

HERDEZ

Estados Unidos motor de crecimiento

Iniciamos cobertura de Grupo Herdez (HERDEZ*), empresa líder en el sector de alimentos procesados en México y uno de los principales jugadores en EU en comida mexicana. Nuestro Precio Objetivo para 2012 es de Ps29.00, un rendimiento del 9.8% sobre precios actuales con una recomendación de MANTENER.

Líder en participación de mercado

Herdez muestra un modelo de negocio basado principalmente en asociaciones con lo que ha logrado crear un sólido portafolio de marcas de alimentos y bebidas. La mayoría de las marcas que opera son número uno en el país. El mercado de alimentos procesados en México equivale a Ps40 mil millones, donde tiene un 23% de mercado, por categorías su penetración es diversa, la más alta es en mayonesas (53%), seguida de salsas y condimentos (23%), y pastas (30%). Consideramos que Herdez podrá mantener su liderazgo de mercado en base a: 1) fuertes inversiones en mercadotecnia; 2) lanzamientos; 3) fortalecimiento de sus redes de distribución y canales de venta (tiendas de conveniencia, clubs de precio); 4) crecimiento del mercado de alimentos preparados y adquisiciones.

Genera bases para crecer de manera acelerada en EU

En Estados Unidos Herdez ha sentado las bases para tener una importante penetración de mercado en el segmento de comida mexicana, nicho que ha venido mostrando crecimientos de doble dígito en base al creciente número de latinos y al gusto que ha generado el consumo de la comida mexicana en la población local. Datos de Nielsen revelan que actualmente el mercado de comida mexicana vale alrededor de Ps6,000 millones. Herdez apunta a convertirse en el productor líder en EU de alimentos con sabor mexicano atacando fuertemente al consumidor latino (50 mill. de clientes) y el crecimiento que está registrando el gusto del americano por la comida mexicana. Actualmente el 16% de los ingresos de Herdez provienen del extranjero, donde EU es el principal mercado. Consideramos que las mismas llegarán a representar el 25% de los ingresos en al menos 3 años.

Estimados 2012

Nuestras proyecciones asumen incrementos de 13.3% en ingresos para 2012, favorecidos del crecimiento positivo estimado en el mercado mexicano, sumado al desempeño en EU, donde deberá presentar mejores números tras la consolidación de las adquisiciones realizadas recientemente: Don Miguel (2010), Fresherized Foods (2011), y Aires de Campo (sep 2011), así como por el impulso en volumen de ventas relacionado con un repunte en el gasto del consumidor, mayores inversiones en mercadotecnia, nuevas líneas de negocio. En volúmenes esperamos un aumento de 4% en México y 18% internacional, siendo este último más un efecto comparativo al incorporar las recientes adquisiciones. Esperamos un alza de 12.4% en EBITDA, donde consideramos presiones en insumos (soya, trigo, atún y tomate) que derivará en contracción en margen EBITDA de 10pb.

Valuación

Nuestro precio objetivo 2012 de \$29.0 se obtuvo a través del método de Flujos Descontados, "DCF". A ese precio la empresa estaría cotizando a un múltiplo FV/EBITDA de 8.7x, en línea con el promedio que ha registrado la compañía en el último año, pero 13% por arriba del promedio del sector de alimentos en México. En términos de múltiplo P/U cotizaría a 14.0x similar al promedio de un año. Desde nuestra perspectiva, los catalizadores de valor para la compañía como son los beneficios de las adquisiciones realizadas en los últimos dos años y el potencial de crecimiento en EU, ya encuentran incorporados en el precio, asimismo no observamos elementos de corto plazo que pudieran generar una revaluación en los múltiplos para 2012. Nuestra recomendación es de MANTENER.

Riesgos

Los principales riesgos son: a) mayores precios de las materias primas (aceite de soya, sémola de trigo, atún, etc); b) Fluctuaciones en tipo de cambio que pudieran afectar los precios de los insumos en dólares.

Nota de Empresa

19 de Abril de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2012 P\$): 29.00
Rendimiento Potencial : 9.8%
Precio Objetivo ADR : N.D.

Marisol Huerta Mondragón

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

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	26.40
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	3.2%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	26.58 - 23.70
Valor de mercado (USD\$ m)	867
Acciones en circulación (m)	432
% entre el público	28.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	20.0

Resultados

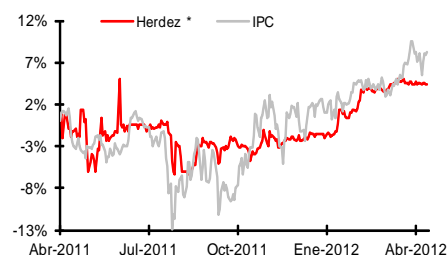
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011	2012E	2013E
Ingresos	8,871	9,697	10,983	12,306
Utilidad Operativa	1,632	1,536	1,733	1,985
EBITDA	1,758	1,689	1,898	2,137
Margen EBITDA	19.8%	17.4%	17.3%	17.4%
Utilidad Neta	790	765	958	1,053
Margen Neto	8.9%	7.9%	8.7%	8.6%
Activo Total	7,305	9,304	10,651	12,848
Disponible	806	1,155	1,712	2,806
Pasivo Total	2,968	4,497	4,445	5,519
Deuda	1,518	2,733	1,295	1,693
Capital	3,384	3,729	4,815	5,686

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011	2012E	2013E
VE/EBITDA	7.6x	8.8x	8.6x	7.6x
P/U	10.7x	14.2x	13.2x	11.7x
P/VL	3.2x	3.1x	2.4x	2.0x
ROE	23.4%	21.5%	22.4%	20.1%
ROA	10.8%	9.2%	9.6%	9.0%
DeudaNeta/EBITDA	0.4x	0.6x	0.4x	0.3x
Deuda/Capital	0.4x	0.7x	0.3x	0.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



HERDEZ - DETALLE DE ANÁLISIS FACTORIAL

	Positivo	Neutral	Negativo
PERSPECTIVA SECTORIAL	<ul style="list-style-type: none"> El valor de la industria de alimentos procesados en México asciende a Ps40,400millones. El 62.8% de la población mexicana reside en poblaciones urbanas de más de 15,000 habitantes (hacia donde se están expandiendo los autoservicios). Bono Poblacional en México: Del 2005 al 2020 se estima que los consumidores regulares y aquellos que llegarán a la edad para serlo podría crecer alrededor del 26%. La población hispana de EU tuvo un fuerte crecimiento en la última década, a 50.5 millones, paso de 13% a 16% del total. 	<ul style="list-style-type: none"> La industria es altamente competitiva. El crecimiento de la industria está ligado al desempeño del PIB. 	<ul style="list-style-type: none"> Industria muy dependiente de factores climatológicos. La industria no siempre es capaz de transferir los incrementos en materias primas al consumidor final con rapidez.
PERSPECTIVA INDIVIDUAL (crecimiento y Rentabilidad)	<ul style="list-style-type: none"> La empresa maneja entre sus diferentes marcas más de 1,000 productos con un fuerte reconocimiento y un elevado nivel de confianza por parte del consumidor. Herdez es líder en el sector en 13 de las 17 categorías en las que participa. El sector alimentos, es defensivo ante entornos de crisis. Mantiene alianzas estratégicas con empresas a nivel mundial: McCormick and Company, Inc.; Hormel Foods Corp; Barilla GeR Fratelli SpA; y Grupo Kuo S.A.B. de C.V. El TACC de Herdez en Ventas U5a es de 9.6% y en EBITDA de 10.9% La mezcla de ingresos es de 84% en México y 16% a nivel internacional. La alianza Herdez Del Fuerte (Grupo Herdez y KUO), ha generado a la empresa importantes ahorros en costos y gastos, los cuales se han traducido en una mayor rentabilidad. A la fecha ninguna de las compañías se ha manifestado por vender o comprar su participación en la asociación. Herdez del Fuerte y Hormel, conforman Megamex, con el objetivo de fortalecer su crecimiento en EU. 	<ul style="list-style-type: none"> El grupo cuenta con un total de 14 plantas y 9 centros de Distribución, a través de los cuales distribuye a toda la República Mexicana (12,000 puntos de venta) La empresa maneja coberturas naturales para el aceite de soya y Tipo de Cambio, que dependen de las necesidades de la compañía. El crecimiento de los próximos años estará impulsado por crecimiento orgánico, nuevas líneas de productos y canales de distribución, alianzas estratégicas y/o adquisiciones así como por mayores ventas en el exterior. 	<ul style="list-style-type: none"> La fragmentación del mercado de EU, la hace vulnerable a prácticas predatorias entre competidores.
MERCADO	<ul style="list-style-type: none"> Busca expandir sus operaciones en EUA, y crecer su penetración en el segmento hispano con las marcas Búfalo, Doña María, Herdez y Embasa y al Anglosajón con "La Victoria" y "Chi-Chis". En EU existen alrededor de 38 ciudades con más de 250 mil habitantes hispanos (California, Texas, Arizona, Nevada, Illinois, NY, New Jersey y Florida). Potencial de crecimiento en EUA 	<ul style="list-style-type: none"> Los autoservicios, concentran el 50.5% de las ventas de Grupo Herdez, seguidas por los mayoristas con 36.5%. La categoría más importante para el grupo son Salsas y Aderezos (49.9% ventas). 	<ul style="list-style-type: none"> El 84.3% de las ventas del grupo se generan en México (MXN), mientras que el 50% del precio de sus principales materias primas (aceites vegetales, trigo y aluminio) se determina en dólares.
ESTRUCTURA FINANCIERA	<ul style="list-style-type: none"> La razón DN/ Ebitda de la emisora es de 0.6x, nivel razonable dentro de los niveles que maneja el sector nacional de 1.1x. El 33% de sus créditos son en dólares y el 67% se encuentran en moneda nacional La empresa logró reestructurar los vencimientos de CP de su deuda y actualmente, los mayores vencimientos se tienen para 2015 	<ul style="list-style-type: none"> Al 4T11, la deuda total de Herdez fue de \$2,224mdp, 46.5% superior a la registrada en 2010. Colocó 600mdp en certificados bursátiles para refinanciamiento y capital de trabajo, y contrató un crédito en dólares por \$419md (refinanció pasivos de Freshherized Foods y Don Miguel). 	
VALUACIÓN	<ul style="list-style-type: none"> Estimamos una TACC en Ventas y EBITDA DE 10% Y 11%, respectivamente los próximos tres años. Nuestro PO de \$29 pesos implica un múltiplo de 8.7x (similar al promedio del último año) con un rendimiento potencial de 9.8% sobre precios actuales). 	<ul style="list-style-type: none"> Estimamos un crecimiento para el 2011 de alrededor de 12.4% en el Ebitda y 13% en Ventas. 	Volatilidad en el tipo de cambio, e incremento en los precios de sus principales insumos podrían presionar los márgenes más allá de nuestros estimados.
RENTABILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> El margen EBITDA de 17.3 es 750pb superior al del sector 9.8% El ROE de la empresa es de 21.5%. 	<ul style="list-style-type: none"> En 2012, estimamos que los márgenes permanecerán estables, eficiencias en gastos compensaran presiones en insumos. 	
BURSATILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> La empresa esta llevando a cabo importantes esfuerzos para mejorar la bursatilidad de la acción, contrato a Accival como formador de mercado. 		
OTROS	<ul style="list-style-type: none"> Herdez ha pagado consistentemente dividendos en los últimos años. Para 2012 tiene propuesto el pago de un dividendo de 0.85ps por acción, "yield" de 3.2%. Apoya bursatilidad con fondo de recompra. 		

Valuación

De acuerdo con nuestros estimados y modelo de valuación hemos establecido un Precio Objetivo 2012 para las acciones de HERDEZ de \$29.0, lo que representaría un rendimiento potencial de 9.8% sobre precios actuales y de 13.1% considerando el pago de dividendo de 0.85 centavos propuesto por la compañía en 2012. Con base a nuestro precio objetivo, las acciones de HERDEZ estarían cotizando a un múltiplo FV/EBITDA de 8.7x, en línea con el promedio que ha registrado la compañía en el último año, pero 13% por arriba del promedio del sector de alimentos en México. El premio en FV/EBITDA por arriba del sector se justifica en base al crecimiento estimado para la compañía a nivel de EBITDA en 2012 y los mayores niveles de rentabilidad. No obstante, desde nuestra perspectiva, los catalizadores de valor para la compañía como son los beneficios de las adquisiciones (Don Miguel, Fresherized Foods y Aires de Campo) realizadas en los últimos dos años ya se encuentran en el precio, además de que no observamos elementos de corto plazo que pudieran generar una revaluación en múltiplos para 2012. Derivado de lo anterior es que limitamos nuestra recomendación a MANTENER.

De acuerdo con nuestras estimaciones, los ingresos de Herdez en 2012 crecerán 13.3% y el EBITDA 12.4%. La compañía registrará un retroceso en márgenes EBITDA de 10pb respectivamente, lo anterior relacionado con la presión en costos de las materias como: aceite de soya, sémola de trigo, atún, etc., así como fluctuaciones en tipo de cambio que pudieran afectar los precios de los insumos en dólares.

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo 2012e es de \$29.00 pesos. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 7.9%, costo promedio de la deuda de 5.6% (Cete 28 días), Beta de 0.50,

Riesgo país de 1.5%, un premio por riesgo mercado de 5.50% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5%.

Grupo Herdez - DCF								
Concepto	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	
Flujo Libre de Efectivo	107.7	454.0	688.3	902.0	945.6	1,093.0	1,305.9	
					2019e	2020E	2021e	2022e
Wacc		8%			1,371.8	1,465.8	1,449.3	1,278.3
VPN de los Flujos		6,516						
(+) VPN perpetuidad		10,983						
(-) deuda neta		2,733						
(-) interes minoritario		1,078						
						PO DCF	29.00	
						Precio Actual	26.40	
Valor de capital		13,688						
Acciones en Circulación	432.00							
						Rendimiento Potencial	9.85%	

Fuente: Banorte-ixe

Comparativo Sectorial

HERDEZ se paga a un múltiplo estimado FV/EBITDA 2012 de 8.7x, cara si se compara con el múltiplo de 8.0x esperado para el sector de alimentos en México. En nuestra opinión, los elementos que justificarían el que se pague a un premio 11.7% más altos respecto a sus similares tienen que ver con el crecimiento estimado que tenemos para el EBITDA de 12.4%, cuyo margen de 17.3% representa 750pb por arriba del promedio del sector que se ubica en 9.8%. No obstante, como ya señalamos los principales riesgos como lo son mayores precios de las materias primas (aceite de soya, sémola de trigo, atún, etc), pudieran limitar el desempeño de la emisora y por consiguiente su valuación en el corto plazo. Comparada con empresas internacionales, Herdez se cotiza múltiplos similares, pero mantiene mejores niveles de rentabilidad.

	P/VL	P/U	P/U 2012	P/U 2012E	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2012e	VE/EBITDA 2013e	DN/ EBITDA	Margen EBITDA 2012
Mexico									
HERDEZ	3.0	14.7	14.2	14.0	8.4	8.7	7.1	0.6	17.3%
BIMBO	3.1	24.7	21.5	15.3	13.7	10.5	9.2	3.1	10.6%
GRUMA	1.5	14.7	13.5	9.8	7.2	6.6	5.7	2.3	8.9%
BACHOCO	0.8	14.7	14.7	11.0	17.4	6.0	4.9	(1.7)	2.5%
Mediana				12.5	11.1	7.7	6.4	1.5	9.8%
Promedio				12.5	11.7	8.0	6.7	1.1	9.8%
Premio (descuento) HERDEZ @ P\$29				11.8%	-28.1%	9.4%	5.6%		
Internacionales									
CAMPBELL	15.3	13.6	14.1	13.5	8.5	8.9	8.7	1.6	20%
HEINZ	5.9	16.3	15.8	14.7	11.3	10.5	9.8	2.0	16%
HORMEL FOODS	2.7	16.9	15.6	14.6	8.9	8.2	7.9	(0.3)	10%
KRAFT	1.9	16.6	15.1	13.6	11.4	9.8	9.1	3.1	15%
FRES SHEL	1.9	14.2	12.8	12.4	5.8	5.6	5.5	(0.8)	11%
CAMPOFRIO FOC	1.1	NA	17.3	12.7	14.5	6.4	5.9	6.1	4%
DOLE FOOD	1.0	11.3	6.2	5.3	6.6	5.5	6.0	4.4	5%
MC CORMIC	4.3	19.4	17.9	16.2	13.3	12.1	11.2	1.9	17%
CONAGRA FOOD	2.2	13.6	14.7	13.5	7.7	8.0	7.5	1.3	13%
THE J.M. SMUCK	1.7	16.8	17.1	15.2	9.6	9.7	9.0	0.9	21%
Mediana				13.5	9.2	8.5	8.3	1.7	11.2%
Promedio				13.2	9.8	8.5	8.0	2.0	11.7%
Premio (descuento) HERDEZ VS INDUSTRIA				6.4%	-14.0%	2.7%	-11.8%		

Fuente: Estimaciones propias y Bloomberg al 19/04/12

Perspectiva Sectorial

El mercado de alimentos procesados se integra por: comida deshidratada, congelada y refrigerada; enlatados, cereales, helados, pasta, salsas y aderezos; así como botanas y otros productos empaquetados como carne, pescado, pan, lácteos, confitería, entre otros. En el periodo 2003-2010 la producción de la industria de alimentos, de acuerdo con cifras de INEGI, registró un crecimiento anual promedio de 6.2%. En 2011 el sector alimentos creció 5.2%, el mercado de alimentos procesados generó una producción de US\$102,307 millones. México se ubica como el tercer país del continente americano con mayor producción de alimentos procesados, superado únicamente por Estados Unidos y Brasil.

El desempeño de la industria de alimentos y conservas alimenticias está ligado al crecimiento de la economía y directamente al dinamismo en el consumo de los hogares, la tendencia de los últimos años marca un crecimiento de la industria ligeramente arriba del PIB. Para este año crecimiento estimado por nuestro equipo de economía Para México es de 3.5% anual.

Consideramos que variables como: la creación de empleos en México, salarios reales, crédito al consumo, remesas y confianza del consumidor, sustentarían una tendencia favorable para este sector durante 2012. Para el empleo formal en México se mantiene una perspectiva de crecimiento moderada con una generación de 450 mil plazas para 2012, por debajo de las creadas el año anterior, pero con una tasa de desempleo de 4.8% en términos anuales, menor a la observada el año anterior. Para el caso de las remesas, que en 2011 crecieron 6.8%, la perspectiva es que mantengan una mejoría en los siguientes meses, con base a un mejor desempeño de la actividad laboral de los migrantes mexicanos. Datos recientes indican que la tasa de desempleo de los habitantes hispanos se ubica en niveles de 11%, la perspectiva es que se mantenga con una tendencia de baja frente a la tasa de 12% que registraron hace 12 meses. Por su parte, las cifras publicadas mes a mes en el indicador de confianza del consumidor en México han mejorado con respecto a la perspectiva del desempeño de la actividad económica tanto en los hogares como en el país.

Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana son de un crecimiento paulatino y moderado para 2012. Nuestro equipo de economía sostiene que en la medida que el entorno internacional pueda mostrar una mejoría, la economía mexicana podrá observar un mayor dinamismo que se podrá trasladar a una mayor confianza de los consumidores en el país.

Por otra parte, hay factores que podrían detonar un mayor dinamismo en el consumo, resaltando un mayor nivel en el gasto de gubernamental por el periodo electoral.

Con respecto al desarrollo del mercado de alimentos procesados en México, el consumo anual per cápita oscila alrededor de los 400 gramos. El dinamismo del sector está muy relacionado con el tiempo disponible y la necesidad de comer fuera de casa. El número de horas que pasan los consumidores, una mayor preocupación por la salud y la mayor variedad de opciones de alimentos que se han venido desarrollando.

La distribución de alimentos procesados en México es altamente fragmentada, y solo unas cuantas compañías son las que poseen un control total en su cadena de

distribución. Con base a cifras de la Cámara Nacional de la Industria de Conservas Alimenticias (CANAINCA) la industria está conformada por 12 sectores y sus correspondientes subsectores. El 52% del sector corresponde a grandes compañías, 37% medianas y 11% pequeñas.

Algunas de las principales empresas de alimentos procesados establecidas en México son: Grupo Bimbo, Sigma, Gruma, Industrias Bachoco, Grupo Herdez, Grupo la Moderna, Grupo Bafar, Grupo Pinsa, y Grupo Altex.

Los principales canales de distribución de los alimentos son mayoristas (35.0%) y tiendas de autoservicio (31.1%), seguido de exportación (18.8%) y el resto corresponde a otros. Del segmento de exportación, el 85% se dirige a Estados Unidos debido a las preferencias arancelarias derivadas del TLCAN Sólo el 5% de las exportaciones de alimentos procesados tienen como destino final los países de la Unión Europea. El 10% restante se destina a Centro y Sudamérica, el Caribe y algunos países asiáticos como Malasia, Taiwan, Japón y Rusia. El ritmo de crecimiento de las exportaciones de este sector registrado en los últimos 7 años es de entre el 18% y el 20% anual. Los principales productos exportados son:

- a) Jugos y néctares
- b) Salsas
- c) Frutas enlatadas
- d) Productos del mar (atún y sardina)
- e) Chiles
- f) Alimentos típicamente mexicanos (moles, salsas picantes, guacamole, etc)

Materias Primas: Los principales insumos que la industria requiere para la elaboración de sus productos provienen del mercado nacional en un 90%, siendo frutas, hortalizas, cartón, vidrio, plástico y envases de hoja de lata.

Estrategia de negocios

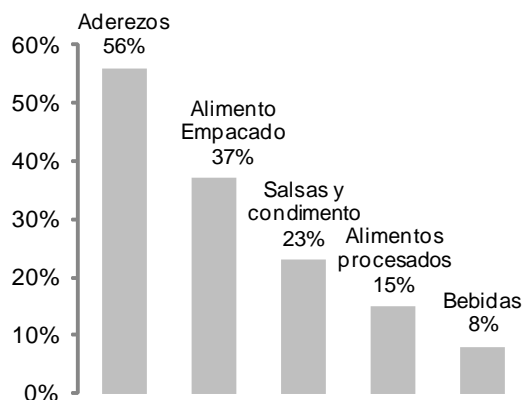
Herdez es una empresa líder en el sector alimentos procesados en México y uno de los principales participantes en la categoría de comida mexicana en Estados Unidos. La empresa muestra un modelo de negocio basado principalmente en asociaciones El 86% de los ingresos son generados en México y el resto en mercados internacionales, donde Estados Unidos genera el 90% de los ingresos. La empresa cuenta con 13 plantas (11 en México), oficinas corporativas y 8 centros de distribución localizados en la República Mexicana. Cuenta con un Centro de Investigación y Desarrollo de Nuevos Productos. En EU tras la adquisición de Don Miguel cuenta con una planta localizada en Dallas Texas y otra planta en Chile.

Líder en participación de mercado.. Herdez cuenta con 90 años en el mercado mexicano. Durante este periodo ha logrado consolidar su negocio logrando tener un fuerte posicionamiento en el sector a nivel nacional. La mayoría de sus marcas son número uno en el país. El valor de la industria de alimentos procesados en México asciende a P\$40,400 millones; Herdez cuenta con una penetración de mercado de 23%. No obstante, su penetración es mayor dependiendo de la categoría en la que se ubique, por ejemplo en aderezos tiene una penetración de 56%. En este nicho sobresale el posicionamiento que tienen en el

segmento de mayonesas con la marca McCormick. En alimentos en lata -atún, vegetales, legumbres- tiene 37% del mercado, las marcas principales son Del Fuerte y Herdez. En salsas y condimentos la penetración de mercado es de 23%.

Además de tener un fuerte posicionamiento de sus productos, la estrategia de la compañía ha sido la de mantener la calidad de sus productos combinándolos con buenos precios, es decir no se trata de presentar productos de bajo precio sino de mantener un precio accesible. Cabe señalar que la mayoría de sus productos se consideran por su calidad y reconocimiento de marca.

HERDEZ participación de mercado por categoría *Industria de alimentos procesados*



Fuente: Presentación empresa.

Al respecto, la encuesta global online de Nielsen, "Estrategias de Compra y Ahorro 2011", que incluyó a más de 25 mil usuarios de Internet en 51 países, mostró que el 61% de los consumidores prefiere "calidad a buen precio" por encima de "bajo precio", como el factor que más influye al momento de comprar productos de consumo masivo en determinado establecimiento.

Los encuestados en las regiones de Asia Pacífico, Europa, Latinoamérica y Norteamérica, indicaron que prefieren mayor valor por encima de precios bajos, al momento de elegir la tienda en la que abastecen sus despensas.

Así, la encuesta destaca que los consumidores privilegian la calidad a buen precio por encima de los precios bajos.

Inversión en mercadotecnia. Otra estrategia de la compañía, tiene que ver con la fuerte mercadotecnia que tiene para sus marcas con las que ha logrado frases que tienen una fuerte remembranza "*top of mind*", entre los consumidores entre ellas destaca en mayonesas McCormick y salsas Herdez, adicionalmente ha creado slogans que también son parte de su éxito como lo son: a) "Póngale lo Sabroso"; b) "Con toda confianza es Herdez"; y c) "Hechos con amor", entre otros.

Alianzas estratégicas: Herdez mantiene alianzas estratégicas que han agregado valor y una mayor escala a su negocio. Entre los socios de la compañía destacan McCormick (1947), Hormel (1994), Barrilla (2002) y Grupo Kuo (2007). Estas asociaciones han derivado en una

plataforma que le permite ventajas competitivas en la cadena de suministro, mercadotecnia y ventas.

Diversificación a través de adquisiciones. En EU la compañía ha venido desarrollando una estrategia de crecimiento basado en adquisiciones. Así, en 2009 a través de su subsidiaria Herdez del Fuerte (asociación en 50% Grupo Herdez y Grupo Kuo) y Hormel Foods crearon Megamex Foods, con el fin de crecer en el mercado de alimentos procesados en Estados Unidos. El objetivo se ha venido cumpliendo luego de que a través de Megamex han adquirido dos importantes empresas, la primera es Don Miguel compañía dedicada a la fabricación de alimentos congelados y refrigerados, que tiene una oferta de productos que incluye minitacos, flautas, taquitos empanadas burritos y otros antojitos mexicanos. En línea con esta adquisición en julio de 2011, añadió la marca Fresherized Foods, empresa líder en la producción de aguacate procesado y guacamole.

Con esta estrategia, la compañía ha logrado un crecimiento de doble dígito en sus ingresos provenientes del exterior. Hacia adelante, los objetivos de la compañía se mantienen firmes en realizar adquisiciones en productos o marcas que hagan sentido en su negocio y potencializar su participación en dichos mercados.

En México en septiembre de 2011 firmó un acuerdo para adquirir el 50% de Aires de Campo, empresa distribuidora de productos orgánicos en México.

Mayor consumo de productos preparados. La tendencia del consumidor a incluir una mayor participación de alimentos preparados en su dieta, en respuesta al ritmo de vida acelerado que ha venido presentando la población, con menor tiempo para comer, distancias grandes a sus centros de trabajo, un mayor cuidado por su alimentación han favorecido al portafolio de productos de Herdez, al mismo tiempo que representa nuevos canales de oportunidad.

En respuesta a las nuevas demandas del consumidor, el sector ha tenido que ser muy innovador tanto en la variedad de productos de fácil consumo como en la presentación de los mismos. De acuerdo con un reciente documento presentado por la CANAINCA sobre tendencias de alimentación, destaca que los consumidores buscan cada vez más presentaciones que sean fáciles de transportar abrir y volver a cerrar, que proyecten estatus. Por lo que la industria ha realizado importantes inversiones en los diseños y tamaños de los mismos.

La misma encuesta revela que dentro de las áreas de oportunidad de las compañías de alimentos se encuentran la venta de guisos preparados

Por su parte, el hecho de que cada vez más mujeres, amas de casa, trabajen fuera del hogar, ha permitido que se incremente la compra de alimentos preparados. Datos de AC Nielsen, indican que la contribución del ingreso de las mujeres ha derivado en un mayor control sobre las decisiones de gasto, junto con el avance que han alcanzado en el mundo laboral y político, apuntan a que las mujeres están en condiciones de ejercer más influencia que nunca en las decisiones de compra.

Estacionalidad: La mayoría de los productos que produce y comercializa Herdez tienen cierta estacionalidad, incrementando sus ventas en los últimos cuatro meses del año. Adicionalmente, algunos productos como son la mayonesa, el mole y atún, incrementan su consumo en la época de Cuaresma que es la temporada de mayores

ventas. Por su parte, las bebidas y jugos y frutas en el verano también aportan crecimiento en volúmenes, mientras que los tés y mermeladas lo hacen en los meses de invierno.

Suministro de materias primas y proveduría: Las principales materias primas que el Grupo utiliza son:

- 1.-Aceites vegetales (soya y maíz)
- 2.-Materiales de empaque: lata, vidrio, cartón, bobinas
- 3.-Sémola de trigo
- 4.-Pasta de tomate
- 5.-Atún
- 6.-Yema de huevo
- 7.- Cebolla, zanahoria, elote, chiles jalapeños, chícharos, champiñones, tomatillo y otras legumbres

El Grupo para asegurar su abasto de materias primas cuenta con contratos de suministro con proveedores de insumos estratégicos:

Aprovecha las temporadas complementarias de los estados de la República Mexicana para la compra directa de vegetales a los agricultores.

Herdez Del Fuerte cuenta con laboratorios especializados en el desarrollo de técnicas para la prevención de plagas (insectarios), laboratorios de análisis de calidad e invernaderos que le ayudan a asegurar tanto la producción como la alta calidad de los vegetales requeridos.

El Grupo cuenta con su propia flota atunera compuesta por seis buques, la cual asegura la disponibilidad de la gran mayoría de sus requerimientos de atún. Todo el atún proviene de la pesca realizada en las costas del océano Pacífico

- Barilla México continúa trabajando con sus proveedores de sémola de trigo con el fin de desarrollar variedades manufacturadas en México.

Oportunidades:

Crece de manera orgánica estratégicamente a través de las líneas de negocio que tiene. Ya sea en salsas, mayonesas o verduras existe una constante innovación de productos. En el caso de mayonesas cuenta con 11 variedades de la misma (chipotle, mostaza, light, etc) en tanto que en salsas también existe una gran variedad de las mismas. Sin duda, en el segmento de alimentos refrigerados y congelados, donde ha penetrado en Estados Unidos con fuerza, puede ser un nicho que puede explotar en México, mercado con alto potencial de crecimiento.

Lanzamientos de nuevos productos. Con cada una de las marcas que opera como son: Herdez, McCormick, Doña María, Nair, La Victoria, Búfalo, La Gloria, etc la empresa sigue probando extensiones de línea y nuevos esquemas de

negocio. En la marca Herdez, además de verduras y salsas, ha introducido el segmento de jugos y productos de soya, en Mayonesas ha introducido diferentes variedades, creemos que las innovaciones ya sea en empaques, sabores o nuevos productos se mantendrán. Por su parte, con las recientes adquisiciones en marcas como Don Miguel, en alimentos refrigerados; Fresherized Foods, productora de aguacate procesado y guacamole y Aires de Campo, productos orgánicos, consideramos la compañía no tardará en introducirlos en el mercado mexicano.

Afianzar el sistema de distribución. Actualmente, el volumen de ventas de Grupo Herdez se realiza a través de los siguientes canales de distribución: en un 46% en las cadenas de autoservicios. El 37% en las cadenas mayoristas y tiendas de abarrotes y el 13% son ventas al exterior, el restante se realiza a través de otros. No obstante existen nuevos canales como son las cadenas de tiendas de conveniencia, farmacias y tiendas de descuento en la que no tienen una amplia cobertura, para lo cual la distribución jugará un papel relevante.

Estados Unidos. En este mercado HERDEZ busca aprovechar las oportunidades poblacionales que tiene el mercado hispano y el gusto por la comida mexicana que se ha ido incrementando en el consumidor americano. Parte de la estrategia de la empresa es atacar al consumidor latino, un mercado que representa 50 millones de clientes potenciales. Se espera que para 2015 el mercado de Estados Unidos, alcance los 55 millones de Hispanos. Este nicho de la población en Estados Unidos, es significativamente dinámico. Estimaciones preoficiales del censo de Estados Unidos de 2011, indican que la población hispana aumento en la última década de 13% a 16%.

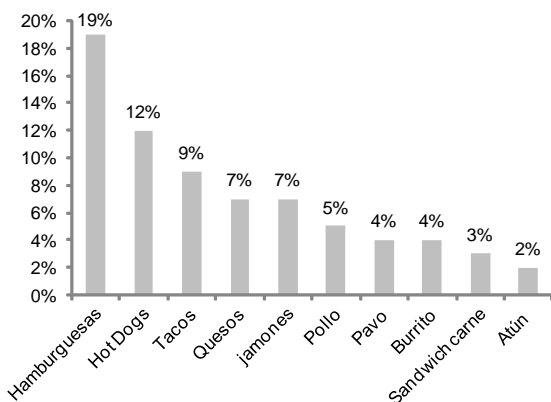
Aunado al mercado de latinos se tiene el crecimiento del gusto por la comida mexicana del consumidor anglosajón. Cabe señalar que EU es la tercera nación más poblada en el mundo, después de China y la India. Además, es la única nación industrializada donde se prevé un aumento significativo en la población. Con una tasa de natalidad de 13,82 bebés por cada 1.000 habitantes (30% por debajo de la media mundial), su tasa de crecimiento demográfico es de 0.98%, significativamente más alto que los de Europa occidental, Japón y Corea del Sur.

El mercado de EU, es un mercado que ofrece un ticket promedio de compra de mil dólares frente a la mitad de lo que presenta el mercado mexicano.

El objetivo de Herdez es convertirse en el productor líder en Estados Unidos de alimentos con sabor mexicano, con una oferta amplia de productos tales como minitacos, flautas, empanadas burritos y otros antojitos, mencionar salsas y guacamole

Destaca la participación en el consumo que han generado los tacos, mismos que se ubica en las tres primeras opciones de cena, después de las hamburguesas y los hot dogs. Ligado a esta comida, las salsas han tomado un boom dentro del consumo americano. Este nicho es el que ha venido aprovechando Herdez.

HERDEZ: Cenas más populares en Estados Unidos



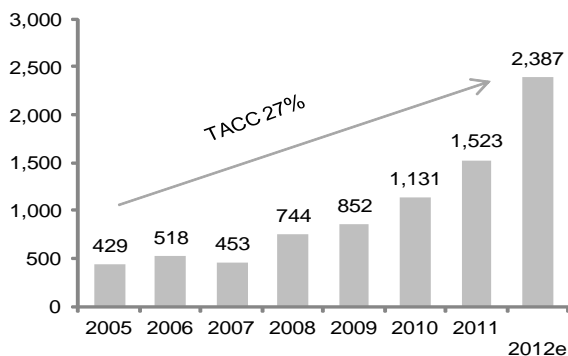
Fuente: The NPD Group’s National Eating Trends. Feb 2011

El mercado de comida mexicana en Estados Unidos, en base a datos de Nielsen, representa un valor de Ps6,000 millones. Una tercera parte (Ps3,400 millones) de este mercado lo tiene la venta de tortilla, chips y salsas, el siguiente nivel se encuentra la venta de carnes, snacks (burritos, tacos, enchiladas) con Ps1,100 millones, mientras que Ps1,000 millones se ubica en condimentos, especias (mole, enchilada, jugos condimentos, guacamoles), un pequeño nicho lo representa la venta de fajitas, sopa de tortilla y carnes preparadas con Ps100 millones. Herdez ataca al segmento hispano mercado de comida mexicana a través de Megamex Foods que maneja las marcas Herdez, Chi-Chi’s, La Victoria y recientemente con Don Miguel que tiene una fuerte presencia en comida frita y Wholly que es líder en guacamole.

Herdez inició en 2007 un acelerado crecimiento en Estados Unidos. Desde entonces los ingresos presentan una tasa anual compuesta de crecimiento (TACC) de 10.0% alcanzando ya la cantidad de Ps500 millones. La TACC en los ingresos de operación han pasado de promedio de 7-9% a 14-16%. Mucha de la estrategia se ha basado en fusiones y adquisiciones. Hacia adelante hay una solida expansión a lo largo del territorio de Estados Unidos. Los canales donde la compañía considera puede tener mayor crecimiento son a través de los clubs de precio, cadenas de autoservicios y food service. De acuerdo con esta tendencia estimamos que las ventas de exportación alcancen niveles de 20 a

HERDEZ: Ventas Internacionales

(millones de pesos)



Fuente: Estimaciones Banorte-Ixe
25% en los siguientes años.

Otros mercados. La estrategia de internacionalización de la compañía comprende también otros mercados. Uno de ellos es China, donde aún no participa, pero está entre sus planes dadas las oportunidades que representa. Este mercado cuenta con una población a 2011 de 1,340 millones de habitantes, 49% vive en áreas urbanas, el PIB en 2010 fue de US\$5.87 trillones, posicionándose como la segunda economía mayor economía del mundo después de Estados Unidos, de acuerdo con datos de Promexico. México se ubica como la economía número 14 con un PIB de US\$1.1 trillones. La industria de alimentos generó US\$241,000 millones, ha tenido un incremento de 325% en la última década. La demanda de alimentos crecerá para el 2020 el 51% y para el mismo periodo las importaciones de alimentos crecerán 310%. La cultura China está cambiando porque las generaciones jóvenes esperan tener acceso a bienes y marcas occidentales. Los gustos también están cambiando, debido al incremento de restaurantes y el acceso a la cocina occidental. El mercado observa un gusto creciente por la comida mexicana.

Otro mercado atractivo es Inglaterra, donde también ha detectado oportunidades de crecimiento. Inglaterra tiene un PIB de US\$2.2 trillones y es la sexta economía a nivel mundial. Ocupa el lugar número 22 en PIB per cápita, con US\$36,164 dólares. México tiene el lugar 60 en PIB per cápita.

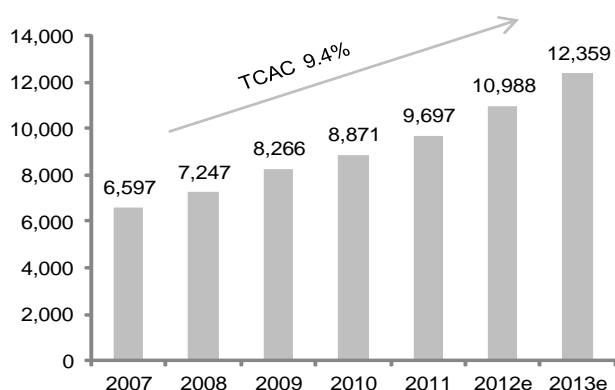
Expectativas de resultados.

Ingresos:

Con base a nuestros estimados (incorporando las adquisiciones de Fresherized Foods y Aires de Campo) esperamos crecimientos en ingresos de 13.3% y de 12.5% a/a para 2012 y 2013 favorecidos por la consolidación de las adquisiciones realizados recientemente, así como mayores volúmenes de venta derivado del dinamismo que deberá sostener la industria de conservas alimenticias. En volúmenes esperamos un aumento de 4% en México y 18% a/a en el mercado internacional para 2012. El mejor desempeño y penetración que la empresa ha logrado a través de Megamex en Estados Unidos, le permitirá tener un mayor dinamismo y expandir su portafolio de productos a mayores canales de venta en dicho mercado. En cuanto a precios en el caso de México los vemos en línea con la inflación (4.5% y 4.0% para 2012 y 2013). En el caso de mercados como Estados Unidos, el incremento deberá de rondar un dígito bajo.

HERDEZ: Ingresos anuales

(millones de pesos)



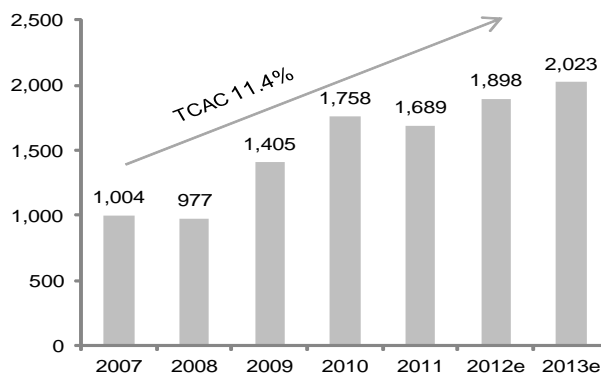
Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

Ebitda y Márgenes

Utilidad Operativa y Ebitda: Con base a nuestras cifras anticipamos un crecimiento en 2012 en Ebitda de 12.4% a/a. Consideramos que a nivel de costos, las materias primas como el aceite de soya, trigo, atún y tomate, registrarán presiones en precios, ligado a temas de producción y demanda. Lo mismo, con respecto a la producción de verduras, tales como tomate, zanahoria, cebolla, chiles, tomatillo, champiñones, elote, chícharos, duraznos y piña empaques, insumos que han registrado presiones de oferta por cuestiones climáticas. En la parte de gastos anticipamos que la integración de las unidades recién adquiridas en Estados Unidos deberán de representar un incremento en este rubro, derivado de lo anterior, estimamos una contracción en Márgenes Ebitda de 10pb a 17.3% al cierre del año.

Herdez :EBITDA

(millones de pesos)

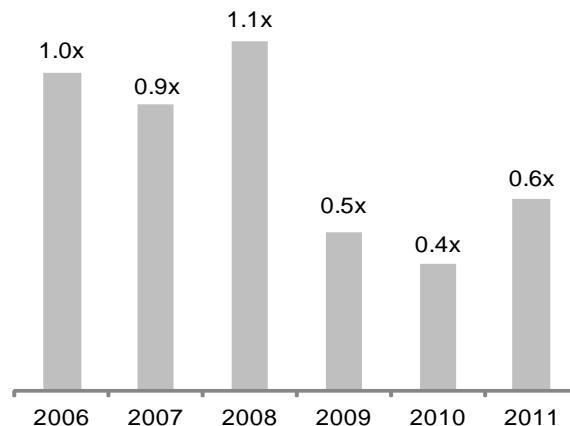


Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

Estructura Financiera

Las razones de apalancamiento son sólidas, con una relación de deuda neta a EBITDA de 0.6 veces al cierre de 2011, y una relación de deuda neta a capital contable de 0.25 veces, lo anterior relacionado con el crédito puente para la adquisición de Fresherized Foods en Estados Unidos. Sin embargo los niveles de apalancamiento son razonables, y dan solvencia a la compañía en caso de contingencias, o de buscar adquisiciones en otros mercados.

HERDEZ: Deuda Neta/Ebitda



Fuente: Reporte Financieros.

Flujo de Efectivo y Capex

El Capex estimado para el periodo 2012-2015 es de Ps1,600 millones. Para 2012 la empresa estará realizando una inversión en Capex cercana a los Ps550 millones. Tiene destinada una inversión de US\$45 millones que contempla la inversión en una nueva planta de McCormick (ubicada junto al centro de distribución de Naucalpan y que comenzará operaciones en 2013, y al movimiento de la capacidad de mermeladas a SLP.

Dividendos

Para 2012 la empresa tiene la propuesta de realizar el pago de un dividendo de Ps 0.85, lo que representaría un rendimiento cercano al 3%, similar al que otorgaron el año anterior y en línea con el pago promedio histórico que ha realizado la empresa en los últimos 5 años.

Histórico Dividendos

Año	Acciones en circulación	Dividendo pagado (mdp)	Dividendo por acción	Rendimiento del dividendo*
2006	431	387	0.90	8.9%
2007	428	110	0.25	1.7%
2008	428	214	0.50	4.3%
2009	428	214	0.50	2.9%
2010	432	212	0.50	2.3%
2010	432	212	0.50	2.0%
2011	431	323	0.75	3.1%
2012**	431	330	0.85	3.2%

Fuente: Empresa y estimaciones Banorte-Ixe

* sobre precios históricos. ** por autorizarse

Descripción de HERDEZ

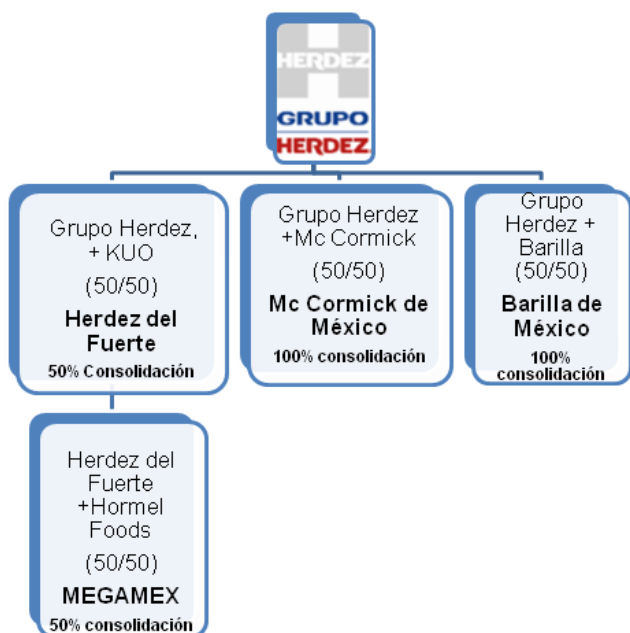
Herdez es una de las compañías líderes en el sector de alimentos procesados en México, con una importante presencia en EUA y Canadá.

La Compañía produce y comercializa más de 1,000 productos con las marcas: Herdez, Del Fuerte, McCormick, Doña María, Barilla, Yemina, Vesta, Nair, Embasa, La Victoria, Búfalo, La Gloria, Carlota, Blasón, y Hormel, entre otras, las cuales tienen un elevado reconocimiento y valor en el mercado.

Adicionalmente, distribuye y comercializa salsas de soya Kikkoman y bebidas de arándano Ocean Spray y Reynolds. Es líder en el mercado de mayonesas, mole, puré de tomate, vegetales en lata y en tetrapack, mermeladas, mostaza, salsas caseras, champiñones, jugo de 8 verduras, miel de abeja, atún (segundo lugar) y pastas bajo las marcas, Barilla, Yemina y Vesta en el canal autoservicio.

El volumen de ventas de Grupo Herdez en 2010 se realizó de la siguiente manera: a) Cadenas de Autoservicios en 46%; b) Mayoristas y Tiendas de abarrotes 37%; c) Ventas al Exterior 13%; y d) Otros 4%.

Actualmente se tienen constituidas alianzas con empresas líderes a nivel mundial: 1) McCormick and Company Inc; 2 y 3) Dos alianzas con Hormel Foods Corp. La primera es Hormel Alimentos, para la distribución de los productos Hormel en México y MegaMex Foods, para comercializar productos en EU; 4) Alianza con Barilla; y 5) con Grupo Kuo para la creación de Herdez del Fuerte.



A partir del 26 de octubre de 2009, Herdez Del Fuerte y Hormel Foods formalizaron su asociación en un negocio conjunto constituyendo para dichos efectos a MegaMex, empresa que inició formalmente sus operaciones con el fin de expandir algunas categorías y desarrollar productos para satisfacer las necesidades de los consumidores en Estados Unidos. El portafolio de productos de MegaMex incluye marcas de comida mexicana tales como: Herdez, Del

Fuerte, Doña María, Embasa, La Victoria, Chi-Chi's, entre otras, las cuales son ampliamente conocidas por los consumidores hispanos y los consumidores anglosajones.

El 6 de octubre de 2010, MegaMex adquirió el 100% de la sociedad denominada "Don Miguel", cuyo objeto es la producción, comercialización, distribución y venta alimentos congelados y refrigerados a través de marcas premium en los E.U.A. Esta adquisición, incluyó una planta de producción localizada en Dallas, Texas, así como las marcas Don Miguel, Gourmet Olé, entre otras.

En julio de 2011 anunció que su empresa asociada Megamex adquirió Fresherized Foods, empresa líder en la producción de aguacate procesado y guacamole, ubicada en Texas. Las marcas principales son Wholly guacamole, Wholly salsas y Wholly queso.

El 5 de septiembre 2011 su empresa asociada Herdez del Fuerte celebró un acuerdo definitivo para la adquisición del 50% de Aires de Campo, distribuidor líder de productos orgánicos en México. Aires de Campo distribuye una amplia gama de productos orgánicos naturales, sin aditivos artificiales, edulcorantes, colorantes ni conservadores en las categorías de alimentos refrigerados, procesados, congelados y frutas y verduras.

Riesgos

Riesgo económico y político: Un escenario de desaceleración mundial relacionado con el menor crecimiento en Estados Unidos y la situación fiscal en Europa. Lo anterior generaría reducciones en la actividad económica, con ello un menor nivel en el consumo privado y deterioro en la generación de empleo.

Incrementos en el Costo de Materias Primas: Los resultados de operación de Grupo Herdez pueden verse afectados negativamente por la disponibilidad y precio de las materias primas utilizadas por el grupo en sus actividades productivas como son aceite de soya, sémola de trigo, atún y la pasta de tomate, los cuales se encuentran referenciados a precios internacionales, así como tomate, zanahoria, cebolla, chiles, tomatillo, champiñones, elote, chícharos, duraznos, piña y empaques, entre otros.

Asociaciones estratégicas (joint ventures), contratos de licencia. El grupo y algunas de sus subsidiarias son parte de contratos de asociación estratégica (joint ventures). A la fecha del presente reporte se tienen alianzas con Grupo Kuo, McCormick, Hormel y Barilla. Existe el riesgo de que alguna de dichas alianzas se dé por concluida conforme a sus propios términos. Si bien la terminación de alguna de dichas alianzas podría resultar en liquidez a Grupo Herdez (por la enajenación de su participación o de cualquier otra manera), no puede asegurarse que el uso dado a dicha liquidez generará retornos similares.

Condiciones Climatológicas: La escasez de los insumos o materias primas que utiliza el grupo podría provocar un incremento significativo en los precios de las materias primas, y no puede asegurarse si se podría transferir este incremento a los clientes.

Tipo de Cambio. Algunos de los insumos utilizados por la Compañía en sus actividades productivas se cotizan o están referenciados al Dólar, por lo que aumentos en el precio de esta moneda podrían ocasionar pérdidas cambiarias que

afectarán directamente los resultados de operación de la compañía.

Competencia: Es una industria competida y en la misma participan empresas con grandes recursos de capital, personal, investigación y desarrollo, inversión publicitaria diversidad en líneas de producto y reconocimiento de sus marcas. Las principales marcas competidoras en el mercado nacional son La Costeña, Clemente Jacques, Del Monte, Hellmann's, Smucker's, French's, La Moderna, Dolores, Tuny, Jumex, Del Valle, V8 de Campbell's, Ades, Vita Real, Karo, Nescafé y Valentina. En los Estados Unidos los principales competidores de la Compañía son Pace, Tostitos, Ortega, La Costeña, San Marcos, Rogelio Bueno, Mission, José Olé (Windsor), Goya, El Monterrey y Delimex.

HERDEZ: Estado de Resultados

(millones de pesos)

Concepto	2009	2010	2011	2012E	2013E	% 12/11
Ventas Netas	8,266	8,871	9,697	10,983	12,306	13.3%
Costo de Ventas	5,288	5,410	6,147	7,030	7,851	14.4%
Resultado Bruto	2,978	3,462	3,550	3,953	4,455	11.4%
Gastos Operativos	1,694	1,830	2,014	2,221	2,469	10.3%
EBITDA	1,405	1,758	1,689	1,898	2,137	12.4%
Depreciación & Amortización	120	126	154	165	152	7.6%
Utilidad Operativa	1,284	1,632	1,536	1,733	1,985	12.8%
CIF	135	114	-73	-1	80	
Intereses Pagados	130	130	163	123	123	
Intereses Ganados	34	54	77	65	70	
Intereses Netos	96	76	86	58	53	
Pérdida (utilidad) Cambiaria	20	19	-80	-12	0	
Pérdida (utilidad) Monetaria	20	19	-80	-47	27	
Utilidad después de CIF	1,290	1,522	1,612	1,721	1,896	6.8%
Otros Costos (utilidad)						
Costos Extraordinarios (utilidad)	-97	21	27	24	23	-13.7%
Utilidad antes de Impuestos	1,290	1,522	1,612	1,721	1,896	6.8%
ISR y PTU	313	438	479	466	515	-2.7%
Impuestos Efectivo	336	420	473	436	480	-7.9%
Impuestos Diferidos	-36	5	6	32	40	
Utilidad después de Impuestos	977	1,083	1,133	1,255	1,381	10.8%
Subsidiarias No Consolidadas	44	24	30	12	14	
Participación Minoritaria	254	313	285	296	327	4.0%
Resultado Neto	714	758	845	958	1,053	13.5%
Numero de acciones (promedio)	432	432	432	432	432	
Valor en Libros por Acción	8.6	10.0	11.1	14.4	15.2	
UPA	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	
EBITDA Por Acción	3.25	4.07	3.91	4.39	4.95	
Margen Bruto(%)	36.0%	39.0%	36.6%	36.0%	36.2%	-0.6%
Margen EBITDA (%)	17.0%	19.8%	17.4%	17.3%	17.4%	-0.1%
Margen Operativo (%)	15.5%	18.4%	15.8%	15.8%	16.1%	-0.1%
Margen Neto (%)	8.6%	8.5%	8.7%	8.7%	8.6%	0.0%

Fuente: Estimaciones de Casa de Bolsa Banorte.

Balance General (millones de pesos)

Concepto	2009E	2010E	2011	2012E	2013E
Activo Total	6,009	7,305	9,304	10,651	12,848
Activo Circulante	3,258	3,930	4,945	5,536	7,050
Efectivo e Inv. Temporales	424	806	1,155	1,712	2,806
Cuentas y Docts por Cobrar	1,799	1,961	2,534	2,379	2,637
Inventarios	936	964	1,096	1,258	1,387
Otros Activos Circulantes	99	200	161	188	220
Propiedades Plantas y Equipo	1,635	1,826	2,172	2,557	2,805
Otros Activos					
Inversiones en Sub. no Cons.	99	84	123	144	168
Crédito Mercantil	832	1,272	1,354	1,584	1,853
Licencias					
Otros activos y cargos diferidos	10	20	31	36	42
Pasivo Total	2,280	2,968	4,497	4,445	5,519
Cuentas por Pagar	464	597	843	829	900
Deuda corto plazo	1,174	314	4	0	4
Otras cuentas por pagar	325	285	386	451	528
Impuestos Diferidos					
Otros pasivos diferidos					
Deuda Total largo plazo	8	1,204	2,219	2,321	2,922
Deuda Corto Plazo					
Deuda Largo Plazo					
Capital Contable	3,729	4,337	4,807	6,207	6,571
Capital Minoritaria	808	953	1,078	1,392	1,644
Capital Mayoritario	2,921	3,384	3,729	4,815	5,097
Deuda Neta	883	1,006	1,578	609	119
Deuda Neta / EBITDA	0.63	0.57	0.93	0.32	0.06

Fuente: Reporte Anual emisora y estimaciones Banorte Casa de Bolsa

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 Zaldivar, 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, Casa de Bolsa Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general del las Casas 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, Casa de Bolsa 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 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 y Casa de Bolsa Ixe, han 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, Casa de Bolsa 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, Casa de Bolsa 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, Casa de Bolsa 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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 y Casa de Bolsa 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 mas, 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, Casa de Bolsa 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, Casa de Bolsa 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, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte.

René Pimentel Ibarrola	Director General de Desarrollo de Negocio y Análisis	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
------------------------	--	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia 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.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenez@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuano@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48028
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespita@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48066
Berenice Arellano Escudero	Analista	barellano@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9961
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 Solís	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo 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	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683