

Resultados 4T11

GANADORAS Y PERDEDORAS

Se aceleró el crecimiento al cierre del 2011

De un total de 40 emisoras que contamos con estimados de Ebitda al 4T11, el 40% reportó "En Línea" con lo estimado, mientras que un 30% reportó "Mejor" a lo esperado y el otro 30% 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 13.03% en el 4T11 mientras que la muestra completa del IPC avanzó 13.87% siendo ligeramente superior a nuestras expectativas. Las cifras acumuladas del 2011 del IPC muestran un avance del 11.56% en el Ebitda superando el crecimiento del 8.50% que calculábamos desde inicios del año. La mediana de crecimiento nominal en Ventas y Ebitda de una muestra de 66 emisoras en el trimestre fue de 12.99% y 16.46%, respectivamente. Las empresas con los mayores crecimientos de Ebitda (tabla derecha) se explicaron en gran parte por una mayor demanda de sus productos, un efecto favorable por la depreciación del peso en las ventas de exportación así como un efectivo control de costos y gastos lo que derivó en una expansión de márgenes.

Contexto internacional predomina sobre los resultados

Los mercados accionarios muestran un sólido avance en los primeros meses del año, los inversionistas muestran una menor aversión al riesgo ya que casi se ha desactivado el peligro de un "default" desordenado en Grecia y los efectos de contagio sobre otras naciones. Lo único que podría descarrilar el proceso de rescate a Grecia es el intercambio de los bonos en manos de inversionistas privados requiriéndose una aceptación del 75%. Otro elemento que ha dado sustento al rally de los mercados accionarios es una mejoría en los datos macroeconómicos de Estados Unidos generando una diferenciación económica-geográfica en el flujo de capitales hacia las inversiones de mayor riesgo. Los resultados trimestrales han pasado a un segundo plano, no obstante, creemos que las cifras observadas contribuyen al abaratamiento de los múltiplos.

Ganadoras: crecimientos importantes y mejor a lo esperado

Concluido el período de reportes financieros de empresas al 4T11, 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: **Gruma, Vitro, Elektra, Oma, Asur, Lamosa, Lab, Gmodelo y Gap.**

Buen resultado aunque esperado

Otras "ganadoras" fueron empresas con crecimientos operativos destacados (+10% nominal) pero "En línea" con la estimación que se tenía: **Alfa, Kof, Cmoctez, Femsa, Mexchem, Walmex, Mega, Maxcom, Axtel y Tlevisa.**

Fuera de estimaciones

Empresas con fuertes avances anuales (+15% nominal) en las que no tuvimos estimaciones fueron: **Pasa, Ohlmex, Ideal, Maseca, Bolsa, Pe&oles, Kuo y Cie.**

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
6 de Marzo 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 4T11 vs. 4T10

Emisora	Var% Ventas	Var% Ebitda
Gruma	40.24%	114.98%
Vitro	8.80%	79.99%
Elektra	35.28%	50.03%
Oma	20.23%	42.58%
Asur	14.58%	26.57%
Lamosa	12.99%	25.84%
Lab	28.04%	23.44%
Gmodelo	10.86%	20.99%
Gap	11.80%	20.52%

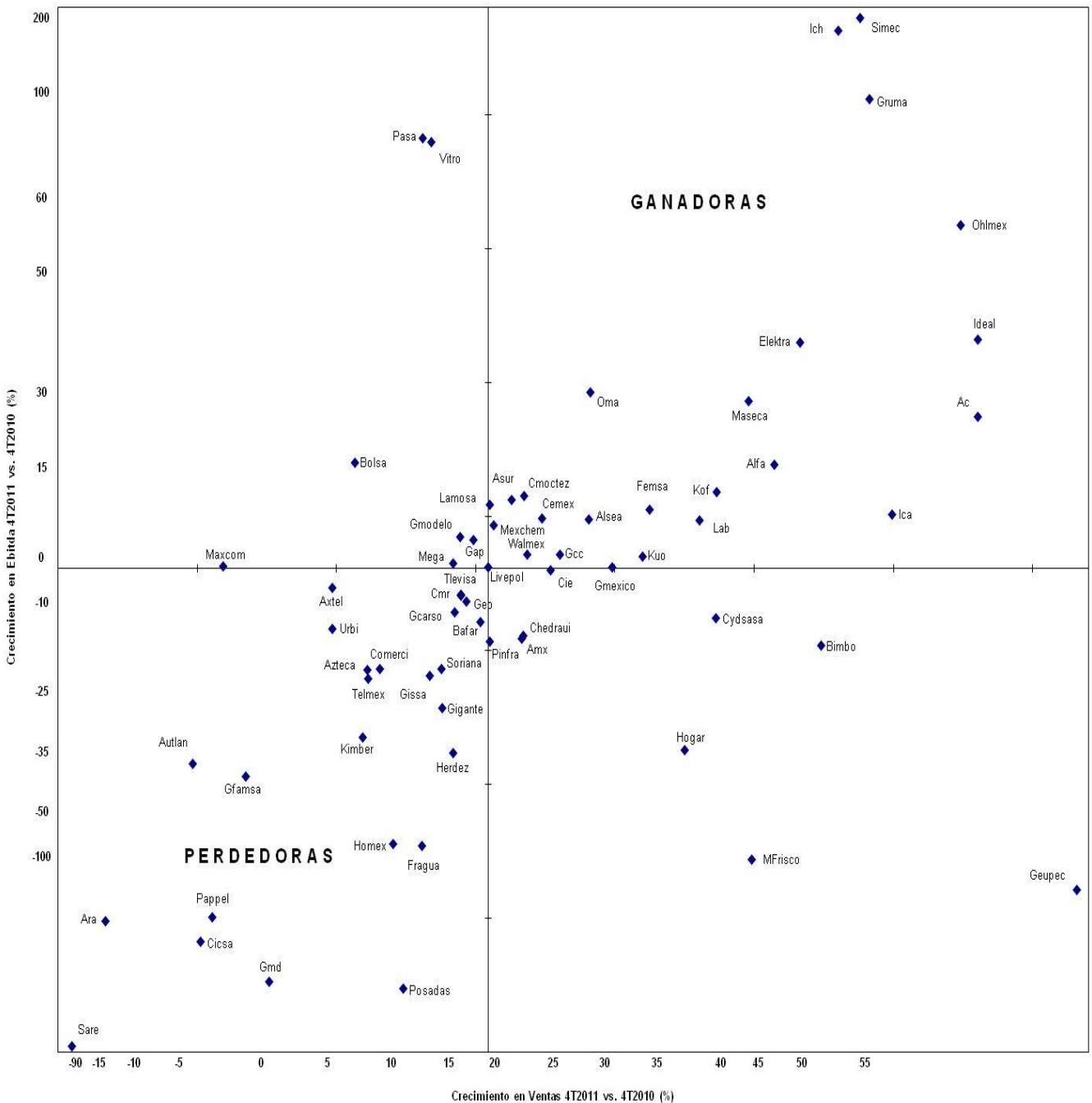
Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / TE: Tipo de Estimación X (Ixe) C (Consenso) T (Tendencia) / BMV

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

RESULTADOS AL 4T11 (En Gráfica)

METODOLOGIA: La gráfica de cuadrantes indica el crecimiento real en Ventas y Ebitda reportado por una muestra de 66 emisoras al 4T11 (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 4T11



CONTEXTO

Calificamos como **REGULAR** los resultados generales observados por una muestra de empresas con acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). La mediana de crecimiento anual nominal en Ventas y Ebitda y Utilidad Neta de una muestra "grande" de 66 empresas (ANEXO) observó variaciones positivas de 12.99%, 16.46% y 17.18% respectivamente. A nivel ventas, de un grupo de 40 emisoras que se estimó para el 4T11, el 55% reportó "en línea" con lo previsto y 30% "mejor" a lo estimado; en Ebitda (resultado operativo), el 40% estuvo "en línea" y otro 30% "mejor" con lo previsto y en Utilidad Neta, el 50% reportó "peor" a lo previsto y un 35% "mejor". A continuación los resultados conocidos vs estimados de los últimos seis trimestres.

4T11 – 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

4T11 – 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

4T11 – 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

4T11 – 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

4T11 – 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

4T11 – Comparativo de Resultados Estimados vs. Conocidos al 3T10

	Ventas	%	Ebitda	%	Ut. Neta	%
Total Estimaciones	47	100%	47	100%	47	100%
En Línea	34	72%	23	49%	14	30%
Mejor	10	21%	11	23%	15	32%
Peor	3	6%	13	28%	18	38%

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 4T11, la suma de las 10 empresas que representan **el 81.7% del Ebitda del IPC** observó un avance nominal ponderada en el trimestre del **13.03%**. 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 19.40%.

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 4T11 / CRECIMIENTOS NOMINALES – 10 MAYOR EBITDA EN IPC

EMIS.	Peso IPC	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alfa	3.17%	-3.01%	7.96%	11.92%	20.53%	-4.72%	25.85%
Amx	36.06%	96.80%	53.29%	32.24%	27.13%	61.26%	46.93%
Bimbo	2.38%	-1.20%	8.55%	13.41%	23.19%	9.90%	10.68%
Cemex	4.20%	-8.72%	13.00%	9.83%	43.95%	23.65%	7.29%
Femsa	6.09%	19.50%	28.01%	15.15%	10.97%	17.42%	7.82%
Gmexico	10.18%	48.79%	63.43%	181.68%	36.09%	38.39%	9.01%
Gmodelo	4.00%	18.28%	14.12%	19.10%	6.46%	17.74%	25.12%
Peñoles	4.07%	7.32%	-5.63%	108.76%	26.08%	98.63%	10.75%
Tlevisa	4.22%	9.36%	24.12%	40.44%	24.35%	24.25%	7.77%
Walmex	7.37%	22.27%	16.38%	25.45%	26.50%	26.34%	15.35%
Total	81.74%	18.97%	26.47%	33.43%	26.58%	34.30%	22.24%
Sin AMX		7.62%	19.32%	33.84%	26.39%	25.11%	11.40%

EMIS.	Peso IPC	2008	2009	2010	4T11 3m	4T11 12m	2012E 12m
Alfa	3.17%	-2.58%	36.29%	11.70%	31.8%	32.69%	22.06%
Amx	36.06%	9.19%	65.24%	6.42%	3.90%	2.12%	2.64%
Bimbo	2.38%	13.68%	61.13%	-2.33%	4.74%	-4.54%	21.24%
Cemex	4.20%	13.68%	61.13%	-2.33%	23.79%	-0.73%	18.36%
Femsa	6.09%	-8.64%	-21.04%	-18.91%	25.14%	19.32%	21.35%
Gmexico	10.18%	-31.21%	-7.24%	71.31%	16.46%	26.44%	3.17%
Gmodelo	4.00%	-4.85%	12.02%	0.77%	20.99%	10.10%	5.54%
Peñoles	4.07%	171.94%	16.02%	58.80%	23.47%	73.73%	1.84%
Tlevisa	4.22%	9.80%	3.33%	10.33%	12.38%	9.43%	8.28%
Walmex	7.37%	6.65%	12.67%	23.70%	18.40%	12.38%	14.10%
Total	81.74%	-0.31%	26.56%	11.07%	13.03%	10.57%	7.97%
Sin Amx		-5.81%	0.59%	16.21%	19.40%	19.07%	11.07%
Total IPC		-4.26%	7.31%	20.38%	13.87%	11.56%	9.53%

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 4T11 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 4T11 / Empresas Ganadoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			4T11/10	Vs. Estim.	4T11/ 10	Vs. Estim.	4T11/ 10	Vs. Estim.
Fuertes crecimientos operativos (+10%) y mejores a lo estimado	Gruma	T	40.24%	Mejor	114.98%	Mejor	718.80%	Mejor
	Vitro	T	8.80%	En Línea	79.99%	Mejor	NM	Peor
	Elektra	T	35.28%	Mejor	50.03%	Mejor	365.90%	Mejor
	Oma	T	20.23%	Mejor	42.58%	Mejor	25.48%	Mejor
	Asur	X	14.58%	En Línea	26.57%	Mejor	51.81%	Mejor
	Lamosa	T	12.99%	Mejor	25.84%	Mejor	434.36%	Mejor
	Lab	X	28.04%	En Línea	23.44%	Mejor	30.27%	Mejor
	Gmodelo	X	10.86%	En Línea	21.40%	Mejor	48.10%	Mejor
Fuertes crecimientos Operativos (+10%) pero en línea con lo estimado	Gap	X	11.80%	En Línea	20.52%	Mejor	24.33%	Mejor
	Alfa	X	33.40%	En Línea	31.81%	En Línea	-51.06%	Mejor
	Kof	X	29.28%	En Línea	27.00%	En Línea	6.14%	Peor
	Cmoctez	T	15.43%	Mejor	27.10%	En Línea	71.78%	En Línea
	Femsa	X	24.46%	En Línea	23.40%	En Línea	8.66%	Peor
	Mexchem	X	13.29%	En Línea	22.81%	En Línea	-84.22%	Peor
	Walmex	X	15.67%	En Línea	18.40%	En Línea	25.78%	Mejor
	Mega	X	10.37%	En Línea	17.07%	En Línea	4.23%	En Línea
Crecimientos operativos (+10%) pero menor a lo estimado	Maxcom	X	-6.17%	En Línea	16.62%	En Línea	NM	Peor
	Axtel	X	1.65%	Mejor	13.38%	En Línea	NM	Peor
	Tlevisa	X	10.93%	En Línea	12.38%	En Línea	-17.31%	Peor
	Ac	X	75.20%	Mejor	46.30%	Peor	92.53%	En Línea
	Ica	X	41.90%	Mejor	39.50%	Peor	82.28%	Peor
	Alsea	X	20.11%	En Línea	23.71%	Peor	69.18%	Mejor
	Gcc	T	18.02%	Peor	18.39%	Peor	NM	Peor
	Geo	X	11.33%	En Línea	10.90%	Peor	-11.12%	Peor
Fuertes crecimientos operativos (+15%) (sin estimados)	Pasa		8.19%		80.51%		NM	
	Ohlmex		48.48%		67.63%		47.91%	
	Ideal		75.65%		50.48%		-96.00%	
	Maseca		31.56%		41.27%		105.86%	
	Bolsa		3.29%		32.13%		20.64%	
	Pe&oles		36.33%		23.47%		-31.42%	
	Kuo		23.97%		18.09%		NM	
Cie		17.36%		16.03%		NM		

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 4T11 – Análisis de Resultados Financieros de Empresas al 4T11 / Empresas Perdedoras

CATEGORIA	Emisora	TE	V% Vts		V% Ebitda		V% U.Net	
			4T11/10	Vs. Estim.	4T11/ 10	Vs. Estim.	4T11/ 10	Vs. Estim.
Caídas operativas y mayores (peor) a lo estimado	Ara	X	-14.60%	En Línea	-28.30%	Peor	-23.29%	Peor
	Homex	X	6.03%	En Línea	12.20%	Peor	-38.55%	Peor
	Kimber	T	3.87%	Peor	-8.97%	Peor	-21.60%	Peor
Caídas Operativas pero en Línea con estimado	Gmd	T	-2.85%	Mejor	-45.45%	En Línea	-56.14%	Mejor
	Gfamsa	X	-4.56%	Peor	-14.81%	En Línea	-25.47%	Mejor
Caídas Operativas pero Mejor a lo estimado	Gigante	T	9.58%	Mejor	-4.56%	Mejor	NM	Peor
Fuertes caídas (-15%) Operativas (sin estimado)	Posadas		6.80%		-46.46%		NM	
	Cicsa		-7.77%		-39.40%		NM	
	Pappel		-6.92%		-35.72%		78.30%	
	Geupec		227.28%		-31.72%		NM	
	Mfrisco		31.83%		-27.14%		387.07%	
	Fragua		8.10%		-25.08%		14.33%	

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 4T11 de una muestra de las 66 emisoras de los sectores industriales, comerciales, y de servicios más importantes del mercado accionario en México.

Resultados 4T11 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2010-4	2011-4	Var %	2010-4	2011-4	Var %	2010-4	2011-4	2010-4	2011-4	Var %
Ac	7,894.15	13,830.36	75.2%	1,485.24	2,172.00	46.3%	18.8%	15.7%	505.85	973.92	92.5%
Alfa	36,243.61	48,349.99	33.4%	4,227.86	5,572.71	31.8%	11.7%	11.5%	2,264.30	1,108.04	-51.1%
Alsea	2,444.00	2,935.54	20.1%	284.91	352.47	23.7%	11.7%	12.0%	36.74	62.16	69.2%
Amx	162,020.15	181,962.92	12.3%	62,151.69	64,549.65	3.9%	38.4%	35.5%	25,519.12	16,277.57	-36.2%
Ara	1,965.43	1,678.53	-14.6%	356.59	255.66	-28.3%	18.1%	15.2%	143.07	109.75	-23.3%
Asur	1,192.89	1,366.82	14.6%	466.95	591.00	26.6%	39.1%	43.2%	278.17	422.28	51.8%
Autlan	1,062.65	973.84	-8.4%	245.73	214.09	-12.9%	23.1%	22.0%	56.74	49.94	-12.0%
Axtel	2,723.36	2,768.38	1.7%	794.25	900.52	13.4%	29.2%	32.5%	-113.87	-1,068.28	NN
Azteca	3,667.10	3,821.36	4.2%	1,816.08	1,836.26	1.1%	49.5%	48.1%	1,389.19	1,283.59	-7.6%
Bafar	1,653.97	1,857.51	12.3%	149.22	161.64	8.3%	9.0%	8.7%	55.30	328.01	493.1%
Bimbo	30,431.41	41,624.12	36.8%	4,002.42	4,596.03	14.8%	13.2%	11.0%	1,372.53	1,012.34	-26.3%
Bolsa	321.66	332.25	3.3%	217.94	287.97	32.1%	67.8%	86.7%	185.65	223.97	20.6%
Cemex	43,301.45	50,553.04	16.7%	5,977.34	7,399.20	23.8%	13.8%	14.6%	-7,112.95	-1,994.44	NN
Chdraui	14,384.17	16,599.00	15.4%	925.02	982.45	6.2%	6.4%	5.9%	341.64	380.80	11.5%
Cicsa	4,036.12	3,722.53	-7.8%	482.10	292.17	-39.4%	11.9%	7.8%	71.81	-10.72	PN
Cie	3,172.43	3,723.05	17.4%	634.89	736.68	16.0%	20.0%	19.8%	-56.14	-31.15	NN
Cmoctez	1,939.47	2,238.79	15.4%	582.63	740.55	27.1%	30.0%	33.1%	247.94	425.92	71.8%
Cmr	466.34	517.18	10.9%	46.45	52.11	12.2%	10.0%	10.1%	-19.51	-14.52	NN
Comerci	10,844.63	11,398.81	5.1%	874.74	885.87	1.3%	8.1%	7.8%	433.94	221.15	-49.0%
Cydsasa	1,017.94	1,315.53	29.2%	181.00	197.00	8.8%	17.8%	15.0%	816.55	70.36	-91.4%
Mediana			12.99%			16.46%	18.25%	16.62%			17.18%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

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

Resultados 4T11 – Análisis de Resultados Financieros

Emisora	Ventas			EBITDA			Margen Ebitda		Utilidad Neta		
	2010-4	2011-4	Var %	2010-4	2011-4	Var %	2010-4	2011-4	2010-4	2011-4	Var %
Elektra	12,003.02	16,237.74	35.3%	1,703.34	2,555.52	50.0%	14.2%	15.7%	2,367.22	11,028.91	365.9%
Femsa	45,664.17	56,834.13	24.5%	8,726.00	10,772.00	23.4%	19.1%	19.0%	4,939.29	5,366.99	8.7%
Fragua	5,590.50	6,043.57	8.1%	194.44	145.67	-25.1%	3.5%	2.4%	189.56	216.73	14.3%
Gap	1,123.32	1,255.88	11.8%	589.99	711.04	20.5%	52.5%	56.6%	445.10	553.38	24.3%
Gcarso	19,562.14	21,612.59	10.5%	2,490.49	2,734.88	9.8%	12.7%	12.7%	1,868.95	1,536.72	-17.8%
Gcc	1,666.40	1,966.65	18.0%	338.78	401.08	18.4%	20.3%	20.4%	-45.40	445.66	NP
Geo	5,597.08	6,231.24	11.3%	1,233.76	1,368.82	10.9%	22.0%	22.0%	391.85	348.29	-11.1%
Geupec	2,146.79	7,026.09	227.3%	157.07	107.25	-31.7%	7.3%	1.5%	-26.69	-369.27	NN
Gfamsa	4,470.50	4,266.75	-4.6%	545.24	464.50	-14.8%	12.2%	10.9%	154.05	114.82	-25.5%
Gigante	3,208.10	3,515.33	9.6%	427.75	408.26	-4.6%	13.3%	11.6%	232.64	-211.77	PN
Gissa	3,304.26	3,590.26	8.7%	535.31	536.81	0.3%	16.2%	15.0%	63.20	264.63	318.7%
Gmd	600.67	583.54	-2.9%	139.83	76.28	-45.4%	23.3%	13.1%	113.40	49.74	-56.1%
Gmexico **	2,318.63	2,494.27	7.5%	1,203.04	1,242.52	3.3%	51.9%	49.8%	557.58	558.67	0.2%
Gmodelo	21,001.95	23,282.67	10.9%	5,611.00	6,810.00	21.4%	26.7%	29.2%	2,423.66	3,588.67	48.1%
Gruma	11,829.82	16,589.59	40.2%	748.96	1,610.08	115.0%	6.3%	9.7%	112.13	918.08	718.8%
Herdez	2,643.26	2,917.74	10.4%	546.64	484.90	-11.3%	20.7%	16.6%	209.65	218.11	4.0%
Hogar	186.53	236.85	27.0%	-9.36	-10.37	-10.8%	-5.0%	-4.4%	-20.24	-57.59	184.5%
Homex	6,064.68	6,430.17	6.0%	1,202.91	1,349.76	12.2%	16.7%	11.9%	412.92	253.73	-38.6%
Ica	9,009.90	12,784.69	41.9%	1,229.00	1,715.00	39.5%	13.6%	13.4%	69.81	127.25	82.3%
Ich	6,278.46	8,664.64	38.0%	362.57	1,063.99	193.5%	5.8%	12.3%	-462.11	1,120.11	NP
Ideal	1,611.49	2,830.50	75.6%	763.34	1,148.70	50.5%	47.4%	40.6%	1,288.65	51.57	-96.0%
Kimber	6,866.50	7,132.22	3.9%	2,088.40	1,901.16	-9.0%	30.4%	26.7%	1,196.28	937.84	-21.6%
Kof	27,991.51	36,186.61	29.3%	6,109.34	7,756.52	27.0%	21.8%	21.4%	3,021.95	3,207.65	6.1%
Kuo	5,501.84	6,820.52	24.0%	451.28	532.93	18.1%	8.2%	7.8%	214.82	-155.98	PN
Lab	2,143.34	2,744.28	28.0%	755.55	932.68	23.4%	35.3%	34.0%	461.73	601.50	30.3%
Lamosa	2,109.41	2,383.43	13.0%	458.87	577.46	25.8%	21.8%	24.2%	28.75	153.61	434.4%
Livepol	18,052.81	20,373.15	12.9%	3,834.56	4,469.25	16.6%	21.2%	21.9%	2,399.56	3,031.83	26.3%
Maseca	3,080.60	4,052.89	31.6%	429.32	606.50	41.3%	13.9%	15.0%	233.60	480.89	105.9%
Maxcom	639.47	600.02	-6.2%	174.10	203.03	16.6%	27.2%	33.8%	-973.97	-203.02	NN
Mega	1,961.37	2,164.85	10.4%	761.01	890.88	17.1%	38.8%	41.2%	400.05	416.97	4.2%
Mexchem	9,539.48	10,807.29	13.3%	1,758.11	2,159.06	22.8%	18.4%	20.0%	930.34	146.80	-84.2%
Mfrisco	1,802.25	2,375.86	31.8%	829.25	604.23	-27.1%	46.0%	25.4%	146.24	712.27	387.1%
Ohlmex	3,667.06	5,445.03	48.5%	1,665.05	2,791.04	67.6%	45.4%	51.3%	981.55	1,451.78	47.9%
Oma	643.48	773.64	20.2%	210.80	300.56	42.6%	32.8%	38.9%	184.21	231.15	25.5%
Pappel	3,019.00	2,809.97	-6.9%	285.93	183.80	-35.7%	9.5%	6.5%	11.76	20.97	78.3%
Pasa	576.99	624.26	8.2%	66.46	119.97	80.5%	11.5%	19.2%	-32.18	210.51	NP
Pe&oles	18,741.45	25,549.76	36.33%	5,908.21	7,294.63	23.47%	31.5%	28.6%	2,353.72	1,614.21	-31.42%
Pinfra	1,092.05	1,233.97	13.0%	671.48	707.68	5.4%	61.5%	57.3%	206.14	267.87	29.9%
Posadas	1,656.05	1,768.67	6.8%	278.41	149.05	-46.5%	16.8%	8.4%	24.01	-301.61	PN
Sare	515.11	49.67	-90.4%	13.55	-230.21	-1799.6%	2.6%	-463.5%	-33.72	-187.68	NN
Simec	5,634.87	7,866.66	39.6%	303.36	935.50	208.4%	5.4%	11.9%	-165.20	1,112.39	NP
Soriana	25,865.24	28,325.83	9.5%	2,210.55	2,238.89	1.3%	8.5%	7.9%	1,173.10	1,173.03	0.0%
Telmex	27,957.92	29,142.89	4.2%	11,171.65	11,160.12	-0.1%	40.0%	38.3%	3,366.93	4,084.34	21.3%
Tlevisa	16,491.06	18,292.77	10.9%	6,609.91	7,427.98	12.4%	40.1%	40.6%	2,624.50	2,170.13	-17.3%
Urbi	5,009.74	5,094.24	1.7%	1,280.26	1,443.53	12.8%	25.6%	28.3%	508.49	610.28	20.0%
Vitro	5,074.10	5,520.58	8.8%	576.74	1,038.06	80.0%	11.4%	18.8%	-524.89	-363.22	NN
Walmex	100,295.49	116,015.38	15.7%	10,959.63	12,976.21	18.4%	10.9%	11.2%	6,540.27	8,226.55	25.8%
Mediana			12.99%			16.46%	18.25%	16.62%			17.18%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe / BMV

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

** Las cifras para GMEXICO están expresadas en dólares americanos

Comentarios de Reportes

ALIMENTOS / Marisol Huerta Mondragón

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

Bimbo reportó durante el 4T11 resultados en línea con nuestros estimados y los del mercado, donde los ingresos crecieron 36.8%, derivado de: a) un crecimiento orgánico de doble dígito; b) la integración de Sara Lee en EU y de Fargo en Argentina; y c) la integración de operaciones independientes. A nivel operativo se observó una fuerte contracción en márgenes de 220pb a nivel de EBITDA, lo anterior como reflejo de mayores costos en insumos y la integración de las nuevas operaciones. A nivel neto se registró un retroceso de 26.2% afectado por una mayor carga impositiva.

Por mercados, durante el 4T11 los ingresos de Estados Unidos y Latinoamérica revelaron el mayor crecimiento de 59.5% y 44.6% respectivamente, derivado de la integración de Sara Lee y de Fargo. En México crecimiento fue de 14.5% relacionado con un sólido crecimiento en volúmenes en todo el portafolio, sobresaliendo galletas, pan dulce, botanas saladas y confitería y así como las iniciativas de precios realizadas durante el año. En Estados Unidos además de la contribución de Sara Lee (32%) los ingresos se beneficiaron de la consolidación de operaciones independientes "IO's" (14.3%) y el beneficio por el tipo de cambio y los incrementos de precios realizados durante el año, lo anterior contrarrestó la baja de crecimiento en volumen. En Latinoamérica, aunado a la contribución de Fargo (16.1%), el incremento en ventas reveló las iniciativas de alza de precios y mayores volúmenes de venta reflejando los resultados de las estrategias de comercialización y mejor desempeño en el consumo en la región. Las operaciones de Iberia (España y Portugal) solo reflejaron 28 días de operación.

Reiteramos nuestro PO 2012 de Ps33.50 y recomendación de COMPRA. Consideramos que el mercado mexicano deberá de presentar un sólido desempeño durante 2012, con base a las estimaciones de crecimiento para la economía (3.5% PIB) y mejor dinamismo en términos de confianza del consumidor, empleo y remesas que impulsan el gasto privado. En EU seguimos optimistas con respecto a los beneficios que derivaran de la integración de las operaciones de Sara Lee en Estados Unidos, de España y Portugal, y en Argentina de la integración de Fargo.

Grupo Bimbo – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	41,624	30,431	36.8%	40,512	2.75%
Utilidad de Operación	2,897	2,674	8.3%	3,476	-16.66%
Ebitda	4,596	4,002	14.8%	4,620	-0.52%
Utilidad Neta	1,012	1,373	-26.3%	1,178	-14.13%
Margen Operativo	7.0%	8.8%	-1.80pb	8.6%	-160pb
Margen Ebitda	11.0%	13.2%	-220pb	11.4%	- 40pb
UPA	0.22	0.29		0.28	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

BEBIDAS / Marisol Huerta Mondragón

FEMSA (FEMSA UBD, Compra, PO 2012 \$110.00)

Los resultados de FEMSA al 4T11 fueron ligeramente mejor a nuestros estimados y los del consenso, reflejando el positivo desempeño que registraron sus principales divisiones (KOF y OXXO) tanto en ingresos como en EBITDA. Los ingresos del trimestre aumentaron 24.5% AsA. El EBITDA del trimestre se ubicó en Ps10,772 millones un avance de 23.4% (3.6% arriba de nuestras expectativas), el margen EBITDA registro una contracción marginal de 10pb a 18.1 desde 18.0 del 4T10. En tanto que la utilidad neta creció 8.7%, siendo 2% arriba de lo estimado por el mercado.

Por divisiones Oxxo reportó un crecimiento en ingresos de 16.9%, apoyado por la apertura de 413 tiendas durante el trimestre, 1,135 durante 2011 superando el objetivo de la compañía. Al cierre del año anterior OXXO tiene en 9,651 unidades. Durante el 4T11 las VMT crecieron 8.0% en línea con nuestras estimaciones, derivado de un avance de 4.1% en el tráfico y un crecimiento en el ticket promedio de 3.8%. El desempeño se ubicó por arriba de las tiendas del sector. En el caso de KOF, durante el 4T11 los ingresos crecieron 29.2%, resultado de los crecimientos de doble dígito en ingresos en las divisiones de México y Centroamérica (+25.8%). México fue impulsado por la incorporación de Grupo Tampico con un trimestre completo de ventas, un mes de ventas de Grupo Cimsa y el negocio de bebidas Lácteas de Panamá. En Sudamérica el crecimiento fue de 31.7% en ingreso, impulsado por precios en un 90%.

Estamos ajustando nuestro PO 2012 para FEMSA de \$107.00 a 110.00 con base en nuestro modelo de suma de partes, donde hemos ajustado el desempeño estimado para cada una de sus divisiones. Hacia adelante, consideramos que las divisiones de FEMSA mantendrán un sólido ritmo de crecimiento al beneficiarse de: a) Las perspectivas de crecimiento por fusiones en la división de bebidas; b) ganancias de participación de mercado; c) crecimiento orgánico en Oxxo y el entorno de nuevas fusiones en el segmento de bebidas. Estos factores podrán compensar el escenario de menor dinamismo económico respecto a 2011. Adicionalmente, los beneficios de la relación de negocio con Heineken. Reiteramos recomendación de COMPRA.

FEMSA – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	56,834	45,664	24.5%	55,400	2.59%
Utilidad de Operación	8,884	7,115	24.9%	8,763	1.39%
Ebitda	10,772	8,726	23.4%	10,391	3.67%
Utilidad Neta	5,367	4,939	8.7%	5,831	-7.95%
Margen Operativo	15.6%	15.6%	0 pb	15.8%	-20pb
Margen Ebitda	19.0%	19.1%	10 pb	18.8%	20pb
UPA	1.50	1.38		1.63	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

Coca- Cola Femsa reportó resultados del 4T11 ligeramente arriba de nuestras expectativas a nivel operativo y los del consenso. Durante el 4T11 los ingresos del trimestre avanzaron 29.3% al ubicarse en Ps36,187 millones. A nivel operativo, el EBITDA del 4T11 se ubicó en \$7,756 millones y creció 27.0%. El margen EBITDA se contrajo 40pb a 21.4% desde el 21.8% del 4T10. La utilidad neta fue por Ps3,207 millones un crecimiento de 6.1%, con respecto al mismo trimestre del año anterior, afectada por mayores pérdidas cambiarias y por mayores impuestos.

A nivel consolidado, los ingresos crecieron 29.3%, 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 24% 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. Por mercados KOF reportó un avance para México y CA e 25.8%, apoyados por la integración de Grupo Tampico y Grupo Cimsa en la operación de México. México contribuyó con el 70% de los ingresos incrementales del trimestre. Adicionalmente mejores precios (6.3%) también favorecieron los resultados. Excluyendo la integración de Grupo Tampico y Cimsa los ingresos crecieron 13%, el volumen lo hizo en 3.8%. Para la división Sudamérica, (Brasil, Argentina, Colombia, Venezuela) el avance en ingresos fue de 31.7%, principalmente por la toma de precios que representó el 90% de los ingresos incrementales. El volumen de venta de la división en Sudamérica creció 3.3%, donde la parte de refrescos creció 3.0% en términos anuales, y 5% la parte de sabores.

Estamos reiterando nuestra recomendación de COMPRA y Precio Objetivo 2012 a Ps146.00 lo que representaría un rendimiento potencial de 12.3%, a lo anterior le deberíamos sumar el pago de dividendo de Ps2.44 (+2.1%), otorgando en total un rendimiento de 14.4% con respecto a precios actuales.

KOF – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	36,187	27,991	29.3%	35,493	1.95%
Utilidad de Operación	6,497	5,080	27.9%	6,247	4.01%
Ebitda	7,756	6,109	27.0%	7,476	3.74%
Utilidad Neta	3,207	3,022	6.1%	3,427	-6.43%
Margen Operativo	18.0%	18.1%	-10pb	17.6%	40pb
Margen Ebitda	21.4%	21.8%	-40 pb	21.1%	30pb
UPA	0.62	1.64		1.77	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

Arca Continental reportó durante el 4T11 fuertes crecimientos en todos sus rubros, derivado de la consolidación de tres meses de Grupo CONTAL, en términos proforma los resultados son positivos, no obstante se observa una fuerte contracción en márgenes relacionado con mayores costos en insumos denominados en dólares y gastos operativos. Así, durante el 4T11 los ingresos avanzaron 75.2% (20.2% proforma), mayores volúmenes de venta (8.0%) y mejores precios (6.7%) explican el incremento. Por su parte, el EBITDA sin considerar gastos recurrentes creció 46.3% (4.1% proforma). En tanto que el margen EBITDA presentó una contracción 310pb a 15.7%, lo anterior derivado de mayores costos de insumos (PET y azúcar en LA), así como un aumento en gastos de mercado y combustibles y depreciación. La utilidad neta fue por Ps974 millones un crecimiento de 92.5%, con respecto al 4T11.

Por segmentos de negocio, Bokados continua con su tendencia positiva en ventas a ritmo de doble dígito. La compañía realizó aumentos de precios con lo que pudo mantener márgenes positivos en este nicho y soportar el aumento en precios de materias primas. Para este segmento, la compañía continúa la expansión en el Valle de México, Jalisco y Noroeste. Por su parte las ventas de Topo chico, barrilitos y salsas crecieron 21.8%, el agua mineral creció 8.9% durante el trimestre. Los ingresos en el negocio de máquinas vending crecieron 10% durante el trimestre. En tanto que la exportación de Coca Cola creció 3.0% alcanzando 2.2 millones de cajas.

En conferencia con analistas, la empresa señaló que las sinergias por Ps1,400 millones estimadas con la fusión de Contal se lograrán en un 50% para 2012 y el resto pudiera ser el siguiente año. Ajustamos ligeramente nuestro PO 2012 de \$71 a \$69, principalmente reflejando una estimación menor en términos de volumen y la precaución que guarda la compañía con respecto al tema de precios. No obstante mantenemos nuestra recomendación de COMPRA.

AC* – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	13,830	7,894	75.2%	12,898	7.23%
Utilidad de Operación	1,608	1,136	41.5%	1,780	-9.69%
Ebitda	2,172	1,485	46.3%	2,171	0.05%
Utilidad Neta	974	506	92.5%	1,006	-3.18%
Margen Operativo	11.6%	14.4%	-2.8pb	13.8%	-1.8pb
Margen Ebitda	15.7%	18.8%	-3.1pb	16.8%	-0.4pb
Margen Neto				0.62	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

GModelo reportó resultados positivos al 4T11 por arriba de nuestras expectativas y las del mercado a nivel operativo. Sorprendió el resultado a nivel neto que creció 48.1%. Así, durante el trimestre los ingresos aumentaron 10.9% AsA a Ps23,283 millones (2.8% arriba de las expectativas del consenso). El EBITDA del 4T11 avanzó 21.4%, se ubicó en Ps6,956 millones (vs 6% arriba del consenso y 5% de nuestros estimados). Por su parte, la utilidad neta fue por P\$ 3,589 millones, superando ampliamente las expectativas del mercado y las nuestras. La mayor utilidad neta se atribuye a la ganancia en cambios causada por la depreciación del peso respecto al dólar durante el periodo.

En el mercado nacional el volumen registró un crecimiento de 2.2%, afectado por bases de comparación, así como un menor dinamismo en el consumo, reflejo del mal clima registrado en los meses de octubre y noviembre. No obstante, la debilidad en volúmenes fue contrarrestada por un incremento en precio por hectolitro de 5.8% de forma interanual, lo que derivó en un crecimiento en ingresos nacionales de 7.9%. Durante el 4T11 el volumen de exportación creció 10.2%, beneficiado de bajas bases de comparación, así como una mejor ejecución de las marcas. Por su parte el precio por hectolitro creció 8.3%, reflejando la fluctuación en la paridad del peso frente al dólar, lo anterior derivó que los ingresos de exportación crecieron 19.3%.

Una vez que incorporamos los resultados del 4T11 en nuestro modelo de valuación y revisamos nuestras expectativas para 2012, no hemos hecho ajustes de relevancia en nuestras estimaciones y por ende estamos reafirmando nuestro Precio Objetivo en P\$91.0 junto con la recomendación de MANTENER. A pesar de que mejoramos nuestra expectativa con respecto al desempeño en el mercado de Estados Unidos, el moderado ritmo de crecimiento que prevemos para el mercado nacional, aunado a las presiones que estimamos mantendrán los precios de las materias primas no nos permiten anticipar un mejor desempeño de la compañía, que justifique mejores niveles de valuación.

GMODELO – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	23,283	21,002	10.9%	23,444	-0.69%
Utilidad de Operación	5,992	4,737	26.5%	5,392	11.13%
Ebitda	6,810	5,611	21.4%	6,538	4.16%
Utilidad Neta	3,589	2,424	48.1%	2,768	29.66%
Margen Operativo	25.7%	22.6%	310pb	23.0%	270pb
Margen Ebitda	29.2%	26.7%	260pb	27.9%	140pb
UPA	1.10	0.75		0.85	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

Cemex presentó un reporte positivo al 4T11 que ha superado las expectativas, tanto del mercado como nuestras, incluyendo un crecimiento de 6% en ingresos y de 13% en EBITDA (estimábamos +2% y +4%), que alcanzaron así US\$3,706 millones de dólares y US\$542 millones de dólares, respectivamente. Mientras que la pérdida neta por US\$146 millones de dólares se ajusta a las expectativas y refleja más que otra cosa la incidencia de variaciones contables en pérdidas cambiarias y la baja estacional del resultado operativo, el frente que también sorprende positivamente es la posición financiera, en donde Cemex ha cubierto holgadamente sus obligaciones bajo el acuerdo de reestructura de 2009.

Consideramos que este reporte se sumará al optimismo que ha impulsado recientemente a la acción, y aunque no es un cambio radical en la perspectiva de corto plazo, sí ha implicado una variación significativa en nuestras estimaciones hacia el periodo 2012-2015. No obstante, pesa más la expectativa de que efectivamente se ha logrado ya el punto de inflexión operativamente, así como la mejora en solvencia que se alcanza. Esto obliga a basar nuestra valuación en múltiplos adelantados más allá de simplemente los doce meses que tradicionalmente aplicamos. Así, estamos revisando nuestro precio objetivo a P\$11.5 asumiendo en un múltiplo FV/EBITDA adelantado de 8.5x hacia final de 2012 (10% por debajo del promedio de los últimos cinco años); en consecuencia, revisamos nuestra recomendación a MANTENER ya que el mercado ha reconocido antes que nosotros estos cambios, dejando un potencial de apreciación sólo un poco mayor al de nuestra expectativa para el IPC. Insistimos en dejar de lado la valuación por flujos descontados dada la variabilidad de una estimación en los flujos de efectivo libre más inmediatos dentro de esta etapa de recuperación incipiente; sólo a manera indicativa, podemos señalar que dicho ejercicio produce un valor estimado de P\$13.0 por acción, con nuestras proyecciones actuales.

En el 4T11 la empresa reporta crecimientos en volumen dentro de sus operaciones de Europa (+18%), Sudamérica (+5%), y Estados Unidos (+5%) como la base para el crecimiento operativo del trimestre, mientras que en México (+1%) el desempeño fue discreto y en la región del mediterráneo (incluyendo España y Egipto) se tuvo un desplome de 14%. A nivel consolidado, el volumen de cemento creció 1% a 16.138 millones de toneladas, mientras que el volumen de concreto avanzó 8% a 13.991 millones de metros cúbicos.

En precios, medido en dólares, Cemex logró un avance modesto en EU (+1%) y en Sudamérica (+12%), en tanto que para México y Asia sufrió un ajuste de 5% y en la zona del Mediterráneo una caída de 9%; Europa mantuvo sus precios estables. Es importante notar la influencia negativa que tuvieron los precios en dólares por la debilidad de esta moneda, siendo en moneda local el desempeño fue notablemente mejor, sobre todo en Europa (+18% en euros) y México (+1% en pesos).

Uno de los puntos más destacables en el desglose operativo es el resultado obtenido en Estados Unidos. Cemex ha logrado un incremento de 19% en ingresos gracias a la incipiente recuperación de demanda, +5% en cemento, pero principalmente por la consolidación de Ready Mix USA que implicó un aumento de 50% en su volumen de concreto, siendo que este fue +10% en una base comparable—todavía una tasa muy atractiva. Aunque la estacionalidad de este trimestre (usualmente el de menor actividad en el año) no ha permitido lograr el punto de equilibrio, sí observamos una evolución muy positiva tanto por la dilución de gastos que los mayores volúmenes implica, como por los resultados del programa de ahorros que Cemex reporta ha completado. La subsidiaria norteamericana presenta una generación de EBITDA negativa en US\$20 millones de dólares, prácticamente la mitad de la pérdida registrada un año atrás.

El otro punto a destacar en el resultado operativo es precisamente México, y no tanto en cuanto a su desempeño de ingresos (-9% a US\$818 millones de dólares, afectado por la revaluación del peso), sino en la impresionante recuperación de rentabilidad que ha logrado producir un repunte de 9% en EBITDA. Al 4T11 el margen EBITDA se ubica en 37.5%, casi seis puntos porcentuales por arriba del 4T10, con ello regresando prácticamente a niveles no vistos desde principios de 2009. De acuerdo con comentarios de la empresa, esta mejoría tiene que ver enteramente con las iniciativas del programa de "transformación" que se ha implementado durante el último año, y que hasta ahora comienza a mostrar sus frutos.

Más aún, se espera que además de México, durante los próximos meses los ahorros logrados en dicho programa sean recurrentes y extendidos en buena parte de sus subsidiarias internacionales; siendo especialmente de nuestro interés la evolución en EU.

La empresa reporta una pérdida neta por US\$146 millones de dólares que se encuentra en línea con nuestra estimación de US\$132 millones de dólares. A pesar de la recuperación operativa, el resultado neto es afectado por pérdidas cambiarias (US\$41 millones de dólares) y el crecimiento en el servicio de la deuda (+10% a US\$362 millones de dólares). El renglón de "otros ingresos/gastos" refleja un gasto neto de apenas US\$13m, en el cual se incluye la ganancia contable por la indemnización en Venezuela (US\$150 millones de dólares), contrarrestando el cargo contable por valuación de activos a valor justo que se realiza al cierre de cada ejercicio y el gasto por liquidaciones. La empresa registró una ganancia de US\$71 millones de dólares en la valuación de instrumentos financieros, básicamente relacionados a derivados sobre sus propias acciones.

La deuda neta, incluyendo instrumentos perpetuos, se redujo US\$813 millones de dólares para colocarse en US\$16,912 millones de dólares. Así, la deuda fondeada, conforme con la definición del acuerdo de reestructura de 2009, fue US\$15,466 millones de dólares al cierre de 2011, con lo que la relación a EBITDA doce meses se coloca en 6.64 veces, muy por debajo de las 7.0 veces que era requerido y al parecer por muy buen camino para alcanzar el próximo requisito de 6.5 veces al cierre de junio próximo y sin necesitar esfuerzos que impliquen mayores sacrificios para lograr el nivel de 5.75x contemplado para el cierre de 2012. En un ejercicio rápido por la misma empresa, asumiendo el consenso del mercado en EBITDA 2012e (US\$2,550 millones de dólares, antes de las revisiones tras este reporte), necesitaría efectuar una reducción de US\$800 millones de dólares durante el año, de la cual ya US\$500 millones de dólares estarían "resueltos" con la venta de activos esperada para el año.

Cemex – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	3,492	6.1%	3,560	1.9%	3,706
Utilidad de Operación	125	78.9%	176	40.4%	224
Ebitda	482	12.5%	503	4.4%	542
Utilidad Neta	-574	-74.5%	-132	-76.9%	-146
Margen Operativo	3.59%		4.95%		6.06%
Margen Ebitda	13.80%		14.13%		14.64%
UPA (US\$ / ADR)	-0.573		-0.127		-0.150

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

COMERCIO ESPECIALIZADO / Raquel Moscoso Armendáriz

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

La emisora reportó Ventas de \$2,935.5mdp y Ebitda de \$352.2mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 20.0% y 23.7% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda. La Utilidad Neta y de Operación, resultaron 5.0% y 12.2% superiores a nuestro estimado. El crecimiento en las Ventas, estuvo impulsado por la apertura de 66 unidades corporativas en los U12m, así como también por un positivo desempeño en las VMT (10.5%), apoyadas 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. Adicionalmente, también ayudó el crecimiento en las ventas de la distribuidora a terceros. La marginalidad obtenida por el crecimiento en las VMT permitió un mayor apalancamiento operativo, impulsando los Márgenes (+1.6pp en el Margen Operativo y +0.3pp en el Margen Ebitda).

Al cierre del 2011, la compañía reportó una Deuda Neta de \$3,323mdp, lo que equivale a un incremento de alrededor de 2.0x vs la deuda reportada al 3T2011. La razón DN/Ebitda se ubicó sobre niveles de 2.6x. El incremento en el nivel de deuda tiene su origen en la contratación de líneas de crédito para la compra de Italianni's. Actualmente, estamos viendo el efecto en los niveles de apalancamiento, aunque no en los resultados de la compañía. Estimamos que empezaremos a ver la consolidación de estas operaciones hacia finales del 1T2012. El reflejo de las cifras de Italianni's implicará Ventas y Ebitda adicionales por aproximadamente \$850mdp y \$246.5mdp aproximadamente, lo que equivale a alrededor del 6.0% de las Ventas y 14.0% del Ebitda estimado para este año.

El reporte de Alesa, resultó positivo en todos los rubros y mostró una importante fortaleza a nivel operativo. Las estrategias comerciales avocadas a impulsar las VMT de la compañía, han resultado exitosas, permitiendo un buen apalancamiento del gasto. Adicionalmente, el crecimiento orgánico continúa robusto y los resultados de Sudamérica mantienen un buen ritmo, lo que permite que los Márgenes Operativos sigan mejorando. Estamos mejorando ligeramente nuestro estimado de crecimiento en Ebitda a \$32.5% de un 29.0%, esto como consecuencia de mayores eficiencias a las anticipadas originalmente. Consideramos que la incorporación de los nuevos negocios, sumado al robusto crecimiento orgánico, permitirán a la compañía mantener el sólido desempeño a nivel de Ventas y Operativo en los trimestres por venir. Reiteramos COMPRA y revisamos PO2012E a \$19.0 de \$18.0, asumiendo un múltiplo FV/ Ebitda a pagar de 8.9x, ligeramente superior al múltiplo promedio U5a de 8.5x y similar al múltiplo promedio U12m de 8.7x.

Alesa – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	2,936	2,444	20.1%	2,925	0.4%
Utilidad de Operación	170	104	64.0%	152	12.1%
Ebitda	352	285	23.7%	355	-0.7%
Utilidad Neta	62	37	69.2%	59	5.4%
Margen Operativo	5.8%	4.2%	1.6%	5.2%	0.6%
Margen Ebitda	12.0%	11.7%	0.3%	12.1%	-0.1%
UPA	0.102	0.060	69.2%	0.096	0.5%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

La emisora reportó Ventas de \$4,267mdp y Ebitda de \$464mdp. Lo anterior, equivale a caídas del orden de 4.6% y 14.8% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda. No obstante, la utilidad neta resultó significativamente mejor a nuestro estimado +85.2%. Las Ventas en México, tuvieron un modesto crecimiento de +1.6%. La introducción de atractivas promociones, sumado a una exhibición más atractiva en las tiendas, así como el reforzamiento de categorías clave como muebles, fueron algunos de los factores que incidieron para el positivo crecimiento de +1.6% en las VMT y VT del trimestre. La compañía actualmente está enfocada en mejorar significativamente la experiencia de compra en sus unidades, lo que contribuyó al crecimiento de 6.4% observado durante el año. Sin embargo, en EUA, Famsa reportó caída del orden de 22.8% en las Ventas, impactadas significativamente por la debilidad observada en el poder adquisitivo del hispano que reside en ese país. Las VMT tuvieron una contracción de 30.7% en el 4T2011. Los resultados se comparan de manera muy desfavorable con la caída de 13.4% observada en el indicador de VMT en el 3T2011.

Banco Ahorro Famsa, mantiene un buen desempeño. El índice de capitalización del banco, alcanzó 13.1%. La compañía ha progresado significativamente en el desarrollo de un portafolio de préstamos comerciales a pequeñas y medianas empresas. El balance de créditos a estas entidades, alcanzó los \$293mdp al cierre del 4T2011, lo que equivale a un crecimiento de 200.0% vs el 4T2010. El índice de morosidad del banco se ubicó en niveles de 11.0%, lo que resulta bastante razonable para el tipo de clientes al que el banco está avocado.

A pesar de que el reporte estuvo en línea con nuestras expectativas, la fuerte debilidad observada en las operaciones de EUA, así como la falta de visibilidad de una mejora en esta división durante 2012, nos hacen buscar una posición más cauta en cuanto a nuestra recomendación para las acciones de la emisora. No obstante, que la administración de la compañía está actualmente avocada a evaluar las opciones para la división de FAMSA USA, con el objeto de contener las pérdidas que se han venido registrando de manera consistente trimestre a trimestre consideramos que al no haber todavía una clara definición sobre el futuro inmediato de esta división, los negativos resultados continuarán impactando de manera desfavorable las cifras consolidadas de FAMSA. Ajustamos PO 2012E de \$15.0 a \$13.50 y bajamos recomendación a VENTA. Lo anterior, asumiendo un crecimiento en Ebitda para 2012 de 5.5% y un múltiplo FV/ Ebitda a pagar por la compañía de 10.0x, el cual resulta similar a su promedio U12m de 9.9x.

Gfamsa – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	4,267	4,471	-4.6%	4,493	-5.0%
Utilidad de Operación	345	453	-23.9%	357	-3.5%
Ebitda	464	545	-14.8%	454	2.3%
Utilidad Neta	115	154	-25.5%	62	85.2%
Margen Operativo	8.1%	10.1%	-2.1%	7.9%	0.1%
Margen Ebitda	10.9%	12.2%	-1.3%	10.1%	0.8%
UPA	0.261	0.351	-25.5%	0.141	85.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

La emisora reportó Ventas de \$2,744mdp y Ebitda de \$933mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 28.0% y 23.4% en Ventas y Ebitda respectivamente. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas, presentando un diferencial de -4.4% en Ventas y un poco mejor a nivel de Ebitda (+7.7%). A nivel operativo y de Utilidad Neta la compañía tuvo crecimientos de 25.0% y 30.0% respectivamente. El crecimiento de 28.0% en Ventas se compuso de varios factores: 1) Un crecimiento de 8.3% (\$129.5 mdp) de la línea base en México, incluyendo las extensiones de línea de estas marcas; 2) Un incremento de 10.2% (\$19.7mdp), debido al efecto de los lanzamientos del año anterior en México, incluyendo las recientes extensiones de línea en dichas marcas lanzadas durante el 2010; 3) \$249.8mdp durante el 4T2011 de Marcas Nuevas en México, debido principalmente al lanzamiento de 34 nuevos productos bajo 8 marcas nuevas durante el periodo y 4) Un incremento de 50.9% (\$202mdp), de las operaciones internacionales para alcanzar \$598.6mdp. Es importante recordar, que el trimestre anterior, hubo una ligera disminución (2.3%), en las operaciones internacionales, derivado de algunos retrasos en aprobaciones regulatorias, por lo que parte del importante crecimiento de este trimestre está dado por el efecto desfasado del 3T2011.

El Margen Bruto de LAB, se ubicó sobre niveles de 69.5%, lo que implicó una contracción de 0.7pp vs el Margen de 70.2% obtenido en el 4T2010. 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, que tienen un mayor costo de ventas como porcentaje de las Ventas Netas. A nivel Operativo, la contracción en el Margen fue de 0.8pp, debido a un incremento de 0.1pp en los gastos generales de Venta y Administración como porcentaje de las Ventas. Lo anterior, derivó en una caída del Margen Ebitda de 1.3pp a 34.0% vs 35.0% en el 4T2010. Sin embargo, los Márgenes Operativo y Ebitda reportados, resultaron superiores en 4.0pp y 3.8pp a nuestros estimados de 29.3% en el Margen Operativo y 30.2% en el Margen Ebitda. En el año completo, la emisora reportó un Margen Ebitda de 26.5%, 1.0pp por arriba de la guía de 25.5%.

Las cifras reportadas estuvieron en línea con nuestras estimaciones en la parte de Ventas, aunque un poco mejor a nivel de Ebitda. El desempeño de las operaciones internacionales se muestra muy sólido y las nuevas adquisiciones, serán otro factor que estará apoyando los crecimientos. La compañía está reiterando su guía de crecimiento para 2012, con crecimientos en Ventas del orden de 23- 26.0% y un Margen Ebitda de por lo menos 26.0%. Lo anterior en línea con nuestras estimaciones para 2012 (+27.0% en Ventas y +23.7% en Ebitda), lo que equivale a un Margen Ebitda de 26.0% para el 2012. Estamos reiterando nuestra recomendación de COMPRA y PO2012E de \$35.0. A pesar, de que creemos que podría haber una reacción positiva ante el reporte, en el corto plazo consideramos que la volatilidad por una posible adquisición que comprometa significativamente el apalancamiento de la compañía se mantendrá latente en el precio de la acción.

LAB – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	2,744	2,143	28.0%	2,872	-4.4%
Utilidad de Operación	913	730	25.1%	841	8.6%
Ebitda	933	756	23.4%	866	7.7%
Utilidad Neta	601	462	30.3%	536	12.2%
Margen Operativo	33.3%	34.1%	-0.8%	29.3%	4.0%
Margen Ebitda	34.0%	35.3%	-1.3%	30.2%	3.8%
UPA	0.571	0.439	30.3%	0.509	12.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

COMERCIALES/ Raquel Moscoso Armendáriz

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

Chedraui reportó Ventas de \$16,599mdp y Ebitda de \$982mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 15.4% y 6.2% en Ventas y Ebitda respectivamente vs el 4T2010. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados de Ventas y Ebitda. La Utilidad Neta y de Operación, resultaron -7.0% y -10.0% por debajo de nuestro estimado. Las Ventas del trimestre estuvieron impulsadas por un positivo desempeño en el indicador de VMT en México (+5.1%), así como por la apertura de 27 tiendas en el territorio nacional y dos en EUA durante los U12m. El buen desempeño observado en el indicador de VMT, estuvo apoyado por una agresiva propuesta comercial, como es característico de Chedraui y adicionalmente, consideramos que también apoyó el evento extraordinario que se llevó a cabo en el mes de noviembre denominado "El Buen Fin". El positivo resultado de México, se vio impactado negativamente por una caída de 1.1% en las VMT en las operaciones de la compañía en EUA.

El Margen Bruto de la compañía, tuvo una ligera expansión 0.1pp vs el 4T2010 (19.3%). Sin embargo, a nivel de Margen Operativo y Margen Ebitda, estos mostraron una disminución de 0.7pp y 0.5pp respectivamente vs el mismo trimestre del año anterior. Lo anterior se explica principalmente por: 1) Mayores gastos de preaperturas en México comparado con 2010; 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; 3) Aumento en las tarifas de energía eléctrica y 4) Una mayor provisión en el rubro de pensiones y jubilaciones vs el año anterior.

Consideramos que el reporte de Chdraui, resultó muy positivo por la parte de Ventas ya que los crecimientos fueron de los mejores dentro del sector, solo por debajo de Walmex (+15.7%). La parte operativa, mostró presiones como anticipábamos, aunque destaca el incremento en el Margen Bruto. Estimamos que parte de la presión a nivel operativo se podría estar virviendo hacia delante con la entrada en operación más "formal" de los nuevos sistemas de SAP, que permitirán a la emisora un mejor control sobre los gastos. El indicador de ventas mismas tiendas (VMT), se mantuvo muy robusto, por lo que consideramos que la tendencia de mejora en el consumo, sumado a la agresividad comercial de la compañía, serán factores que continuarán apoyando el buen desempeño de este indicador. Reiteramos recomendación de COMPRA y PO2012E de \$38.20.

Chdraui- Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	16,599	14,384	15.4%	16,416	1.1%
Utilidad de Operación	713	713	0.1%	769	-7.2%
Ebitda	982	925	6.2%	983	-0.1%
Utilidad Neta	381	342	11.5%	423	-10.0%
Margen Operativo	4.3%	5.0%	-0.7%	4.7%	-0.4%
Margen Ebitda	5.9%	6.4%	-0.5%	6.0%	-0.1%
UPA (US\$ / ADR)	0.395	0.354	11.5%	0.439	-10.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

La emisora reportó Ventas de \$28, 236 y Ebitda de \$2,239mdp. Lo anterior, equivale a crecimientos del orden de 9.5% y 1.3% en Ventas y Ebitda respectivamente. La Utilidad de Operación se incrementó en 5.3% (+2.0%) vs nuestro estimado, mientras que la Utilidad Neta se mantuvo sin cambios vs el 4T2010, aunque resultó 9.3% mejor a nuestra expectativa para el trimestre. Los resultados, estuvieron en línea con nuestros estimados para Ventas y Ebitda. El crecimiento en las Ventas, estuvo apoyado por la apertura de 50 nuevas tiendas durante los U12m, lo que equivale a un crecimiento de +5.6% en el piso de Ventas de la compañía así como también por un positivo desempeño en las VMT (+5.2%), impulsadas por una actividad promocional más agresiva, adicionalmente apoyaron los buenos resultados obtenidos en el formato Soriana Express que presentó VMT de +20.8% durante el 4T.

El Margen Bruto de Soriana se contrajo en 40pb vs el 4T2010, esto como resultado de la mayor inversión promocional que ha implementado Soriana con el objeto de crecer el tráfico en las unidades. El Margen Operativo y Ebitda, disminuyeron en 30pb y 60pb respectivamente. Lo anterior, como consecuencia de la apertura de nuevas unidades, sumado al fuerte incremento en las tarifas eléctricas (más de doble dígito).

Al cierre del 2011, la compañía reportó una razón DN/ Ebitda de 0.44x, observando una disminución de poco más de \$2,000mdp en la deuda total de la emisora vs el 3T2011. Actualmente, Soriana tiene el balance prácticamente libre de deuda siendo detrás de Walmex, la compañía del sector con menor apalancamiento, lo que le permitirá hacia futuro mucha más flexibilidad para crecer orgánicamente ó comprar algo en el caso de que se presente alguna adquisición.

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 en sus nuevos formatos es una señal muy positiva, aunque dado el peso relativo que estos tienen dentro del portafolio (menos 5.0%), todavía no pueden hacer una diferencia significativa a nivel consolidado. Esperamos que Soriana retome con un poco más de fuerza el crecimiento orgánico durante este año, lo que podría ayudar a impulsar las Ventas (+7.0% 2012E). A nivel Operativo, esperamos un crecimiento en Ebitda de 5.2% que aunque modesto, se compara muy favorablemente con la caída de 3.0% en el Ebitda consolidado de 2011. Reiteramos la recomendación de MANTENER, aunque incrementamos nuestro PO 2012E a \$38.5, de \$33.0, asumiendo un múltiplo FV/Ebitda a pagar similar al promedio U12m (9.4x), consistente con el descuento histórico de 40.0% en la valuación de Soriana vs Walmex (FV/Ebita U12m 16.31x), aunque 50.0% inferior a nuestro múltiplo de 17.9x estimado a pagar por Walmex en 2012. Este descuento, desde nuestro punto de vista se justifica dado el menor crecimiento y rentabilidad de Soriana.

Soriana – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	28,326	25,865	9.5%	28,266	0.2%
Utilidad de Operación	1,762	1,673	5.3%	1,722	2.3%
Ebitda	2,239	2,211	1.3%	2,246	-0.3%
Utilidad Neta	1,173	1,173	0.0%	1,076	9.0%
Margen Operativo	6.2%	6.5%	-0.3%	6.1%	0.1%
Margen Ebitda	7.9%	8.5%	-0.6%	7.9%	0.0%
UPA	0.652	0.652	0.0%	0.598	9.0%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

El día de hoy, Wal-Mart de México y Centroamérica publicó Ventas cpn un crecimiento de 15.7%, mientras que el Ebitda creció en 18.4%. En el año completo, Walmex reportó un crecimiento de 13.3% en Ventas y 12.4% en Ebitda. Las ventas del 4T2011 estuvieron favorecidas por un positivo desempeño en el indicador de VMT (+7.1%), resultado del reforzamiento de la característica campaña de Precios Bajos Todos los Días. No obstante la disminución en el Margen bruto de 22.6% en el 4T10 a 22.5% en el 4T11.

Los Márgenes Operativo y Ebitda consolidado de la compañía, se ubicaron sobre niveles de 9.5% y 11.2%, lo representó una mejora en el 4T11 vs el 3T11 de 0.4pp y 0.3pp en el Margen Operativo y Ebitda respectivamente. Lo anterior, a pesar de la presión operativa que ejerce la consolidación de Centroamérica, región que maneja menores márgenes. El nivel de inventarios durante el 4T2011 tuvo un crecimiento de 38.4% vs el mismo período del 2010. Lo anterior, fue consecuencia de una fuerte apuesta por la mercancía de inicio de año, con una fuerte apuesta por el "Día de Reyes" y la falta de frío impactó negativamente los inventarios de ropa de temporada. Anticipamos que el nivel de inventarios estará regresando a la normalidad durante el 1T2012

Los resultados reportados por Walmex, muestran una importante fortaleza Operativa y ponen en evidencia el liderazgo de la compañía en el sector. El buen comportamiento de todas las categorías durante el trimestre, sumado a una expectativa de recuperación en el consumo, serán factores que estarán apoyando los resultados de la compañía durante 2012, Estimamos que el crecimiento en Ebitda para el 2012 se estaría moviendo ligeramente hacia arriba (14.0% vs 10.0%previo), debido a mayores eficiencias en la operación, derivadas principalmente de un positivo desempeño de las VMT +4.0%, así como por eficiencias en la operación, apoyadas por un mejor desempeño de la región de Centroamérica. Por lo anterior, estamos revisando nuestro PO a \$43.50 de \$40.0. Sin embargo, estamos reiterando nuestra recomendación de MANTENER. Lo anterior, asumiendo un múltiplo FV/Ebitda a pagar de 17.9x, 5.2% inferior al múltiplo actual de Walmex de 18.9x y en línea con su promedio de los últimos 2ª y 12m de 18.06 y 17.8x, respectivamente.

Walmex – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	116,015	100,295	15.7%	115,538	0.4%
Utilidad de Operación	11,002	9,158	20.1%	10,804	1.8%
Ebitda	12,976	10,960	18.4%	12,752	1.8%
Utilidad Neta	8,227	6,540	25.8%	7,473	10.1%
Margen Operativo	9.5%	9.1%	0.4%	9.4%	0.1%
Margen Ebitda	11.2%	10.9%	0.3%	11.0%	0.1%
UPA	46.4%	36.9%	25.8%	42.1%	10.1%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

MEDIOS DE COMUNICACIÓN / Manuel Jiménez Zaldivar
Televisión Azteca (AZTECA CPO, Compra, PO 2012 \$10.00)

Los resultados de Televisión Azteca al 4T11 los calificamos como neutrales siendo ligeramente abajo de nuestros estimados. Los ingresos consolidados de Azteca registraron un aumento de 4.2%, es decir, un monto de \$3,821 mdp (-1.1% vs nuestro estimado); los ingresos por publicidad en México representaron el 90.9% de los ingresos totales y crecieron 3.0% debido a un mayor gasto de los anunciantes que lograron compensar la ausencia de publicidad de las empresas que conforman el Grupo Carso. Los ingresos de Azteca America crecieron 4.2% A/A principalmente por el efecto del tipo de cambio, calculamos que en dólares, los ingresos cayeron un 7.5%.

Los costos de programación, producción y transmisión aumentaron 6.2% representando el 42.5% de las ventas vs el 41.7% en el mismo periodo del año anterior; el incremento está relacionado con una mayor producción de contenido para satisfacer los requerimientos de los anunciantes. A nivel de los gastos de venta la empresa reportó un alza de 12.1% por un alza en el pago de honorarios. Azteca reportó un Ebitda consolidado de \$1,836 mdp (-4.8% vs nuestro estimado) representando un aumento de 1.1% vs el 4T10 y equivale a un margen de Ebitda de 48.1%, -140pb A/A. Aunque la utilidad neta del trimestre descendió 7.6% vs el 4T10 para ubicarse en \$1,283 mdp, ésta fue ligeramente mejor a nuestro estimado de \$1,228 mdp.

Azteca – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	3,821	3,667	4.2%	3,863	-1.1%
Utilidad de Operación	1,707	1,682	1.5%	1,794	-4.8%
Ebitda	1,836	1,816	1.1%	1,929	-4.8%
Utilidad Neta	1,283	1,389	-7.6%	1,228	4.5%
Margen Operativo	44.7%	45.9%	-1.2pp	46.4%	-1.7pp
Margen Ebitda	48.1%	49.5%	-1.5pp	49.9%	-1.8pp
UPA	\$0.430	\$0.463	-7.1%	\$0.416	3.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

Los resultados de Megacable al 4T11 los calificamos como positivos siendo en línea con nuestros estimados (Ventas +1.4%, Ebitda +0.5%). La base de UGI de Megacable cerró el año con 3.12 millones lo que representa un aumento del 10.9% vs 4T10; en el trimestre, la compañía obtuvo 136.7 mil adiciones netas de las cuales sólo 16 mil fueron incorporadas por la adquisición del Sistema Salamanca. Megacable reportó un ARPU (Ingreso promedio por suscriptor) de \$236, es decir, un aumento del 1.2% a pesar de enfrentar un entorno de mayor competencia.

Un ARPU estable y el crecimiento de la base de UGI provocaron una expansión de 10.4% en los ingresos consolidados para alcanzar un monto de \$2,165 mdp; las ventas por el servicio de video y de telefonía aumentaron 6.4% y 6.6% respectivamente, en el servicio de banda ancha el avance fue del 30.1% dando un buen impulso a los ingresos totales. Con el crecimiento en los suscriptores, menores tarifas de interconexión con operadores móviles y un adecuado control de costos y gastos, la empresa ha obtenido economías de escala que le permiten incrementar su rentabilidad y una mejor absorción de gastos de adquisición de suscriptores. En el 4T11, la empresa reportó un Ebitda de \$891 mdp lo que representa un avance del 17.1% vs 4T10 y equivale a un margen de Ebitda de 41.2%.

Mega – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	2,164	1,961	10.4%	2,135	1.4%
Utilidad de Operación	598	488	22.5%	615	-2.7%
Ebitda	890	761	17.1%	886	0.5%
Utilidad Neta	417	400	4.2%	433	-3.7%
Margen Operativo	27.6%	24.9%	2.7pp	28.8%	-1.2pp
Margen Ebitda	41.2%	38.8%	2.4pp	41.5%	-0.3pp
UPA	\$0.485	\$0.465	4.4%	\$0.505	-3.9%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

En el 4T11, Televisa reportó un incremento de 10.9% anual en los ingresos consolidados ascendiendo a un monto de \$18,293 mdp (+3.9% vs nuestro estimado) siendo impulsados por un crecimiento de 13.7% en los ingresos de los negocios de TV de Paga (Satelital y Cable) y de telecomunicaciones además por una mayor venta de programación a otros sistemas de TV de paga (+23.3% A/A) y por mayores ventas de exportación (+34.5% A/A) principalmente por la modificación al Contrato de Licencias con Univisión. En el negocio de TV Abierta, los ingresos aumentaron 5.1% logrando compensar la falta de ingresos de publicidad del Grupo Carso.

Televisa reportó un Ebitda de \$7,428 mdp (+4.3% vs nuestro estimado) representando un aumento del 12.4% vs 4T10 y equivale a un margen de Ebitda de 40.6% (+50pb A/A). Se observa un sólido desempeño en los diferentes negocios de Televisa principalmente en las operaciones de TV de paga y de exportación de programación compensando una baja en la rentabilidad del negocio de TV Abierta. El Ebitda en el negocio de Cable & Telecomunicaciones aumentó 27.8% por la expansión en suscriptores (+19.0% A/A) y una mejor absorción de costos fijos. En SKY, el Ebitda aumentó 10.8% mientras que el margen se redujo 20pb a 44.1% por mayores costos de programación. Los mejores términos negociados en el contrato de venta de programación a Univisión provocan un alza del 35.1% en el Ebitda del negocio de exportación de programación y una expansión 30pb en su margen.

La empresa reportó una utilidad neta de \$2,170 mdp (-19.0% vs nuestro estimado) siendo una caída del 17.3% vs 4T10 como resultado de mayores costos financieros por intereses pagados y una pérdida cambiaria así como un aumento en las pérdidas de subsidiarias no consolidadas y un alza de 148.2% en la provisión para impuestos.

Tlevisa – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	18,293	16,491	10.9%	17,603	3.9%
Utilidad de Operación	5,428	4,671	16.2%	5,167	5.1%
Ebitda	7,428	6,610	12.4%	7,125	4.3%
Utilidad Neta	2,170	2,625	-17.3%	2,679	-19.0%
Margen Operativo	29.7%	28.3%	1.4pp	29.4%	0.3pp
Margen Ebitda	40.6%	40.1%	0.5pp	40.5%	0.1pp
UPA	\$0.692	\$0.945	-26.8%	\$0.897	-22.8%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

INFRAESTRUCTURA / José Itzamna Espitia Hernández

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

El lunes 27 de febrero, Ica reportó resultados al 4T11 con crecimientos notables anuales en Ingresos de 41.9%, Utilidad Operativa de 59.4% y Ebitda Ajustado de 39.5%, ubicándose en P\$12,875m, P\$784m y P\$1,715m, respectivamente.

Todos los segmentos de negocio de Ica tuvieron alzas en sus ingresos siendo los principales impulsores los siguientes: Construcción Civil, Concesiones y Aeropuertos, cuyos ingresos aumentaron 46%, 93% y 23%, respectivamente.

La Utilidad de Operación tuvo un notable aumento de 59.4% respecto al 4T10, colocándose en P\$784m. Los segmentos que más contribuyeron al crecimiento de este rubro fueron: Concesiones derivado de las concesiones en construcción y operación, así como los de Construcción Civil e Industrial y Aeropuertos.

El margen de operación aumentó 67 pb, con lo cual dicho margen se encuentra en 6.1%. Lo anterior se debió a que el costo de ventas de la compañía y los gastos generales representaron un porcentaje menor (94.0%) respecto al 4T10 (94.%) por el aprovechamiento de economías de escala. El Ebitda Ajustado tuvo un sólido incremento de 39.5% vs el 4T10, ubicándose en P\$1,715m. No obstante, el margen Ebitda Ajustado tuvo una disminución en 23 pb, con lo cual se ubicó en 13.6% (-1.9% 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 82%, ubicándose en P\$127m, ante los incrementos en los resultados operativos del grupo y menores impuestos, que más que compensaron el incremento de 81% en el resultado integral de financiamiento debido a una pérdida por la depreciación del peso y el efecto negativo de la valuación de los instrumentos financieros derivados.

Referente a la Deuda Total de la empresa, ésta asciende a \$50,034m, creciendo +56% vs 4T10 y +5.5% vs 3T11. Es importante señalar que la deuda correspondiente a la Yesca representa alrededor del 26% del total, la cual debería ser pagada al concluirse la obra a finales del 2012.

Consideramos como positivos los resultados consolidados de Ica al ubicarse por arriba de nuestros estimados en el nivel de Ventas y en nuestra proyección de Ebitda, así como estabilidad en sus márgenes.

Ica – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	12,785	9,010	41.9%	10,529	21.4%
Utilidad de Operación	784	492	59.4%	757	3.5%
Ebitda	1,715	1,229	39.5%	1,610	6.5%
Utilidad Neta	127	70	82.3%	553	-77.0%
Margen Operativo	6.1%	5.5%	0.7 pp	7.2%	-1.1 pp
Margen Ebitda	13.4%	13.6%	-0.2 pp	15.3%	-1.9 pp
UPA	0.21	0.11	96.0%	0.90	-77.0%

Fuente: Empresas ICA, Banorte-Ixe

GRUPOS AEROPORTUARIOS / José Itzamna Espitia Hernández

Asur (ASURB, Compra, PO 2012 \$95.00)

El 23 de febrero, Asur dio a conocer su reporte del 4T11 con crecimientos en sus resultados operativos mejores a nuestros estimados, por lo que consideramos el reporte como positivo. El grupo aeroportuario tuvo incrementos en Ingresos Totales, Utilidad de Operación, Ebitda y Utilidad Neta de 14.6%, 32.1%, 26.5% y 51.8% vs. 4T10, ubicándose en P\$1,367m, P\$494m, P\$591m y P\$422m, respectivamente.

En el 4T11, el tráfico total de pasajeros de Asur creció 11.7% (vs. 4T10). Los pasajeros nacionales tuvieron una alza de 17.2% y los internacionales de 7.2%. Este trimestre se beneficia de una fácil base de comparación por la suspensión de operaciones de Mexicana (agosto 2010), tomando en cuenta también las acciones realizadas por aerolíneas, mexicanas y extranjeras, para retomar los pasajeros que dejó Mexicana; así como la degradación de la aviación mexicana (julio 2010) que recuperó su estatus a categoría 1 (diciembre 2010). 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 4.8pp, colocándose en 36.1% (vs. 35.0%e); y el margen Ebitda subió 4.1pp, ubicándose en 43.2% (vs. 42.6%e). Dichos márgenes se vieron favorecidos por el aumento en el total de costos y gastos de sólo 6.6% que fue menor al presentado en los ingresos totales (+14.6%). Es importante hacer notar que comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por construcción, los resultados son positivos: 51.6% el margen operativo y 61.7% el de Ebitda en el 4T11 vs. 47.2% y 59.0% en el 4T10, respectivamente, confirmando la mayor rentabilidad operativa del grupo.

Asur dio a conocer un evento reciente: Cuando se llevó a cabo la licitación para la venta de las acciones de los Grupos Aeroportuarios, la SCT estableció y comunicó que las Concesionarias podrían amortizar fiscalmente el valor de la concesión hasta en un 15% por año. En febrero 2012, la SHCP en contra de esta decisión ha llevado a cabo una liquidación en contra del Aeropuerto de Cancún, S.A. de C.V. por un importe de P\$865m., al considerar que la determinación de la amortización por el 15% no era válida en el año 2006 y 2007. Asur considera que esto es improcedente e iniciará un Juicio de nulidad para aclarar esta decisión. El riesgo en caso de que el juez no otorgue la razón al Aeropuerto de Cancún asciende a la cantidad de P\$334m., la cual representa el 13.5% del Ebitda y el 2.2% del capital total de la compañía del 2011. Hay que señalar que este tipo de procesos puede tardar no meses sino años para su resolución; sin embargo, estaremos pendientes a cualquier información adicional al respecto.

Asur- Resultados al 4T11 (en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	1,367	1,193	14.6%	1,313	4.1%
Utilidad de Operación	494	374	32.1%	460	7.3%
Ebitda	591	467	26.5%	559	5.6%
Utilidad Neta	422	278	51.8%	316	33.6%
Margen Operativo	36.1%	31.3%	4.8 pp	35.0%	1.1 pp
Margen Ebitda	43.2%	39.1%	4.1 pp	42.6%	0.6 pp
UPA	1.41	0.93	51.8%	1.05	33.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

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

El pasado lunes 27 de febrero, Gap reportó hoy sus resultados al 4T11 con fuertes crecimientos. Los ingresos, la utilidad operativa y el Ebitda aumentaron 11.8%, 21.8% y 20.5%, ubicándose en P\$1,256m, P\$453m y P\$711m, respectivamente. Dado que dichos números estuvieron por arriba de nuestros estimados, calificamos el reporte como positivo.

El número de pasajeros totales de Gap en el 4T11 tuvo un aumento considerable de 7.3% (vs. 4T10), principalmente por un incremento de 11.8% en sus pasajeros internacionales y de 5.1% en sus pasajeros nacionales. Este trimestre se beneficia de una fácil base de comparación por la suspensión de operaciones de Mexicana (agosto 2010), tomando en cuenta las acciones realizadas por diversas aerolíneas, las cuales han recuperado el 60.4% de los asientos perdidos por la salida de Mexicana; así como la degradación de la aviación mexicana (julio 2010) que recuperó su estatus a categoría 1 (diciembre 2010).

El margen de operación mostró un crecimiento de 3.0pp, colocándose en 36.1% (vs. 32.5%e); y el margen Ebitda aumentó 4.1pp, ubicándose en 56.6% (vs. 51.6%e). Los márgenes operativos de Gap se beneficiaron por la política de control de gastos de la compañía reflejada en el aumento en el total de gastos de operación de 6.9% que fue menor al presentado en los ingresos (+11.8%). Cabe señalar que comparando los márgenes sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, INIF 17), los resultados son alentadores: 43.2% el margen operativo y 67.7% el de Ebitda en el 4T11 vs. 40.7% y 64.6% en el 4T10, respectivamente, de manera que la compañía sigue siendo la de mejor margen Ebitda del sector en el país.

La utilidad neta del 4T11 (P\$553m.) tuvo un aumento de 24.3% vs. 4T10, principalmente por los mejores resultados operativos, un mayor resultado integral de financiamiento positivo y un beneficio en el rubro de impuestos en la utilidad. Por otro lado, aún cuando el total de los pasivos de Gap aumentó 9.2% (vs. 3T11), la compañía continúa con una sólida estructura financiera con una razón Deuda Neta/Ebitda de -0.1x (vs. -0.2x en el 3T11).

Gap- Resultados al 4T11 (en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	1,256	1,123	11.8%	1,270	-1.1%
Utilidad de Operación	453	372	21.8%	412	10.0%
Ebitda	711	590	20.5%	656	8.5%
Utilidad Neta	553	445	24.3%	412	34.4%
Margen Operativo	36.1%	33.1%	3.0 pp	35.0%	3.6 pp
Margen Ebitda	56.6%	52.5%	4.1 pp	42.6%	5.0 pp
UPA	0.99	0.79	24.2%	1.05	34.4%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

CONGLOMERADO / Carlos Hermosillo Bernal**Alfa (ALFA A, Compra, PO 2012: \$205.00)**

Alfa ha presentado un excelente reporte al 4T11 que una vez más descansa en la fortaleza operativa y expansión de su principal unidad, Alpek (petroquímica); como en casi todas sus unidades, la naturaleza dolarizada de las operaciones en Alpek le aportan a Alfa, en esta ocasión, un impulso extra en su crecimiento medido en pesos. Esta división opera prácticamente a plena capacidad—aún a pesar de la temporada estacionalmente baja—y goza además de la estabilización de precios luego de una recuperación impresionante durante la primera mitad del año. Así, mientras que el volumen aumenta 17% gracias a la integración de las plantas adquiridas, los precios aumentan promedio +28% A/A en para el caso de PET/PTA, y crecen +13% en el caso de EPS/PP. Como era esperado, un punto positivo adicional en Alpek es la expansión de márgenes que permite la integración exitosa de las operaciones de Eastman y la dilución de los pocos gastos denominados en pesos. A final de cuentas, esta división crece 52% en ingresos y 62% en EBITDA, contribuyendo con 49% de los ingresos consolidados y 46% del EBITDA.

Quizá la única sorpresa en el reporte ha sido el desempeño de Nemark, la división Autopartes, en la que el crecimiento en el volumen de sus operaciones deja muy por detrás nuestras expectativas y la consolida como la segunda fuente de ingresos para Alfa. Nemark reporta un crecimiento de 10% en el volumen equivalente (9.1m de cabezas) que obedece tanto a una recuperación como tal en el sector, pero también a una mezcla de productos/plataformas que goza la ventaja de ofrecer el siguiente paso tecnológico en medio de un ambiente que demanda cada vez mayor eficiencia energética. Así, este volumen es prácticamente el mismo que se registró en el 3T11, algo notable dada la estacionalidad, más débil, que usualmente sufre el último trimestre del año. Nemark registra así un crecimiento de 24% en sus ingresos y de 26% en EBITDA, ya que las condiciones contractuales de las plataformas “amarran” el precio de venta al costo de insumos, limitando la expansión en márgenes.

La caída en el precio de aluminio (-11% A/A, en dólares) y la revaluación de dicha moneda (+10% promedio, A/A) prácticamente se cancelan, así que al parecer la mezcla de ventas en este periodo se ha enriquecido de forma notable (+12%e), siendo la razón detrás del crecimiento adicional al aumento de volumen (10%).

Contrario a lo que observamos en trimestres anteriores, en esta ocasión la contribución de nueva capacidad no tiene un efecto contundente en los números de Sigma, que logra una expansión de sólo 3% en su volumen pero aún así un crecimiento de 13% en sus ingresos que se derivó primordialmente de crecimiento nominal en los precios. Sigma había comenzado a implementar mayores precios de venta ya desde el 3T a manera de cubrir el rezago en el costo de sus materias primas; la empresa reporta un aumento de 8% en sus precios promedio para el trimestre, A/A (+12% T/T). Es importante notar que en esta unidad en tipo de cambio juega un papel menor, ya que sólo una tercera parte de los ingresos se generan fuera de México. En consecuencia, Sigma ha logrado recuperar buena parte de los márgenes que habían sido diluidos en los primeros nueve meses del año, aunque con ello apenas alcanza un nivel similar al de hace un año, creciendo así 13% el EBITDA, el mismo ritmo que los ingresos.

Quizá el único punto débil de este reporte es el desempeño logrado por la división telecomunicaciones, en la que la intensa competencia no permite lograr avances importantes en los ingresos, y adicionalmente se complica con la separación con AT&T tras la adquisición de su 50% durante el 3T11. Dicha separación conlleva el hecho de que desde octubre pasado Alestra no ofrece el servicio “AT&T Global Service Networks”. Alestra reporta así un crecimiento de apenas 1% en sus ingresos, así como una reducción de 2% en EBITDA. Es importante notar que en la cifra de utilidad operativa (rubro sobre el que hacemos menos énfasis en todas las divisiones de Alfa) muestra de hecho una ligera pérdida, un margen negativo de 0.4%, pero como resultado de la inclusión de un cargo extraordinario de depreciación por US\$13m en consecuencia a la revisión anual de valor justo de los activos (fair asset appraisal).

Siendo que los resultados de Alfa al cierre de 2011 se encuentran en línea con nuestra expectativa, no hemos hecho ajustes de relevancia en nuestras estimaciones hacia 2012-2015 y por ende estamos refrendando el precio objetivo de P\$205.0 junto con la recomendación de COMPRA. Consideramos que, aunque por lo pronto este año no habrá un impulso particularmente fuerte debido a nueva capacidad, la recuperación de precios en Sigma y el enriquecimiento de los productos en Nemak complementarán una posible consolidación en los resultados de su división petroquímica, produciendo un año de crecimientos todavía interesantes (el TC juega un papel relevante) y además la posibilidad de nuevas adquisiciones o una rápida mejoría en la posición financiera. Asimismo, la eventual colocación de Alpek en sí misma funcionará como un elemento adicional que clarifique el valor de esta unidad principal de Alfa, más allá de la aplicación de recursos que naturalmente debería sumarse a la perspectiva de crecimiento de Alfa como su holding.

Alfa – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	36,244	33.4%	47,081	29.9%	48,350
Utilidad de Operación	2,866	23.9%	3,973	38.6%	3,552
Ebitda	4,228	31.8%	5,606	32.6%	5,573
Utilidad Neta	2,264	-51.1%	482	-78.7%	1,108
Margen Operativo	7.91%		8.44%		7.35%
Margen Ebitda	11.67%		11.91%		11.53%
UPA	4.236		0.926		2.131

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 4T11, en línea con nuestros estimados. Las ventas consolidadas ascendieron a US\$2,494 millones, mostrando un incremento interanual del 7.6%, 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\$1,243 millones, mostrando un aumento del 3.3% A/A. El menor ritmo de crecimiento respecto a los ingresos se explica principalmente por la fuerte disminución en los precios del cobre (-13.3% A/A) lo cual se vio reflejado en menores márgenes en AMC (54.4% en el 4T11 vs 58.8% en el 4T10), tal como lo anticipamos. A nivel neto, GMEXICO obtuvo utilidades por US\$560 millones, similar a nuestro estimado y prácticamente al mismo nivel del año anterior.

La solidez en los resultados confirma nuestras favorables perspectivas para GMéxico. Su liderazgo en la industria, las elevadas reservas de cobre que mantiene, la solidez financiera, fuerte generación de efectivo, atractivos dividendos, valuación atractiva y perspectivas de crecimiento, sustentan nuestra visión positiva para la compañía. Aunado a lo anterior, las limitaciones en cuanto al crecimiento en la producción, los bajos niveles en los inventarios y la fuerte demanda por parte de China, sustentan la expectativa de que los precios del cobre continúen en niveles altos. Por lo anterior, reiteramos nuestra recomendación de COMPRA con un precio objetivo de P\$46.00, no sin antes recordar que se trata de una alternativa de inversión de riesgo alto, dada su estrecha relación con el cobre, y la volatilidad que esto conlleva ante cualquier escenario de desaceleración económica.

Gmexico – Resultados al 4T11 (cifras nominales en millones de dólares)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	2,494	2,319	7.5%	2,430	2.6%
Utilidad de Operación	1,099	1,115	-1.4%	1,099	0.0%
Ebitda	1,243	1,203	3.3%	1,286	-3.3%
Utilidad Neta may.	559	558	0.2%	560	-0.2%
Margen Operativo	44.1	48.1	-4.02pp	45.2	-1.16pp
Margen Ebitda	49.8	51.9	-2.04pp	52.9	-3.08pp
UPA	.07	.06		.07	

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

PETROQUIMICAS / Raquel Moscoso Armendáriz

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

Mexichem reportó crecimientos en Ventas y Ebitda 13.0% y 23.0% respectivamente. Las ventas del 4T2011 de Mexichem estuvieron favorecidas por las adquisiciones de INEOS-Flúor, Polycyd, Plásticos Rex y Alphagary, así como también por un incremento promedio en los precios de Venta de alrededor del 11.0% a lo largo del año. Adicionalmente, apoyó también el crecimiento de 21.0% en los volúmenes promedio de las cadenas productivas. Los resultados estuvieron en línea con nuestras estimaciones.

El Margen Ebitda total de la emisora, se ubicó sobre niveles de 20.0% lo que implica una mejora de 1.5pp vs el 18.4% del 4T2011, aunque una ligera contracción (0.5pp) vs el margen de 20.5% del 3T2011. A nivel operativo, el Margen del 4T11 mostró una mejoría muy significativa (+3.6pp) vs el Margen del mismo período del año anterior, ubicándose en 12.3%. Las eficiencias logradas en los nuevos negocios adquiridos, han sido los principales motores de crecimiento en los márgenes.

La deuda neta de la compañía al cierre del 2011 se ubicó en \$929mdd, lo que implicó una disminución de \$20mdd vs el trimestre anterior. La relación DN/Ebitda quedó en 1.12x, por debajo del límite establecido como meta interna de 2.0X. Lo anterior, implica que el balance está listo para concretar la siguiente adquisición. La compra de Wavin a 10.50 Eur por acción, de concretarse, estaría llevando el nivel de apalancamiento de la compañía a niveles de 1.83x DN/ Ebitda (proforma). El flujo libre de efectivo en el año, fue de \$2,097, muy similar al generado durante el 2010 (\$2,099).

En el 2011, Mexichem obtuvo crecimientos de 31.0% en Ventas y 26.0% en Ebitda. Los resultados acumulados en el año, estuvieron por arriba de la guía original de crecimiento establecido para el 2011 en 15.0% para las Ventas y 6.0% para el Ebitda, las cifras muestran una importante fortaleza operativa por parte de la emisora, así como la capacidad que tiene para sumar nuevos negocios a sus operaciones. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO 2012E de \$60.0, con un crecimiento en Ebitda de 23.0% (sin considerar adquisiciones).

Mexchem – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	10,807	9,539	13.3%	10,900	-0.9%
Utilidad de Operación	1,324	825	60.5%	1,276	3.8%
Ebitda	2,159	1,758	22.8%	2,159	0.0%
Utilidad Neta	147	930	-84.2%	1000	-85.3%
Margen Operativo	12.3%	8.6%	3.6%	11.7%	-0.5%
Margen Ebitda	20.0%	18.4%	1.5%	19.8%	-0.2%
UPA	8.2%	51.7%	-84.2%	55.6%	-85.3%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

TELEFONÍA / Manuel Jiménez Zaldivar

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

Amx modificó en octubre la metodología para reportar los clientes activos en México, Colombia y Ecuador excluyendo a los suscriptores que no han tenido ninguna recarga de tiempo aire durante un periodo determinado. Con este cambio se desconectaron 2.3 millones de clientes en México, 2.4 millones en Colombia y 151 mil en Ecuador. Es por esto que la empresa registró sólo 304 mil adiciones netas en la base de suscriptores celulares durante el 4T11 finalizando el año con 241.7 millones un alza de 7.4% A/A.

Amx reportó ingresos de \$181,963 mdp, es decir, un avance del 12.3% vs 4T11, la depreciación de las monedas latinoamericanas tuvo un efecto positivo en la conversión a pesos mexicanos. Comparando con tipos de cambios constantes, los ingresos crecieron 8.6% A/A siendo impulsados por una mayor utilización de datos móviles y fijos. Vemos una presión generalizada en los márgenes en casi todos los países donde opera Amx por reducción en tarifas, mayor costo de contenido para TV de paga y subsidios por la migración hacia smartphones de mayor costo. La empresa reportó una caída de 290pb en el margen de Ebitda consolidado para ubicarse en 35.5% (vs nuestro estimado de 36.3%) y un Ebitda de \$64,549 mdp siendo un aumento de 3.9% A/A. La utilidad neta cayó 36.2% vs 4T10 debido a mayores costos de financiamiento (+285%) y un alza de 133% en la provisión para impuestos.

Amx – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	181,963	162,020	12.3%	174,407	4.3%
Utilidad de Operación	38,329	33,291	15.1%	38,282	0.1%
Ebitda	64,549	62,151	3.9%	63,318	1.9%
Utilidad Neta	16,278	25,519	-36.2%	22,315	-27.1%
Margen Operativo	21.1%	20.5%	0.6pp	22.0%	-0.9pp
Margen Ebitda	35.5%	38.4%	-2.9pp	36.3%	-0.8pp
UPA	\$0.211	\$0.629	-66.4%	\$0.290	-27.2%

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Axtel (AXTEL CPO, En Revisión)

Los resultados de Axtel al 4T11 son en línea con nuestro estimado a nivel operativo, sin embargo, la empresa registró cargos por obsolescencia de equipo y por reestructura organizacional que en combinación con pérdidas cambiarias provocaron una pérdida mayor a la estimada. La compañía finalizó el trimestre con 1.04 millones de líneas en servicio lo que representa una caída del 0.4% vs el 4T10. Axtel ha enfocado su estrategia hacia el crecimiento de los accesos de banda ancha logrando en el trimestre un aumento de 35.9% en los suscriptores.

Axtel reportó ingresos consolidados de \$2,768 mdp siendo un alza de 1.7% A/A y 5.4% arriba de nuestro estimado; los ingresos del servicio local cayeron 15.8% A/A debido a una reducción del 14.0% en el tráfico de llamadas y erosión en las tarifas por el contrario los ingresos de larga distancia y terminación de tráfico internacional aumentaron 8.0% y 12.4%, respectivamente por una expansión en el tráfico. A nivel del Ebitda, la empresa reportó un monto de \$901 mdp +13.4% vs 4T10 y 1.8% arriba de nuestro estimado siendo equivalente a un margen de Ebitda de 32.5% (+340pb A/A) debido principalmente a la reducción de tarifas de interconexión de "El que llama paga". Axtel reportó una pérdida neta de \$1,068 mdp siendo afectada por un cargo no recurrente de \$394 mdp por el reconocimiento de la obsolescencia de equipo así como cargos por liquidación de personal relacionados con una menor estructura corporativa.

Axtel – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	2,768	2,723	1.7%	2,626	5.4%
Utilidad de Operación	112	30	271.7%	114	-1.7%
Ebitda	901	794	13.4%	885	1.8%
Utilidad Neta	-1,068	-114	N.A.	-146	N.A.
Margen Operativo	4.1%	1.1%	2.9pp	4.3%	-0.2pp
Margen Ebitda	32.5%	29.2%	3.4pp	33.7%	-1.2pp
UPA	(\$0.853)	(\$0.074)	N.A.	(\$0.115)	N.A.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Maxcom Telecomunicaciones (MAXCOM CPO, Mantener, PO 2012 \$3.85)

Los resultados de Maxcom al 4T11 son en línea con nuestros estimados (+0.8% en Ventas y +0.9% en Ebitda). Maxcom reportó 555.4 mil UGI (-0.2% vs 4T10) obteniendo 2,683 adiciones netas en el 4T11. Maxcom está creciendo a un ritmo moderado en el segmento residencial no obstante este es el que menor ARPU (ingreso promedio) genera. Las ventas de Maxcom cayeron 6.2% A/A a \$600 mdp siendo afectados por una disminución de 16.0%, 3.8% y 41.8% en los ingresos del segmento residencial, comercial y telefonía pública, respectivamente debido a caídas significativas en el ARPU de estos segmentos por la fuerte competencia en el sector y dificultades por la que atraviesan los segmentos de bajos ingresos de la población y la Pequeña y Mediana Empresa (PyME), mercado objetivo de Maxcom.

La caída en ingresos fue compensado por menores costos de interconexión derivado de una reducción en las tarifas de terminación de llamadas con los operadores de telefonía móvil (EQLLP). Los costos de operación de la red disminuyeron 38.1% A/A. En los gastos de venta y administración se reportó un alza de 18.3% vs 4T10 debido al reconocimiento de cuentas incobrables. Con esta combinación Maxcom generó un Ebitda de \$203 mdp (+16.6% A/A) lo que equivale a una expansión de 6.6% en el margen de Ebitda a 33.8%. El resultado neto del trimestre es una pérdida de \$203 mdp vs la pérdida de \$948 mdp la cual no es del todo comparable.

Maxcom – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	600	639	-6.2%	595	0.8%
Utilidad de Operación	39	-2	N.A.	30	28.7%
Ebitda	203	174	16.6%	201	0.9%
Utilidad Neta	-203	-949	N.A.	-127	N.A.
Margen Operativo	6.4%	-0.3%	6.7pp	5.0%	1.4pp
Margen Ebitda	33.8%	27.2%	6.6pp	33.8%	0.0pp
UPA	(\$0.771)	(\$3.605)	N.A.	(\$0.482)	N.A.

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

VIVIENDA / Carlos Hermosillo Bernal
Consortio Ara (ARA*, Mantener, PO 2012: \$5.00)

Ara ha presentado un reporte que, si bien ya anticipábamos se acompañaría de un desempeño operativo notablemente inferior al año anterior, ha quedado todavía por debajo de nuestras estimaciones con caídas de 15% en los ingresos (P\$1,678m), de 38% en la utilidad operativa (P\$173m) y de 28% en EBITDA (P\$256m), mientras que la utilidad neta en P\$110m también se encuentra por debajo de lo esperado. Si bien los ingresos se encuentran en línea con lo esperado, la diferencia principal del reporte se ha generado en una menor rentabilidad que tiene que ver con la imposibilidad de ajustar la base de gastos, que permanece prácticamente inmóvil, en tanto que la ausencia de ingresos adicionales como constructor ha dejado a la base operativa desprovista de apoyos extraordinarios.

Como la misma empresa había adelantado desde su conferencia telefónica al 3T11, los resultados del 4T11 continúan mostrando la tendencia de afectación en el nicho de vivienda progresiva que ha sido impactado tanto por retrasos en la ejecución de los proyectos, como en la liberación de las hipotecas empalmadas con los subsidios gubernamentales. Por el contrario, tenemos una muy interesante recuperación en el segmento medio (+30% en unidades), que ya ahora contribuye con 41% de los ingresos, pero que es el único segmento en que Ara logra crecimientos. En unidades, progresiva cae 53%, interés social se mantiene sin cambio, y residencial retrocede 17% para una variación de -29% en el total.

La variación en el tipo de unidades que Ara ha titulado en este trimestre trae consigo un cambio igualmente importante en la mezcla de fondeo. Dado que la mayoría de financiamientos destinados a la vivienda más económica y de rango medio-bajo son provistos por Infonavit, esto implica que la exposición de Ara a este instituto ha caído de forma considerable, pasando de 72% de la mezcla de unidades hace un año, a sólo 57% en este periodo. Por el contrario, el crecimiento en vivienda media implica una ganancia en la participación de Fovisste, que ahora ha contribuido con 36% de las hipotecas del periodo, en vez de 21% un año atrás. Contrario a lo que podríamos pensar de inicio, este diferencial en el fondeo no ha implicado un mayor tiempo de cobranza, y de hecho ya en este trimestre se logra una recuperación a 36 días en su rotación (43 en 3T11), todavía con espacio para mejorar, pero mostrando su mejor nivel desde el 2T10.

La naturaleza de los retrasos en titulación de unidades de tipo Progresivo/Económico en estos dos últimos trimestres se ha sumado a los temas de transición en la industria (características como verticalidad, equipamiento y sustentabilidad) que ya habían repercutido en una acumulación de inventarios. Por supuesto, la necesaria inversión en sus proyectos de lagunas cristalinas impactan también de forma contundente el nivel de inventarios, y a final de cuentas tenemos que por sexto trimestre consecutivo disminuyen su rotación, colocándose en 933 días.

La conjunción de menores ingresos y la necesidad de inversión en inventarios—tanto por los retrasos en titulación de vivienda terminada como por la inversión en infraestructura—ha determinado que el año concluya con una generación de efectivo libre negativa por P\$538m, siendo que el 4T11 también resultó negativo (P\$11m) cuando usualmente es un trimestre en que se liberan cantidades importantes de recursos.

Tradicionalmente Ara ha sostenido una posición financiera ejemplar en el sector; no es ahora la excepción, pero ciertamente se observa un incremento sensible en todas las razones de apalancamiento. Comenzando por el endeudamiento neto, observamos que Ara ha incrementado su deuda neta en 3% durante el trimestre (estacionalmente debería ser al contrario) hasta colocarla en P\$1,984m y aumentar 78% A/A, con una deuda total por P\$3,070m que crece a un ritmo menor, 32% A/A; es decir, Ara ha disminuido notablemente su exceso de liquidez. Con ello ubicamos el apalancamiento en 0.33x (deuda/capital) en vez de 0.26 hace un año, y tenemos una relación de deuda neta a EBITDA en 1.62x en vez de 0.82x. No obstante, la cobertura de intereses mantiene en niveles saludables (5.3x), aunque también han sufrido un deterioro notable (6.2x previo).

Si bien es cierto que el desempeño operativo de Ara debería mejorar notablemente durante 2012, y a la par esto repercutiría en una mejora sensible en el frente financiero y de generación de flujos, nos parece que el mercado adoptará una postura de esperar y ver antes de asumir—y descontar—dichos avances. Por lo anterior, creemos que la posibilidad de una revaluación de múltiplos es bastante limitada. Asimismo, este reporte nos ha llevado a recortar modestamente nuestra estimación 2012-2015, con lo que estamos ajustando nuestro precio objetivo a P\$5.0 desde P\$5.7; la recomendación de MANTENER permanece sin cambios.

Ara – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	1,965	-14.60%	1,699	-13.56%	1,679
Utilidad de Operación	278	-37.82%	213	-23.44%	173
Ebitda	357	-28.30%	288	-19.29%	256
Utilidad Neta	143	-23.29%	135	-5.69%	110
Margen Operativo	14.13%		12.51%		10.29%
Margen Ebitda	18.14%		16.94%		15.23%
UPA	0.110		0.104		0.084

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Corporación Geo (GEO B, Compra PO 2012: \$28.00)

Geo ha presentado un reporte positivo en el frente operativo que se adecua a las expectativas, pero que no es acompañado de la esperada mejora en la generación de flujo de efectivo y por ende en un enderezamiento de la posición financiera. Mientras que los ingresos y el EBITDA justo como era esperado crecen 11% a P\$6,231m y P\$1,369m, respectivamente, la utilidad neta en P\$348m se queda corto púnicamente en consecuencia de las pérdidas cambiarias que distorsionan este resultado. Por el contrario, el punto débil del reporte se ubica en la generación de flujo de efectivo, en el que observamos un nivel positivo, pero de apenas P\$141m y en contraste a la estimación propia de la empresa por P\$1,200m.

La generación de efectivo libre inferior a lo esperado tiene como consecuencia una diferencia relevante en el nivel de apalancamiento que la empresa reporta, ya que en vez de lograr una reducción en la deuda neta, observamos un aumento modesto, de apenas 1% en el trimestre (a P\$11,085m), pero que ciertamente desvía también la estimación hacia 2012 y aún cuando no alteramos significativamente nuestro modelo de valuación en la parte operativo, la distinta base de balance implica una reducción en nuestro precio objetivo que pasa de P\$28.0 a P\$26.0; la recomendación permanece como COMPRA.

Geo reporta una variación mínima en el número de unidades, que alcanzan 17,904 viviendas y son 0.8% menos que las tituladas un año atrás. Sin embargo, dentro de éstas vemos un cambio notable en la distribución por segmento, ya que el nicho de vivienda económica crece hasta 19% del total en vez de 9% hace un año y tomando participación del segmento tradicional-bajo, con ello igualando el desempeño visto durante los primeros nueve meses de 2011. No obstante, el motor que impulsa los ingresos del periodo es el enriquecimiento de precios promedio, ya que en todos los casos Geo ha buscado ofrecer unidades de mayor valor integrado incorporando características “verdes” y elementos de equipamiento que les califican a mayores montos de hipoteca, por ende mejorando el precio por unidad. El resultado es un avance de 12% en el precio promedio de este trimestre, en comparación al 4T10.

Destaca la estabilidad de márgenes que Geo ha mantenido durante 2011, ya que en este reporte el margen EBITDA es prácticamente el mismo que se tenía un año atrás, a pesar del cambio en la mezcla de ventas que está ahora mucho más centrado en segmentos económicos-bajos. No obstante, al contar con una oferta de vivienda de mayor valor agregado la empresa ha sido capaz de sostener el crecimiento de su resultado operativo al mismo ritmo que el de sus ingresos.

Geo reporta que durante el 4T11 ha sufrido nuevamente de retrasos en cobranza, como en otros casos del sector, ligados a problemas con el funcionamiento del esquema de subsidios federales. Esto es el principal factor que ha generado un crecimiento en los inventarios a lo largo del año, y aún cuando durante el 4T sí vemos una reducción importante (-14%), no es suficiente para contrarrestar el efecto acumulado durante los primeros nueve meses del año, que además contienen el impacto de un mayor monto de obra que se avanza en espera de un programa acelerado de subsidios en el primer semestre de 2012.

Geo espera lograr un crecimiento de 5% a 8% en sus ingresos durante 2012, acompañado de un margen EBITDA estable en un rango de 21% a 23% (fue 22.4% en 2011), pero lo más relevante será la obtención de un flujo de efectivo libre positivo, cercano a P\$1,500m de acuerdo a sus estimaciones. Nuestra perspectiva se encuentra ligeramente menos agresiva que ello, y nos parece una meta loggable que sin embargo no será “pagada” pro el mercado hasta en tanto vayamos observando avances contundentes, trimestre a trimestre.

Geo – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	5,597	11.33%	6,138	9.66%	6,231
Utilidad de Operación	898	14.66%	1,028	14.50%	1,029
Ebitda	1,234	10.95%	1,382	12.00%	1,369
Utilidad Neta	392	-11.12%	407	3.78%	348
Margen Operativo	16.04%		16.75%		16.52%
Margen Ebitda	22.04%		22.51%		21.97%
UPA	0.713		0.312		0.268

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Homex (HOMEX B, Compra, PO 2012: \$51.00)

Homex ha reportado un trimestre sólido en su operación, aunque opacado por la distorsión de las pérdidas cambiarias que en su mayoría son incorporadas como parte de la estructura de costos. Sin embargo, este reporte resulta marginalmente por debajo de nuestras estimaciones puntuales y también queda corto en cuanto a la generación de flujo de efectivo, principal punto de atención en el sector vivienda. Homex reporta ingresos por P\$6,430m y EBITDA en P\$1,350m que crecen 6% y 12%, respectivamente, mientras que la utilidad neta en P\$254m cae 39% debido al impacto de pérdidas cambiarias. Tras incorporar este resultado en nuestro modelo de valuación estamos revisando nuestro precio objetivo a P\$49.0 desde el anterior de P\$51.0, en tanto que la recomendación de COMPRA no sufre cambios.

Homex reporta un crecimiento de 6% en sus ingresos, apoyado por una expansión de 13% en el total de unidades vendidas (15,345 unidades) y sobrellevando un ajuste de 10% en el precio promedio (P\$404k). Es interesante notar que la mezcla cambió dramáticamente, no sólo en el ya anticipado enfoque hacia vivienda económica—que explica la caída en precios y el repunte en unidades—, sino en el fondeo para los clientes de Homex; Infonavit contribuye con sólo 30% de las unidades, en vez de 54% o más que venía haciendo, mientras que la banca y sofoles proveen 40% de los financiamientos cuando lo normal había sido 15%. Fovisste permanece relativamente estable en 28%. El brinco de Infonavit obedece al parecer a los retrasos en el programa de subsidios y la flexibilidad con que Homex ha diseñado su oferta actual para acomodarla a distintos esquemas de financiamiento; una medida que en realidad le ha apoyado indudablemente en este periodo.

El mismo cambio en la mezcla de ventas que le ha permitido sostener el ritmo de crecimiento en ingresos tiene un efecto colateral en la rentabilidad operativa, ya que el margen de operación, ex financieros, arroja una dilución de 0.7pp. No obstante, lo anterior no es claro a primera vista, ya que la capitalización se costos financieros es inusualmente elevada tanto por la pérdida cambiaria como por el crecimiento en intereses; en este trimestre los costos financieros representan 10.0% de la estructura de costos, en contra de 5.5% hace un año. En conjunto, lo anterior implica una caída de 28% en la utilidad operativa que es trasladada hasta la utilidad neta (-39%). No obstante, una vez excluyendo estas distorsiones en el EBITDA ajustada observamos un crecimiento de 12% a P\$1,350m y un margen de 21% que se ubica dentro de los objetivos de la empresa; esta es la clave para calificar este reporte como favorable en el frente operativo.

Aunque Homex no reporta una acumulación particularmente notoria de inventarios o cuentas por cobrar en relación a los retrasos de subsidios federales, sí observamos una acumulación en estas cuentas que se deriva tanto del efecto de la variación cambiaria como de la acumulación de inventarios en relación al avance de obra en los reclusorios (P\$105m, 65% de la variación del trimestre), aunque no vemos aún el registro de sus ingresos por cuestiones contractuales. En total, la rotación de inventarios se coloca en 711 días, en vez de 736 días un año atrás; un logro importante al considerar que se ha migrado de 5% a 40% en el porcentaje de edificación vertical en los últimos doce meses.

La empresa reporta un flujo de efectivo que para el año es todavía negativo en P\$780m, incluso antes de considerar el efecto de la variación de tipo de cambio. El principal determinante de este flujo negativo es la ya citado crecimiento en los inventarios, aunque la parte de cuentas por cobrar también tiene un impacto significativo. No obstante, Homex menciona que el flujo de efectivo en las operaciones de México es positivo por P\$103m, y que el balance negativo se origina en las operaciones de Brasil. En consecuencia, el endeudamiento neto crece 21% en el año hasta alcanzar P\$11,447m, presentando una relación n deuda neta a EBITDA de 2.4x en vez de 2.3x un año atrás; aquí se encuentra la mayor diferencia en contra de nuestras expectativas, y la razón detrás del cambio en nuestro precio objetivo.

Homex reiteró su guía de resultados para 2012, en los que incluye una expansión de 10% a 12% en los ingresos y margen EBITDA en un rango de 21% a 22%, así como un FCF positivo de P\$500m a P\$800m. Incorporando el negocio de reclusorios, los crecimientos en ingresos podrían alcanzar 58% a 61% (la inversión se reconoce como ingreso, de acuerdo a las nuevas normas contables aplicables sobre concesiones), el margen EBITDA sería de 25% a 27%, y el flujo de efectivo sería negativo por P\$5,700m a P\$6,000.

Homex – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	6,065	6.03%	6,564	8.23%	6,430
Utilidad de Operación	907	-27.82%	1,168	28.81%	654
Ebitda	1,203	12.21%	1,404	16.71%	1,350
Utilidad Neta	413	-38.55%	628	52.12%	254
Margen Operativo	14.95%		17.79%		10.18%
Margen Ebitda	19.83%		21.39%		20.99%
UPA	1.229		1.870		0.755

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Sare (SARE B, Mantener, PO 2012: \$2.50)

Debido al proceso de reestructura financiera por el que atraviesa Sare, su operación estuvo prácticamente congelada desde octubre pasado y durante la mayor parte de febrero ya que se acordó con los bancos acreedores la suspensión temporal de flujos de crédito, así como de venta de tierra en tanto los términos de la reestructura no eran definidos. En consecuencia, las cifras del reporte al 4T11 reflejan una parálisis operativa que pasa factura desde los ínfimos ingresos (P\$50m, -90% A/A) y un EBITDA negativo por P\$230m, hasta la pérdida neta por P\$188m que tiene más que ver con la valuación de terrenos, que con la operación del periodo.

A la par de este reporte Sare está informando sobre la culminación de su acuerdo de reestructura sobre deuda por P\$2,439m (incluye créditos, factorajes y venta de contratos de compraventa); 85% de la cual ya ha sido recalendarizada y 15% estaría siendo concluida en estos días. Asimismo, se ha acordado la incorporación de Horacio Espinosa de los Monteros, profesional independiente, como Director General a partir de este 1 de Marzo.

Respaldao este acuerdo, el programa de desincorporación de activos no estratégicos, incluyendo la venta de P\$2,000m de activos, ha sido reforzado mediante la implementación de un Comité específico y se ha ligado a la estructura y flujos de los créditos recalendarizados. Sare ha realizado un ejercicio en que estima una reducción de apalancamiento por P\$691m y un remanente de P\$939m que sería aplicado a la reactivación de la actividad de la empresa. Estos supuestos asumen un descuento de 20% sobre el valor de los activos desinvertidos, en contraste a nuestra estimación de 30% en el ejercicio de valor de rescate. Es importante notar que la clasificación de estos activos se ha separado del inventario total en el balance reportado a bolsa; el inventario total de P\$6,395m se divide en el renglón usual de inventarios P\$4,212m que contiene los inventarios operativos, y el renglón de "otras inversiones", que contiene los inventarios sujetos a liquidación.

El ejercicio de desinversión contempla un periodo de dos años, aunque de momento Sare menciona seis proyectos que están claramente identificados como los primeros en ser liquidados; dos de ellos en negociación final (podrían culminar en unas cuantas semanas), dos con carta de intención de compra, y dos en estudio. Más que apoyar la mejora en perfil financiero, la velocidad de este programa será vital para la recuperación operativa.

Aunque consideramos que una vez concluido este proceso de reestructuración financiera y liberando los recursos necesarios para apoyar la operación, Sare debería retomar un desempeño operativo razonable en un mediano plazo, de momento estamos basando nuestra valuación en una aproximación de valor de rescate ya que el tema clave con Sare es la restitución de la emisora como una entidad financieramente viable, antes que anticipar su potencia de crecimiento, generación de flujos, dividendos u otros indicadores "normales". Hemos ajustado nuestra estimación de valor de rescate a P\$2.3 desde un nivel anterior de P\$2.5 (incorporamos pasivos no financieros), y con lo cual observamos un rendimiento potencial muy atractivo, pero que la par del perfil de riesgo nos lleva a limitar la recomendación fundamental a MANTENER.

Sare – Resultados 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	515	-90.36%	406	-21.16%	50
Utilidad de Operación	-9	2533.41%	33	-472.73%	-234
Ebitda	14	-1799.61%	60	342.00%	-230
Utilidad Neta	-34	456.52%	0	-99.16%	-188
Margen Operativo	-1.73%		8.17%		-471.77%
Margen Ebitda	2.63%		14.74%		-463.50%
UPA	-0.049		0.000		-0.273

Fuente: Casa de Bolsa Banorte Ixe

Urbi (URBI B, Compra, PO 2012: \$25.00)

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 4T11 (cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	4T11	4T10	Var %	4T11e	Var % vs Estim.
Ventas	5,010	1.7%	5,544	10.7%	5,094
Utilidad de Operación	958	12.2%	1,103	15.1%	1,075
Ebitda	1,280	12.8%	1,513	18.2%	1,444
Utilidad Neta	508	20.0%	714	40.5%	610
Margen Operativo	19.12%		19.89%		21.09%
Margen Ebitda	25.56%		27.30%		28.34%
UPA	0.521		0.731		0.625

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 y Luciana Gallardo Lomelí, 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 Desarrollo de Negocio y Análisis	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 – 9004
------------------------	--	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Analisis 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 Gubernamental	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.mactal@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	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 – 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuanalo@ixe.com.mx	(55) 5268 – 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 – 9927
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48028
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 – 1179
José Itzamna Espitia	Aeropuertos	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48066
María de la Paz Orozco	Asistente (Edición)	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	Analista 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 - 9000 x 48227
Luciana Gallardo Lomelí	Analista Deuda Corporativa	luciana.gallardo@ixe.com.mx	(55) 5268 – 9931

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 – 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 – 1453
Patricio Rodríguez	Director General Banca Privada y Gestión de Activos	prodriguez@ixe.com.mx	(55) 5268 – 9987
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**

