

GMEXICO

Invitado del Mes

9 de septiembre de 2013

Fuertes inversiones con una sólida perspectiva

- Como nuestros Invitados del Mes, los directivos de GMexico reafirmaron nuestra visión positiva para la compañía sustentada en los sólidos fundamentales que mantiene.
- GMexico mantiene su posición de liderazgo en la producción de cobre, siendo el número uno en cuanto a reservas, además de ser de los pocos con buenas perspectivas de crecimiento orgánico, con una estructura de costos muy bajos gracias a la integración vertical de sus operaciones, lo que se traduce en alta rentabilidad.
- La división de transporte mantiene un potencial de crecimiento positivo. El apalancamiento operativo de este negocio permitirá que siga siendo un negocio con fuerte generación de efectivo.
- En infraestructura, el posicionamiento estratégico de la compañía le permitirá aprovechar las oportunidades que se presenten, con una visión que permitirá dar mayor estabilidad a los ingresos de la compañía.

Agresivo plan de inversiones que permitirá consolidar el posicionamiento de la compañía. GMexico mantiene vigente su agresivo plan de inversiones para este 2013 por US\$3,300 millones y para 2014 una cifra por alrededor de los US\$3,000 millones. Más del 50% de estas inversiones se destinarán a la División Minera (AMC), el 30% para la División de Infraestructura y el resto en la División Transporte (ITM). El resultado de estas inversiones se verá reflejado en un incremento muy importante en la capacidad de producción, aunado a eficiencias importantes en materia de costos, lo que se deberá reflejar en mayores márgenes. A pesar de lo anterior, la compañía seguirá distribuyendo dividendos en forma trimestral tal como lo ha venido haciendo, aunque el monto de las distribuciones ha disminuido.

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

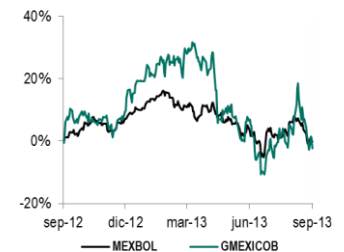
Marissa Garza

Subdirector Financiero/Minería/Químico
marissa.garza@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	P\$38.55
PO2013	P\$48.00
Rendimiento Potencial	24.5%
Dividendo (%)	1.2%
Máximo – Mínimo 12m	51.99-34.60
Valor de Mercado (US\$m)	22,683
Acciones circulación (m)	7,785
Flotante	40.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	536.6

Rendimiento relativo al IPC
(12 meses)



Estados Financieros

(US\$ Millones)	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	10,443	10,183	10,435	11,879
Utilidad Operativa	4,607	4,375	4,340	5,426
EBITDA	5,157	5,020	5,035	6,213
Margen EBITDA	49.38%	49.30%	48.25%	52.30%
Utilidad Neta	2,439	2,383	2,211	2,767
Margen Neto	23.36%	23.40%	21.19%	23.29%
Activo Total	15,027	18,809	22,047	24,523
Disponible	2,944	3,700	3,783	3,816
Pasivo Total	6,326	8,747	9,527	10,899
Deuda	3,801	5,584	6,111	7,111
Capital	8,750	8,261	10,326	10,726

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	5.2x	6.0x	5.6x	4.9x
P/U	8.8x	9.2x	9.7x	7.7x
P/VL	2.9x	2.6x	2.1x	2.0x
ROE	27.9%	28.4%	21.4%	25.8%
ROA	16.2%	12.5%	10.0%	11.3%
EBITDA/ intereses	24.7x	44.3x	21.4x	12.6x
Deuda Neta/EBITDA	0.2x	0.4x	0.5x	0.5x
Deuda/Capital	0.4x	0.7x	0.6x	0.7x

Fuente: Banorte-Ixe

División Minera (Americas Mining Corporation). En esta división la compañía mantiene importantes proyectos de inversión que le permitirán expandir la capacidad de producción hacia el 2016. Se estima que las ventas de cobre podrían aumentar desde 830 millones de toneladas métricas en 2013 hasta cerca de 1,400 millones en 2016, un incremento cercano al 65%. Con ésto el posicionamiento de GMexico la podría situar como la segunda compañía productora de cobre a nivel mundial. Hoy AMC ocupa el cuarto lugar entre las principales productoras. En particular, una parte importante de las inversiones se destinarán al Complejo de Buenavista, la mina más grande en cuanto a reservas, y que se espera ocupe el segundo lugar a nivel mundial en cuanto a producción.

Eficiente estructura de costos. Por lo que respecta a la estructura de costos, esta se mantiene como una de las más bajas en la industria con un costo de alrededor de US\$1.00 por libra de cobre. Actualmente GMexico está invirtiendo en dos plantas de energía eléctrica con el objetivo de ser autosuficientes en sus necesidades. GMexico es el principal cliente de la CFE (Comisión Federal de Electricidad), y se espera que hacia 2015 todas las necesidades de energía sean abastecidas con las plantas propias. Los costos de energía representan el 30% de los costos totales de producción, y se esperan ahorros por alrededor del 20%, lo que se deberá traducir en un ahorro del 5-6% en los costos en México, impactando positivamente los márgenes.

Impuesto a la Minería. Actualmente el Congreso se encuentra debatiendo la implementación de un nuevo impuesto a las empresas mineras del 5% sobre las utilidades antes de impuestos. Este proyecto requiere ser aprobado por ambas cámaras, la de Diputados y Senadores, y por la Secretaría de Hacienda (SHCP) antes de entrar en vigor, presumiblemente en 2014. No obstante, creemos altamente probable que este impuesto se apruebe, aunque posiblemente con algunas modificaciones. La compañía mencionó que aún es pronto para conocer el impacto real sobre GMéxico, ya que este dependerá del acuerdo final, y las deducciones que pudiera hacer la compañía. No obstante, es importante recordar la ventaja con la que cuenta GMéxico, ya que no solo tiene operaciones mineras en México sino también en Estados Unidos y Perú, lo que mitiga el impacto a nivel consolidado, por lo que creemos que la implementación de este impuesto sería apenas marginalmente negativa.

La División de Transporte seguirá enfocada en incrementar la eficiencia. El potencial de crecimiento en este negocio es muy amplio debido a la baja penetración de los ferrocarriles, estimada en México en alrededor del 26% en comparación con Estados Unidos y Canadá que es del 45%. Con ello se espera incrementar y diversificar la cartera de clientes. En particular ITM es el transportista más grande para el sector Automotriz en México, con un crecimiento sostenido. Las fuertes inversiones que ha mantenido la compañía en locomotoras y en infraestructura le ha permitido lograr importantes eficiencias operativas. Se espera que las inversiones continúen enfocadas en eficientar la infraestructura ferrocarrilera con crecimientos esperados del 15% en ingresos y del 20% en EBITDA en 2013. El importante posicionamiento de la compañía en Texas, podría ser un detonante importante para los trenes de darse una mayor explotación del gas natural, sobre todo ante la mayor apertura que se pudiera dar con la Reforma Energética.

En infraestructura, el posicionamiento estratégico de la compañía le permitirá aprovechar las oportunidades que se presenten. Se planean invertir alrededor de US\$1,000 millones este año con el objetivo de continuar

fortaleciendo este segmento. Parte de las inversiones se destinarán al sector energético con la construcción de dos plantas de energía de ciclo combinado con capacidad de producción de 250 mega watts cada una y una planta eólica con capacidad de 74 mega watts (todas para autoconsumo); en construcción e ingeniería el activo principal es la carretera Salamanca-León, concesión a 30 que se espera comience a operar en 2015; y en servicios de perforación se están realizando inversiones para la adquisición de plataformas y modulares para perforación petrolera. Con esto, GMexico se convertirá en uno de los principales proveedores nacionales de servicios de perforación. El objetivo de estas inversiones es que esta división genere para 2015 más de US\$500 millones de EBITDA, que representan cerca del 10% del EBITDA consolidado de GMexico al día de hoy. Todo lo anterior deberá dar mayor estabilidad a los ingresos de la compañía.

Aún no es el momento para la colocación de sus divisiones. Respecto a la especulación respecto a la posible colocación de la principal subsidiaria de la compañía AMC en los mercados de Londres, la compañía mencionó que aún no cree que sea el momento adecuado, aunque si espera se realice en un futuro con el objetivo de dar mayor claridad al valor de esta división, sobretodo de Asarco. Por lo que respecta a la colocación de la división de transporte ITM, GMexico comentó que no se tiene planeada, y cree muy difícil se llegue a concretar dado el interés que mantiene Inbursa, con una participación del 25% por permanecer en el negocio.

Valuación Relativa. En la siguiente tabla mostramos el resumen de valuación de empresas comparables a GMexico de acuerdo a Bloomberg donde observamos se encuentra cotizando a un múltiplo FV/EBITDA 2013E de 5.9x, por debajo del promedio de la muestra de 6.7x.

Valuación Relativa

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2013E	P/U 2014E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2013E	FV/EBITDA 2014E	DIVIDEND YIELD
BHP BILLITON LTD	AUD 35.16	167,178	197,653	2.6x	15.8x	12.5x	11.2x	9.0x	6.5x	6.0x	5.0%
RIO TINTO PLC	£3,097.00	92,848	125,762	2.5x		9.9x	8.6x	8.1x	6.4x	5.7x	
FREEPORT-MCMORAN COPPER	\$ 31.25	32,434	55,126		12.1x	12.6x	10.0x	8.9x	6.9x	5.1x	4.0%
SOUTHERN COPPER CORP	\$ 27.74	23,361	25,263	4.6x	12.8x	14.7x	15.1x	7.7x	8.4x	8.1x	1.7%
ANTOFAGASTA PLC	£899.00	8,863	14,187	2.1x	17.7x	15.6x	16.0x	5.2x	5.4x	5.5x	1.5%
	<i>Promedio</i>	64,937	83,598	3.0x	14.6x	13.1x	12.2x	7.8x	6.7x	6.1x	3.1%
	<i>Mediana</i>	32,434	55,126	2.6x	14.3x	12.6x	11.2x	8.1x	6.5x	5.7x	2.9%
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 38.41	22,683	26,316	2.7x	11.8x	11.5x	10.9x	6.4x	5.9x	5.4x	1.4%

Fuente: Bloomberg

Reiteramos muestra recomendación de COMPRA con un PO de P\$48.00.

Las perspectivas comentadas por la compañía confirman nuestra visión positiva sobre las acciones de GMexico, no sin antes de recordar que creemos se trata de una inversión de alto riesgo, dada la fuerte correlación que mantiene con el precio del cobre y por ende con el crecimiento global, particularmente en China.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, 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, Victor Hugo Cortes Castro, 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.

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 MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC. Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. 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.