

Gsanborn

Oferta Pública de Acciones

REPORTE DE CIRCULACION INTERNA

Sanborns busca mayor crecimiento

Gsanborns es empresa mexicana líder de ventas al menudeo que opera tiendas y restaurantes con formatos y marcas altamente reconocidas por los consumidores nacionales. Sears es la segunda cadena de tiendas departamentales de formato tradicional en términos de ventas y número de tiendas, con boutiques de última moda. Cuenta también con un concepto único pero altamente exitoso de venta al menudeo (tiendas Sanborns), una cadena de distribución al menudeo y servicios de tecnología de última generación (Apple: iShop y eduMac), la cadena minorista de música y video más grande (Mixup, Mx Mixup, Discolandia y Tower Records), una cadena de tiendas departamentales de lujo (Saks Fifth Avenue), una cadena minorista regional de cosméticos y perfumes (DAX), una gran cadena de restaurantes tradicionales de comida mexicana a precios accesibles (Sanborns y Sanborns Café), así como una cadena de comedores industriales (Pam Pam).

Oferta Pública: aplicará para pago de deuda e inversiones.

Sanborns planea llevar a cabo una Oferta Pública 100% primaria por un monto US\$874m (y hasta US\$1,005m, incluyendo sobreasignación). Los recursos obtenidos serán aplicados para el financiamiento del plan de expansión, usos corporativos y pago de deuda. El precio se ubica en un rango entre P\$27.0 – P\$32.0; sus múltiplos históricos y estimados se colocan en el rango alto de una muestra de comparables internacionales, pero asimismo, sus indicadores operativos y de rentabilidad son notablemente superiores a lo que ofrece dicha muestra (ver tabla anexa).

Cifras a 2012

Para el año terminado el 31 de diciembre de 2012, la compañía registro ventas netas de \$39,411.3m, utilidad de operación de \$4,565.5m y utilidad neta de \$3,300.4m y EBITDA de \$5,225.7m. Al 31 de diciembre de 2012 los activos totales de la empresa fueron de \$31,203.1m y el capital contable total de \$15,228.8m.

Fortalezas

Consideramos que Sanborns ofrece una osición de liderazgo en el mercado de venta al menudeo en México como una de sus principales características y fortalezas. La empresa es una de las compañías más grandes de venta al menudeo en México — excluyendo tiendas de abarrotes—, con una posición de liderazgo en las distintas categorías en las que participa, donde se incluye : a) Es el segundo operador de cadenas de tiendas departamentales en México a través del formato Sears; b) Líder del mercado con un concepto minorista mixto, que es único en México, a través de formato Sanborns; c) Uno de los principales distribuidores autorizados de productos de la marca Apple a través del formato iShop, con excepción de compañías de teléfonos móviles. La compañía cuenta con una amplia cobertura geográfica que atiende a un gran porcentaje de la población mexicana cuenta con una plataforma ampliamente diversificada, con presencia en 65 ciudades a lo largo de la República Mexicana. Cuenta con un historial exitoso en la integración de adquisiciones y en el ingreso a nuevos segmentos, ejemplo de ello es Sears, donde ha llevado a la empresa de una historia de pérdidas en utilidades a crecimiento en utilidades. Asimismo, la empresa cuenta con oportunidades adicionales de crecimiento en la oferta de financiamiento al consumo mediante sus propias tarjetas de crédito.

Debilidades

Competencia en el sector. La compañía participa en un mercado altamente competitivo. En especial, las industrias de tiendas departamentales y restauranteras, las cuales se caracterizan por una competencia intensa y una creciente presión sobre los márgenes de utilidad. Las oportunidades de crecimiento, a través de fusiones, adquisiciones y coinversiones pueden verse afectadas por normatividad en materia de competencia económica, acceso a financiamiento y otros retos para la integración de adquisiciones significativas. La condición general de la economía mexicana, la devaluación del peso frente al dólar, la inestabilidad en los precios, la inflación, las tasas de interés, la regulación, los impuestos, el aumento en las tasas de criminalidad y otros factores políticos, sociales y económicos en, o que afecten a, México, y sobre los cuales no se tiene control.

Oferta Pública de Acciones

1 de Febrero de 2013

Precio Objetivo (2013 P\$): nd
Rendimiento Potencial : nd
Precio Objetivo ADR : n.a.

Marisol Huerta Mondragón

marisol.huerta.mondragon@banorte.com

5268-9927

Datos Básicos de la oferta

	P\$27	P\$32
Rango de precio		
Acciones ofrecidas, total (m)	375.40	100%
Primaria		100%
Secundaria		0%
Nacional		40%
Internacional		60%
Sobreasignación	56.31	hasta 15%
Total de Acciones Potencial	431.71	hasta 115%
Monto de la Oferta, Base (P\$m)		10,828.00
Monto de la sobreasignación (P\$m)		1,624.20
Monto de la Oferta, Total (P\$m)		12,456.00

Acciones antes de la Oferta (m)	2,325.0
Acciones Después de la Oferta (m)	2,700.4
Flotante en Mercado	16.1%
Flotante (con sobreasignación)	18.1%

Fechas Clave

Cierre del libro	06-Feb-13
Registro en BMV	07-Feb-13
Liquidación	08-Feb-13

Múltiplos (2012e) y razones financieras

Precio Colocación	\$27.0	\$29.5	\$32.0
VE/EBITDA	12.6x	13.7x	14.8x
P/U	19.5x	21.3x	23.1x
P/VL	4.2x	4.6x	5.0x

VALUACION RELATIVA

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2012E	P/U 2013E	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2012E	VE/EBITDA 2013E
EL PUERTO DE LIVERPOOL-C1	P\$ 143.00	14,955	15,815	4.1x	27.2x	26.5x	23.6x	17.9x	17.1x	15.0x
WALMART DE MEXICO-SER V	P\$ 41.67	58,588	58,168	5.6x	31.9x	31.1x	26.6x	18.3x	17.7x	15.3x
NORDSTROM INC	USD 55.16	11,037	13,014	5.9x	16.9x	15.8x	13.9x	7.8x	7.5x	6.9x
SEARS HOLDINGS CORP	USD 47.36	5,040	8,481	1.3x				93.2x	17.5x	14.4x
J.C. PENNEY CO INC	USD 19.86	4,354	6,794	1.2x				22.2x		15.7x
WAL-MART STORES INC	USD 70.39	235,471	288,995	3.2x	14.7x	14.3x	13.0x	8.0x	7.9x	7.5x
TARGET CORP	USD 61.16	39,803	56,888	2.4x	13.7x	13.5x	12.5x	7.7x	7.6x	7.3x
MACY'S INC	USD 39.58	15,645	21,321	2.8x	12.4x	11.7x	10.4x	6.0x	5.8x	5.6x
KOHL'S CORP	USD 46.10	10,603	14,631	1.7x	10.6x	11.1x	10.1x	5.2x	5.4x	5.3x
DILLARDS INC-CL A	USD 85.56	4,032	4,759	2.0x	15.1x	13.5x	11.8x	6.2x	5.9x	5.7x
FAMILY DOLLAR STORES	USD 56.23	6,512	7,115	4.8x	15.4x	14.1x	12.6x	7.8x	7.2x	6.5x
BIG LOTS INC	USD 32.40	1,876	2,273	2.9x	12.3x	11.1x	10.2x	5.8x	5.7x	5.5x
DOLLAR GENERAL CORP	USD 46.26	15,206	18,088	3.2x	16.3x	16.2x	14.0x	9.4x	9.3x	8.3x
SEARS CANADA INC	CAD 9.50	970	780	0.8x				11.7x	10.2x	10.8x
MASSMART HOLDINGS LTD	ZAR 18,113.00	4,441	4,476	9.0x	32.1x	25.1x	18.6x	13.5x	12.6x	10.1x
DOLLAR TREE INC	USD 40.16	9,125	9,167	5.9x	17.3x	16.0x	14.2x	8.9x	8.4x	7.7x
PRICESMART INC	USD 77.97	2,356	2,361	5.6x	32.1x	27.6x	23.9x	17.2x	15.2x	13.3x
	Promedio	27,354	33,173	3.6x	18.1x	16.9x	14.7x	15.6x	9.7x	9.2x
	Mediana	9,864	11,090	3.1x	15.4x	14.3x	13.0x	8.5x	7.9x	7.6x
GSANBORN	P\$ 27.00	4,981	5,214	4.2x	19.5x	19.5x	18.9x	12.6x	12.6x	9.8x
GSANBORN	P\$ 29.50	5,442	5,676	4.6x	21.3x	21.3x	20.7x	13.7x	13.7x	10.6x
GSANBORN	P\$ 32.00	5,903	6,137	5.0x	23.1x	23.1x	22.4x	14.8x	14.8x	11.3x

Fuente: Bloomberg.

Lo que nos gusta

Posición de liderazgo en el mercado de venta al menudeo en México.

Grupo Sanborn es una de las compañías más grandes de venta al menudeo en México, excluyendo tiendas de abarrotes, con una posición de liderazgo en distintas categorías en las que participa, donde se incluye como:

- a) Segundo operador de cadenas de tiendas departamentales en México a través del formato Sears;
- b) Líder del mercado con un concepto minorista mixto, que es único en México, a través del formato Sanborns;
- c) Segunda cadena de restaurantes de servicio completo en México a través del formato Sanborns;
- d) Uno de los principales distribuidores autorizados de productos de la marca Apple a través de iShop, con excepción de compañías de teléfonos móviles;
- e) Distribuidor líder de video y música grabada a través de las tiendas de música y Mixup, Sanborns y Sears.
- f) Principal minorista de libros a través del formato Sanborns.
- g) Uno de los más importantes proveedores de tarjetas de crédito no bancarias.
- h) Posición líder en algunas otras categorías de productos y servicios disponibles en diferentes formatos de tienda, incluyendo teléfonos celulares, equipo fotográfico, cosméticos y perfumería, relojes y juguetes, entre otros productos, así como en servicios de procesamiento de pagos para empresas tales como American Express, Telmex y Telcel.

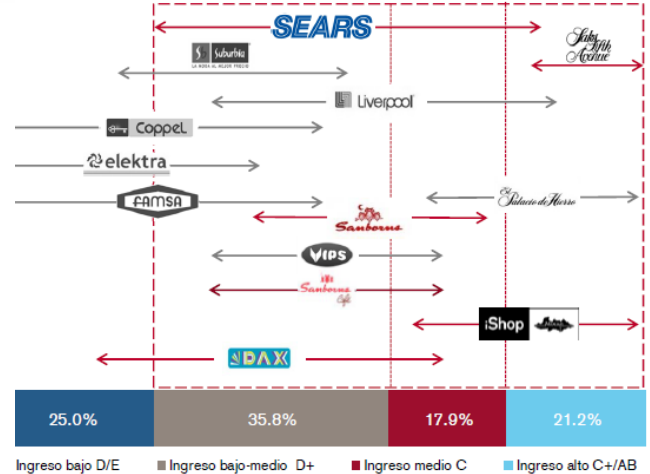
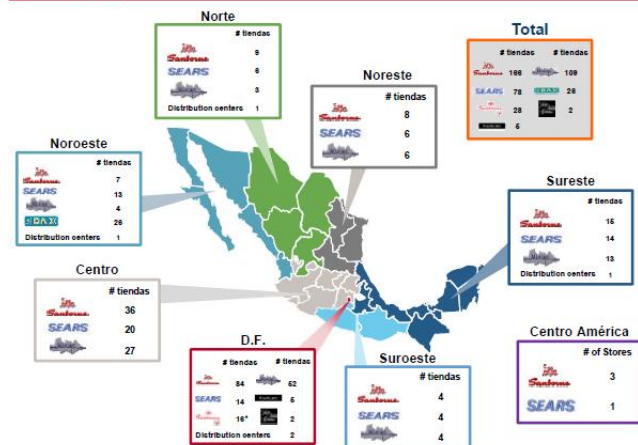
Amplia cobertura geográfica que atiende a un gran porcentaje de la población mexicana

Segmento	Marca	# tiendas (30/9/2012)	Superficie de venta m ² (30/9/2012)	% de ventas 2012	% UAFIDA 2012
Departamentales	Sears	78 ⁽¹⁾	598,876	51.7%	53.2%
Tiendas especializadas	Sanborns	166 ⁽¹⁾	156,784 ⁽⁴⁾	31.8%	22.5%
Electrónica y entretenimiento	iShop	37			
	Mixup	66 ⁽¹⁾	41,564	10.9%	5.0%
Conveniencia	eduMac	6			
	DAX	26			
Restaurantes	Sanborns	28	72,218	5.6%	19.3% ⁽³⁾
Departamentales de lujo	Apple	2			
Otros	Pam Pam, Pier 1, Seven, Plaza Loreto y Plaza Inbursa				
Total		414	958,800	100.0%	100.0%

Cuenta con una plataforma ampliamente diversificada, con presencia en 65 ciudades a lo largo de la República Mexicana. Actualmente cuenta con 414 tiendas, de las que Sears comprende 80 unidades y 166 de Sanborns que son los formatos que más contribuyen tanto en ingresos como en EBITDA a la empresa.

Cabe señalar que los formatos se encuentran bien posicionados para ampliar su presencia geográfica y abrir nuevas tiendas, particularmente a través de formatos Sears y formatos únicos de Sanborns e iShop, en regiones que ofrecen un fuerte potencial de crecimiento.

Presencia geográfica



Durante 2011, llevo a cabo aproximadamente 26, millones y 66 millones transacciones a través de sus principales formatos Sears y Sanborns, respectivamente. Adicionalmente, los formatos más relevantes, Sears y Sanborns, tienen una amplia cobertura de segmentos socioeconómicos medio-bajo y medio-alto.

El portafolio diversificado conlleva además una demanda de consumo estable durante recesiones económicas y permite aprovechar los ingresos y rentabilidad en un ambiente económico favorable a través de a los segmentos de ingresos altos de la población.

Posicionamiento único para capitalizar en oportunidades atractivas de crecimiento

La empresa se encuentra bien posicionada para tomar ventaja de las oportunidades de crecimiento que ofrece el mercado mexicano y para capitalizar el ambiente macroeconómico sólido, las condiciones demográficas favorables, la baja penetración del comercio formal, y de crédito al consumo, la demanda creciente de bienes de consumo duradero.

Con base en el último censo nacional de población realizado en 2010 por el INEGI, México cuenta con 112.5 millones de habitantes y se espera que haya un crecimiento demográfico del 5.6% para 2015, comparado con el 4.7% en Brasil y 4.1% en los Estados Unidos. El segmento más grande de población será de personas entre los 25 y 29 años de edad y se estima que este segmento represente el 8% de la población total para 2025. Además, la tasa de dependencia de personas de la tercera edad, a pesar del aumento, será sólo de alrededor de un tercio del promedio proyectado en los mercados desarrollados. Adicionalmente, consideramos que la tendencia favorable en la estructura socioeconómica continuará, con un mayor número de personas accediendo a la clase media, soportada por el crecimiento en el ingreso del segmento medio y alto de la población que continuará financiando la mayoría del consumo en los próximos años.

A pesar de que México es el segundo mercado más grande de Latinoamérica, el mercado mexicano continua ofreciendo un sólido potencial de crecimiento orgánico, dados los bajos niveles de penetración del comercio formal en comparación con Estados Unidos, Europa y otros mercados latinoamericanos. De acuerdo con el International Council of Shopping Centers, en 2011 la penetración del comercio formal alcanzó 0.15m2 de comercio per cápita en México comparado con 0.42m2 y 2.21m2 per cápita en Brasil y Estados Unidos, respectivamente. Más aun, la penetración de las tiendas departamentales en México continua siendo baja en relación con otros países emergentes. En 2011 las ventas de las tiendas departamentales como porcentaje de las ventas totales del comercio en México alcanzaron 3.8%, comparado con 12.0% en Chile y 4.8% en Estados Unidos.

Historial exitoso en la integración de adquisiciones y en el ingreso a nuevos segmentos de venta al menudeo

A través de la historia de la empresa se ha tenido un historial favorable en la adquisición de portafolios de venta al menudeo e integrarlos exitosamente y optimizarlos. También ha tenido gran éxito en sacar adelante formatos no redituables y, en ciertos casos, convertirlos en alguno de los formatos, a través de la mejora en la selección de productos y la presentación de las tiendas, eficiencia operativa, reducción significativa de costos y mejorando el servicio al cliente. Ejemplo es la adquisición en 1997 de Sears México, que operaba un portafolio de 40 tiendas que constantemente generaban pérdidas financieras. En 1998, después de un año de adquiridas, comenzó a generar utilidades mediante la reducción significativa de gastos generales, mejorando el manejo de inventarios, enfocándonos en incrementar la penetración de tarjetas de crédito y explotando sinergias, de entre otras iniciativas para incrementar los ingresos y reducir los costos. De manera similar en 2003, adquirió seis tiendas JC Penney y para 2009 convertidas en tiendas Sears y se habían alcanzado márgenes operativos de equilibrio.

Estrategia

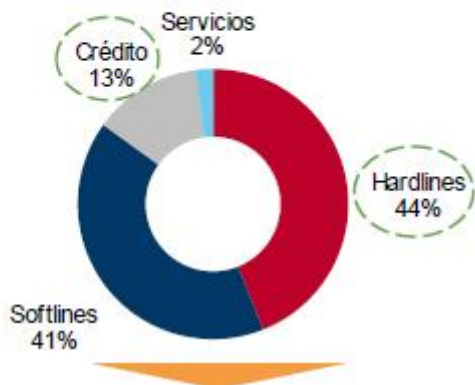
La empresa tiene altas posibilidades de capitalizar oportunidades de crecimiento de mercado.

Apertura de tiendas. Cabe señalar que el mercado esta altamente fragmentado en la venta al menudeo lo que brinda una oportunidad significativa para expandir cadena de tiendas y restaurantes. El plan anterior de la compañía fue crecer entre 2005 a 2011 en 31 tiendas y restaurantes a través de una combinación de apertura de nuevas sucursales, así como adquisiciones.

El plan en 5 años es abrir 100 unidades, que en promedio sería de 20 por año. Para 2013 de entrada esperan la apertura de 7 Sears.



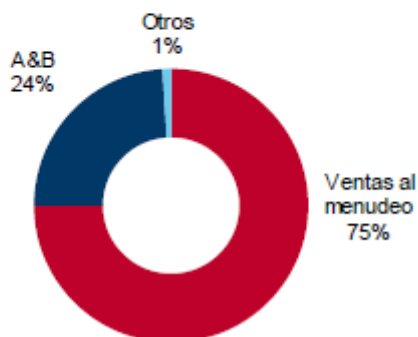
Sears México – Contribución de ventas



Adicionalmente, la compañía buscará crecer los formatos de Sanborns



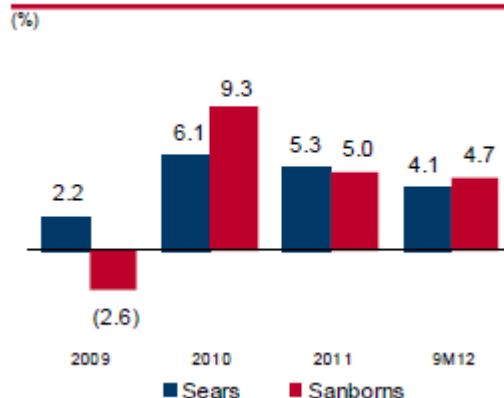
Contribución de ventas



Aumentar el tráfico en tiendas y ventas.

La compañía considera que podrá mejorar el tráfico a sus unidades y las ventas por metro cuadrado, derivado de a) apertura de nuevas tiendas y restaurantes, así como la remodelación de las existentes con una distribución atractiva; b) Promoviendo la introducción de mercancía exclusiva, diversificando productos alimenticios en nuestros menús y manteniendo la calidad de la mercancía, alimentos y bebidas que ofrecemos a nuestros clientes; c) Desarrollando aun más el portafolio de tarjetas de crédito mediante la introducción de nuevos productos y categorías, así como continuando con nuestros esfuerzos publicitarios, buscando el incremento del número de cuentas activas; d) mejorando en mercadotecnia para optimizar la experiencia de compra de nuestros clientes y capacitación de personal.

Crecimiento mismas tiendas



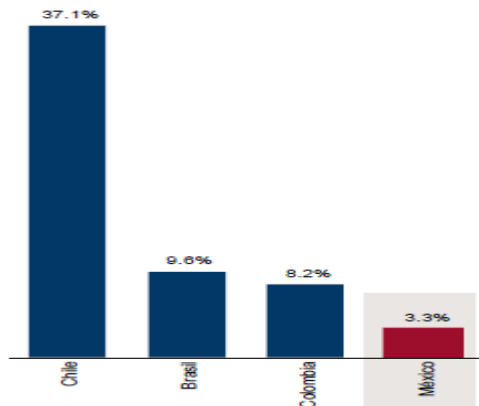
Mejora en Mejoras y eficiencias operativas, tecnológicas y de atención al cliente.

La compañía espera continuar mejorando los márgenes de operación aprovechando la infraestructura de bajo costo, sistemas de administración de inventarios e incrementando la eficiencia operativa y expandiendo márgenes de utilidad. Creemos que mejorar continuamente. Asimismo, la concentración, procesamiento y evaluación de la calidad de los alimentos que pasan y se procesan por los comisariatos permite hacer ahorros en el costo de las compras, evitar los desabastos, minimizar considerablemente el desperdicio, reaccionar rápidamente ante materias primas que no satisfacen nuestros estándares y mantener la misma imagen de calidad ante los clientes que visitan nuestros restaurantes. La eficiencia eléctrica y el mayor uso de los sitios de comercio electrónico permitirá mejorar la infraestructura de bajo costo.

Mejorar la oferta de financiamiento al consumo

La compañía busca mejorar la oferta de financiamiento al consumo a través de sus propias tarjetas de crédito. Estas ofertas de financiamiento, no solo generan ingresos financieros a través de la administración efectiva del portafolio y tasas de morosidad históricamente bajas, sino incrementan la base de clientes y construyen lazos de confianza y lealtad con los clientes. Las ofertas de financiamiento se convertirán, cada vez más, en una fuente de crecimiento independiente mediante la expansión del portafolio de tarjetas de crédito y el desarrollo de nuevos productos y servicios de financiamiento.

Crédito al consumo (% del PIB)



De acuerdo con Euromonitor, al final de 2011 México tenía el menor índice de penetración de crédito al consumo de entre las grandes economías latinoamericanas, con una proporción de crédito al consumo-PIB de 3.3% comparada con 9.6% en Brasil, 37.1% en Chile y 8.2% en Colombia.

Consideramos que México tiene altas posibilidades de reducir esta brecha ya que el endeudamiento del consumidor es bajo tras el proceso de desendeudamiento que inició en 2008, especialmente por lo que se refiere a las tarjetas de crédito. La calidad de los activos también ha mejorado, según lo demuestra la disminución en la tasa de morosidad de créditos al consumo, la cual disminuyó de 5.6% en 2008 a 4.3% al final de septiembre de 2012.

Debilidades

Fuerte Competencia en el sector. La compañía participa de un mercado altamente competitivo en especial, las industrias de tiendas departamentales y restauranteras, las cuales se caracterizan por una competencia intensa y una creciente presión sobre los márgenes de utilidad.

En cuanto al sector de tiendas departamentales el número y tipo de competidores, así como los niveles de competencia a los que se enfrenta una tienda en particular, varían de acuerdo a su ubicación. Entre los competidores de los restaurantes Sanborns se encuentran varias cadenas nacionales, regionales y locales, así como numerosos restaurantes locales operados por sus propietarios.

En ocasiones, enfrentan presión de precios en los mercados en los que participan como resultado de las prácticas promocionales de los competidores. Dichas presiones podrían impedir incrementar precios como resultado de aumentos en los costos de los insumos y otros costos o buscar otras eficiencias. Asimismo, los competidores podrían incrementar su posición competitiva mediante la introducción de nuevos productos o productos similares que podrían sustituir el consumo de los productos que comercializan.

La competencia en la industria restaurantera es muy intensa en cuanto a factores como precios, servicio, ubicación, concepto y calidad de los alimentos. También existe una fuerte competencia para obtener locales comerciales óptimos y personal capacitado

Freno en adquisiciones de nuevos formatos

Las oportunidades de crecimiento, a través de fusiones, adquisiciones y coinversiones pueden verse afectadas por

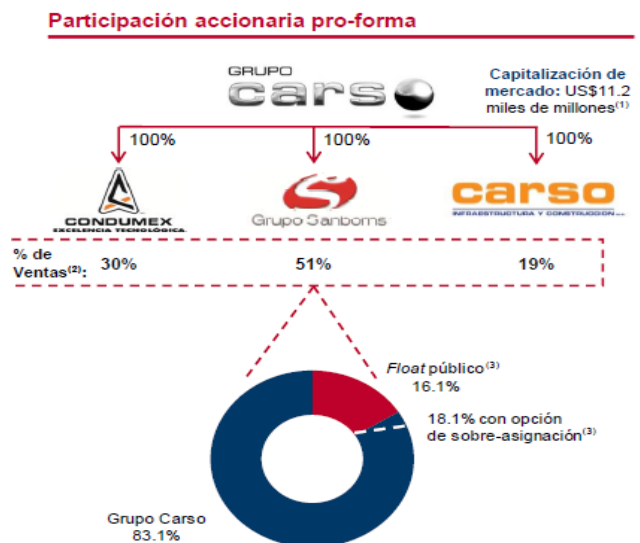
normatividad en materia de competencia económica, acceso a financiamiento y otros retos para la integración de adquisiciones significativas

Interrupciones en la cadena de suministro o incrementos en los precios de los insumos o de los costos de la cadena de proveeduría pudieren afectar adversamente nuestros resultados

Condiciones económicas. La situación financiera y los resultados de operaciones podrían verse afectados por condiciones económicas adversas en México. La condición general de la economía mexicana, la devaluación del peso frente al dólar, la inestabilidad en los precios, la inflación, las tasas de interés, la regulación, los impuestos, el aumento en las tasas de criminalidad y otros factores políticos, sociales y económicos en, o que afecten a, México, y sobre los cuales no se tiene control alguno

Estructura Accionaria.

La estructura de la compañía quedará de la siguiente forma, tras la oferta de capital:



INDICADORES OPERATIVOS

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	VENTAS U12m (US\$MM)	EBITDA U12m (US\$MM)	MARGEN BRUTO U12m	MARGEN EBITDA U12m	Crec. EBITDA 2013E	DN/EBITDA
EL PUERTO DE LIVERPOOL-C1	P\$ 141.50	14,905	15,763	4,799	838	39.3%	17.5%	13.7%	1.0x
WALMART DE MEXICO-SER V	P\$ 41.74	58,581	58,162	30,955	3,014	22.3%	9.7%	15.4%	-0.1x
NORDSTROM INC	USD 55.29	11,063	13,040	11,712	1,676	38.8%	14.3%	8.9%	1.2x
SEARS HOLDINGS CORP	USD 47.11	5,014	8,455	40,078	91	26.0%	0.2%	21.3%	37.2x
J.C. PENNEY CO INC	USD 20.04	4,394	6,834	14,526	306	32.9%	2.1%		8.0x
WAL-MART STORES INC	USD 70.28	235,097	288,621	464,412	35,987	24.9%	7.7%	5.2%	1.4x
TARGET CORP	USD 61.40	39,959	57,044	71,863	7,414	31.3%	10.3%	4.0%	2.3x
MACY'S INC	USD 39.55	15,633	21,309	27,060	3,578	40.4%	13.2%	3.5%	1.6x
KOHL'S CORP	USD 46.22	10,631	14,659	18,956	2,824	37.2%	14.9%	1.0%	1.4x
DILLARDS INC-CL A	USD 85.32	4,021	4,748	6,604	769	37.0%	11.6%	3.1%	0.9x
FAMILY DOLLAR STORES	USD 56.56	6,549	7,153	9,604	908	34.7%	9.4%	10.6%	0.7x
BIG LOTS INC	USD 32.42	1,877	2,274	5,316	392	39.4%	7.4%	3.5%	1.0x
DOLLAR GENERAL CORP	USD 46.51	15,288	18,170	16,000	1,934	31.7%	12.1%	11.4%	1.5x
SEARS CANADA INC	CAD 9.44	962	772	4,350	67		1.5%	-5.3%	-2.8x
MASSMART HOLDINGS LTD	ZAR 18,113.00	4,438	39,601	7,897	379	18.4%	4.8%	25.1%	0.0x
DOLLAR TREE INC	USD 39.91	9,068	1,029	7,094	1,031	35.8%	14.5%	9.1%	0.0x
PRICESMART INC	USD 77.07	2,329	2,334	2,107	137	16.3%	6.5%	13.8%	0.0x
	<i>Promedio</i>	28,561	37,107	48,942	4,012	32.4%	9.1%	8.7%	3.7x
	<i>Mediana</i>	10,631	14,659	14,526	908	33.8%	9.7%	7.1%	1.2x
GSANBORN	P\$ 27.00	4,972	5,205	3,121	414	39.6%	13.3%		0.6x
GSANBORN	P\$ 29.50	5,432	5,665	3,121	414	39.6%	13.3%		0.6x
GSANBORN	P\$ 32.00	5,892	6,126	3,121	414	39.6%	13.3%		0.6x

Fuente: Bloomberg.

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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.

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Jorge Alejandro Quintana	Subdirector de Gestión	jorge.quintana@banorte.com	(55) 4433 - 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
Julietta Alvarez	Asistente Dirección Ejecutiva	julietta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613

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
Victor Hugo Cortes	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza	Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih	Subdirector Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Gerente Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Juan Ignacio Neri	Trainee Deuda Corporativa	juanignacio.neri@banorte.com.mx	(55) 5268 - 9925

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683
René Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004