITDA de P\$1,443m los cuales implican un aumento de 1.7% y 12.8%, respectivamente, en tanto que la utilidad neta por P\$615m implica un crecimiento de 18%. Si bien la expansión de 12.8% en EBITDA no es mal a primera vista, hay que recordar que la planeación original del Urbi en este año implicaba un crecimiento acelerado durante la segunda mitad del año, situación que evidentemente fue complicada por diversos factores.

Cerca de una cuarta parte de los ingresos (26.5%) fue generada en actividades relacionadas a la vivienda, que crecen 126% a P\$1,352m, en tanto que los ingresos del negocio tradicional de vivienda cayeron 15%. En total, Urbi reportó 8,581 viviendas tituladas en el trimestre, 14% por debajo del año anterior. La reducción en ingresos de vivienda se origina en el nicho de vivienda económica (-18%, 61% de ingresos por vivienda), mismo que resulta afectado por la ausencia de disponibilidad de subsidios que Urbi enfrentó el cierre de año, una vez que éstos fueron agotados y la empresa decidió mantener su enfoque en este tipo de producto al anticipar su fortaleza en los próximos meses. El nicho de vivienda residencial se desplomó 55% a sólo 11% de los ingresos de vivienda debido a la estrategia de concentración en vivienda más económica, en tanto que las unidades de tipo interés social tradicional crecieron 9% y contribuyeron con 27%. El precio promedio de venta, a pesar del cambio en mezcla, sólo se redujo 1.5% a P\$436k.

Los inventarios crecieron 5% T/T a P\$25,093m al cierre de 2011, siendo éste el reglón principal que afectó la generación de efectivo. La producción de vivienda económica que no fue titulada explica esta variación. Asimismo, las cuentas por cobrar tuvieron un crecimiento sensible, de 18% en el trimestre para llegar a P\$8,346m, relacionado en su gran mayoría con las unidades vendidas, pero no aún tituladas.

El flujo de efectivo libre fue negativo en P\$1,296m para el trimestre, acumulando así un monto de P\$3,535m para el año completo, justo en el nivel pesimista de los resultados preliminares comentados por la empresa. Consideramos que el reporte no tendrá un efecto importante en la acción ya que los resultados se adecuan a las expectativas comentadas por la misma empresa con anterioridad. Nuestro precio objetivo ha sido recientemente revisado a la baja en P\$21.5, en tanto que la recomendación de COMPRA permanece vigente luego de la velocidad con que el mercado descontó la mala nueva hace un par de semanas.

Urbi permanece confiada en que durante 2012 logrará recuperar el impacto sufrido durante este 4T11 en cuanto a la acumulación de inventarios conforme se libere la disponibilidad de subsidios, así como en lo que respecta en la reducción en sus cuentas por pagar, ya que esto último se origina por el cambio de contratista que es un efecto temporal. No obstante, la empresa se muestra relativamente cautelosa en cuanto a sus posibilidades de generación de flujo de efectivo por la expansión planeada en 2012, y con la que espera alcanzar un crecimiento en el rango de 10% a 13% en ingresos, márgenes estables y un ROE de 14% a 16%. Urbi estima alcanzar un FCF neutral en consecuencia, siendo naturalmente el segundo semestre del año cuando veremos la generación principal de este flujo, aunque ya en el primer semestre veríamos menores montos negativos a lo que usualmente sería de esperar con la estacionalidad tradicional; no hay que olvidar que en este año electoral se espera que el programa de subsidios sea acelerado en la primera mitad del año. La meta de mediano plazo permanece en generar un FCF positivo y gradualmente creciente hasta alcanzar P\$1.0bn en 2015.

Urbi – Resultados 1T12 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T12	1T11	Var %	1T12e	Var % vs Estim.
Ventas	3,065.7	2,832.8	8.2%	3,269.3	15.4%
Utilidad de Operación	594.9	546.2	8.9%	610.0	11.7%
Ebitda	844.8	763.0	10.7%	876.4	14.9%
Utilidad Neta	567.0	215.6	163.0%	391.1	81.4%
Margen Operativo	19.4%	19.3%	13 pb	18.7%	-62 pb
Margen Ebitda	27.6%	26.9%	62 pb	26.8%	-13 pb
UPA	0.581	0.221	163.0%	0.401	81.39%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, María Dolores Palacios Norma, 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 Hermosillo Bernal, 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 Lomelí, Astianax Cuanalo Dorantes y Berenice Arellano, 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

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
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**

