

Selección de emisoras

Nuestras opciones favoritas para 2013

Desde mediados de noviembre pasado el índice de la BMV ha registrado un buen avance — +10.8% nominalmente y +16.2% en dólares — impulsado por los sólidos fundamentos con los que cuenta la economía mexicana, y que le han permitido separarse de sus pares internacionales. Algunos de los fundamentos que han provocado que México resalte entre las economías emergentes y desarrolladas son: tasas bajas sostenibles, una transición política estable y menores primas de riesgo. Sin embargo, el más importante es la expectativa de que se aprueben reformas estructurales que podrían potenciar el crecimiento de la economía mexicana en los próximos años siendo así un destino favorito para los inversionistas institucionales. La entrada de flujos hacia la BMV ha provocado el alza en los precios de las acciones y por ende en sus valuaciones, éstas podrían permanecer así durante un tiempo prolongado, al considerar que la contraparte, el costo del dinero, deberá permanecer en los bajos niveles actuales, sino es que todavía bajar más. En octubre pasado introdujimos un objetivo de 47,500 para el IPC, y en base a los niveles actuales que rozan ya los 45 mil puntos, el rendimiento potencial luce modesto por lo que una buena selección de emisoras es fundamental para poder maximizar el rendimiento de los portafolios. En este documento identificamos algunas emisoras que tienen buenos fundamentos y espacio para una apreciación en su precio durante 2013.

Escenario base para el IPC en 2013: 47,500pts

Determinamos el índice objetivo mediante el cálculo por precios objetivo para cada una de las emisoras que conforman el índice y su ponderación específica. Consideramos que esta metodología es mejor que la valuación por múltiplos ya que cada uno de los precios objetivo refleja la expectativa de crecimiento individual en las utilidades, la generación de flujo libre de efectivo, su utilización en proyectos de inversión o disminución de deuda y un nivel de valuación que pudiera ser razonable por sus características cualitativas de riesgo así como por las condiciones de cada uno de los sectores. Dado el contexto actual, este objetivo luce alcanzable ya que representa una valuación estimada de 9.3x FV/Ebitda 13e mientras que hoy día, el IPC cotiza con un múltiplo FV/Ebitda U12m de 10.5x y de 9.8x con las cifras proyectadas del 2013. La temporada de reportes al 4T12 nos permitirá evaluar nuestros precios objetivo y recomendaciones para las emisoras que tenemos en cobertura.

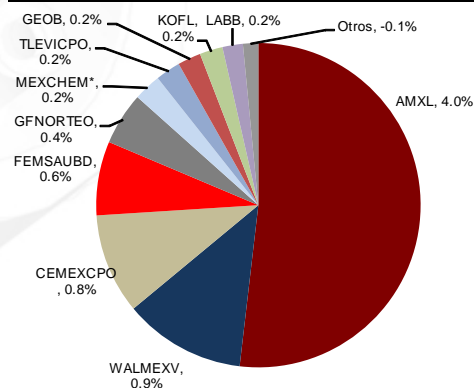
Los sectores que nos gustan en el 2013

Ya desde finales del año pasado y con el inicio de este sexenio algunos sectores se perfilan como ganadores por el contexto económico o por las reformas estructurales que se parecen logrables. Bajo el escenario actual los sectores que podrían resultar atractivos son: infraestructura, químico, consumo y financiero. Para el sector de infraestructura se espera un incremento en la inversión como porcentaje del PIB; en el químico se podrían abrir las puertas para la inversión conjunta con Pemex, (especialmente en gas); en el sector consumo algunas empresas aprovecharon la crisis para realizar adquisiciones expandiendo sus operaciones y en el sector financiero la limitada bancarización de la población y las necesidades de crédito podrían detonar el crecimiento de las utilidades.

¿Cuáles son las emisoras seleccionadas?

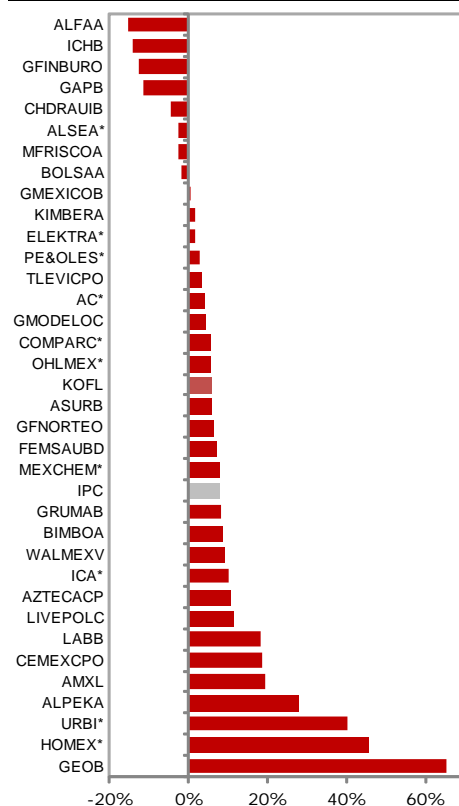
Hemos realizado una selección de ocho emisoras que calificamos como nuestras favoritas para este año en base a criterios puramente fundamentales, y entre las que podemos encontrar aquellas que ofrecen un potencial de crecimiento notable en sus operaciones ya sea en base a la perspectiva sectorial o por resultado de estrategias particulares, las que deberían arrojar una mejora significativa en su posición financiera, las que se encuentran en niveles de valuación inusualmente bajos, o alguna combinación de estos, como los principales factores. Sin duda seguiremos viendo volatilidad en los mercados ya que todavía quedan temas pendientes en el frente fiscal de EU y de Europa y perspectiva de crecimiento de la economía global es moderada. En nuestra selección de emisoras favoritas incluimos a **Alpek, Cemex, Creal, Femsas, Ica, Lab, Mexchem y Pinfra.**

Contribución IPC 2013e (+7.5% total)



Fuente: Banorte-Ixe

Rendimiento esperado 2013, muestra IPC



Fuente: Banorte Ixe, Bloomberg

Alpek

Bien posicionada ante reformas estructurales

Líder con alta exposición a mercados defensivos

Alpek es la empresa petroquímica más grande e importante en México y la segunda más grande en América Latina en términos de ingresos. Opera a través de dos grandes segmentos de negocios: *Cadena de Poliéster* (78% de los ingresos y 71% del EBITDA) y *Plásticos y Químicos* (22% de los ingresos y 29% del EBITDA). La producción de Alpek tiene una amplia gama de aplicaciones de uso final que sirven principalmente a la industria de alimentos y bebidas (76% de sus ventas), bienes de consumo (15%), textiles (7%) y construcción (2%), otorgando a Alpek una fuerte exposición a mercados defensivos.

Fuerte candidata a fortalecerse ante reformas estructurales

La posición de Alpek como líder en la industria donde opera en conjunción con su solidez financiera le permitirá tomar ventaja de nuevos proyectos y/o alianzas estratégicas que pudieran darse gracias a las reformas estructurales del nuevo gobierno, particularmente la energética orientada al gas. Cualquier anuncio positivo relacionado con la ejecución del agresivo plan de inversiones que mantiene la compañía hacia 2016 podría ser un importante catalizador para el precio de la acción. En particular, aquellos proyectos orientados a mejorar la **Integración Vertical** de Alpek y que pudieran realizarse en conjunción con PEMEX. Estos incluyen el desarrollo de una **planta de Px (paraxileno)** en México que cubriría en un 20% las necesidades de este insumo esencial para la producción de PTA, aunado a ahorros en costos de transporte. Y el desarrollo de una **planta de MEG** integrada que le permitirá tomar ventaja de los bajos precios del gas natural. Otros proyectos que se incluyen en el plan de inversiones son los relacionados con **Energía**, a través de tres proyectos de cogeneración, en Cosoleacaque (hoy en construcción), Altamira y Salamanca (2013-2014), y que podrían generar ahorros por alrededor de US\$200 millones anuales; y aquellos con **Expansión de capacidad**, como el proyecto de descuellamiento en Columbia (en construcción) y Pearl River PET (podrían aumentar en 8% la capacidad actual), y el complejo integrado de PTA/PET en Norteamérica (en estudio de factibilidad) que añadiría alrededor de 1.2 millones de toneladas de capacidad, generando alrededor de US\$100 millones en EBITDA hacia 2015.

2013: Sólidos crecimientos

De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, en 2013 Alpek mantendrá un sólido ritmo de crecimiento. Nuestros estimados asumen crecimientos anuales del 16.8% en ingresos y del 11.5% en el EBITDA, resultado de un escenario de estabilidad en los precios tanto de la Cadena de Poliéster como en la de Plásticos y Químicos, pero sobretudo mayores volúmenes que se explican por la expansión de la planta actual de PET en Columbia en la Cadena de Poliéster y cuyo arranque se espera ya en 2013, mientras que en la cadena de Plásticos y Químicos estamos considerando mayores volúmenes principalmente en el negocio de PP y EPS, gracias a una mayor utilización de la capacidad.

PO 2013 P\$42.00 - atractivo potencial de apreciación

De acuerdo a nuestro PO de P\$42.00, las acciones de Alpek brindan un muy atractivo potencial de apreciación, cercano al 30%, y por encima del rendimiento que hoy ofrece el IPC de 6% a cierre de 2013 (47,500 puntos). Por lo anterior nuestra recomendación es de COMPRA. De acuerdo a nuestro precio objetivo las acciones de Alpek cotizarían a un FV/EBITDA 2013E de 8.4x, que representa un descuento cercano al 21% respecto de otras empresas comparables a nivel global y cuyo promedio es de 10.7x.

No debemos olvidar...

Entre los principales riesgos a considerar un deterioro en las variables macroeconómicas, disponibilidad y costo de materias primas, posibilidad de sustitución de productos por otros materiales, cambios en la política de fijación de precios – costos más margen.

Alpek A

16 de enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$): 42.00

Rendimiento Potencial : 29.7%

Precio Objetivo ADR : N.D.

Marissa Garza Ostos

marissa.garza@banorte.com

5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	32.39
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	37.32 - 25.91
Valor de mercado (USD\$ m)	5,430
Acciones en circulación (m)	2,118
% entre el público	17.9%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	133.1

Resultados

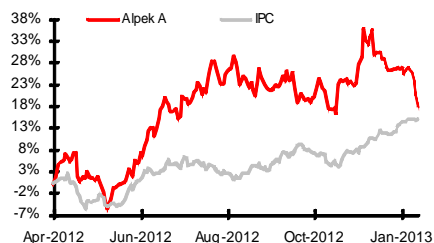
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	90,667	94,964	110,890	115,919
Utilidad Operativa	8,046	7,883	8,887	9,223
EBITDA	9,864	9,999	11,150	11,759
Margen EBITDA	10.9%	10.5%	10.1%	10.1%
Utilidad Neta	4,291	5,585	8,448	9,546
Margen Neto	4.7%	5.9%	7.6%	8.2%
Activo Total	61,958	59,956	74,395	82,529
Disponible	3,584	6,423	8,397	9,376
Pasivo Total	43,211	29,179	35,171	33,761
Deuda	19,682	13,368	12,997	12,345
Capital	15,158	27,423	35,870	45,415

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	10.2x	8.4x	7.1x	6.5x
P/U	16.0x	12.3x	8.1x	7.2x
P/VL	4.5x	2.5x	1.9x	1.5x
ROE	28.3%	26.2%	26.7%	23.5%
ROA	6.9%	9.2%	12.6%	12.2%
EBITDA/Intereses		23.8x	-4.3x	-3.7x
DeudaNeta/EBITDA	1.6x	0.7x	0.4x	0.3x
Deuda/Capital	1.3x	0.5x	0.4x	0.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Cemex

Acelera su recuperación en 2013

Lo peor quedó atrás...

Luego de transitar un prolongado periodo de complicaciones tras su mayor adquisición en 2007—Rinker—, justo antes de que estallara la crisis hipotecaria norteamericana, Cemex ha logrado llevar a cabo pasos importantes durante los últimos trimestres que le colocan en una plataforma sólida para acelerar el proceso de recuperación que ya comenzamos a ver de forma clara desde sus resultados al 2T12. No es que la empresa se encuentra totalmente recuperada al día de hoy en cuanto a operaciones o finanzas, sino el hecho de que para los próximos trimestres deberemos ver consistentes mejoras en ambos frentes, abaratando de forma contundente sus parámetros de valuación.

Revisamos PO a P\$15.4; es una de nuestras favoritas en 2013

Estamos revisando nuestro precio objetivo de P\$15.0 a P\$15.4 principalmente al incluir algunos ajustes modestos en nuestras premisas económicas básicas; esto coloca a Cemex como una de nuestras opciones favoritas en el mercado mexicano, dado el balance de rendimiento potencial y el continuo fortalecimiento operativo y financiero que veremos en los próximos trimestres. Además de lo anterior, incorporamos en nuestras estimaciones un mejor desempeño en cuanto a sus precios de venta para EU, en donde la empresa ha comenzado el año con una implementación de aumentos bastante significativos, y con la intención de seguir un nuevo ajuste a mediados del año; esto para finalmente recuperar el rezago que se ha acumulado en los últimos años. En las demás regiones —México, Europa y Sudamérica—, no estamos haciendo cambios importantes en nuestros supuestos. Nuestro objetivo implica un múltiplo FV/EBITDA fwd de 8.8x a 2013, en línea con el promedio del sector y muy por debajo del promedio de 11.0x a que ha cotizado los últimos cinco años. El precio objetivo implica también un nivel esperado de 1.0x a valor en libros. Decidimos excluir los cálculos basados en P/U y flujos descontados, ya que la fase de recuperación en que la empresa se encuentra provoca distorsiones sensibles en dichos métodos.

2013: cosecha de las mejoras ya iniciadas

Nuestras estimaciones para 2013 reflejan la mejoría que esperamos en dos frentes principales: uno es la gradual recuperación que ya se viene observando en las operaciones de EU, de sus principales subsidiarias pro capacidad, pero hasta hoy no por generación de flujos. El otro es el cambio que ha logrado la empresa en su perfil financiero, esto luego de la ejecución de una estrategia encaminada al refinanciamiento/prepago de deuda, mejoría de la flexibilidad financiera, y reducción de riesgos de refinanciamiento. En este frente se incluye el refinanciamiento de US\$6.7bn bajo el Acuerdo de Refinanciamiento de 2009, el intercambio de deuda logrado en base a la emisión de US\$940m en nuevas notas senior garantizadas con vencimiento en 2019, la oferta de Cemex Latam Holdings, que generó recursos por US\$960m.

Estados Unidos, clave en la recuperación

Fue apenas en el 2T12 que Cemex recuperó la rentabilidad operativa en su unidad norteamericana, esto tras diez trimestres consecutivos de registrar EBITDA negativos en dicha unidad. Y si bien los resultados absolutos que vemos en EU distan mucho de poder ser calificados como sólidos, la realidad es que en el desempeño operativo Cemex se beneficiará tanto de la ausencia de pérdidas operativas, como del creciente contribución que esperamos en esta unidad. Ahora, esperamos que el trabajo de ajuste corporativo y optimización de la estructura de costos y gastos sea suficiente para sostener una operación rentable aún bajo los niveles de operación actual; pero si a ello le sumamos la perspectiva de un repunte, aunque moderado en los volúmenes, así como las ganancias de precio que se esperan, tenemos la posibilidad de sorpresas positivas en esta unidad. Aparte de EU, consideramos que las regiones de México, Sudamérica y Asia observarán un desempeño positivo, aunque nada espectacular, mientras que por el contrario, esperamos que los números deprimidos que vemos hoy día en Europa y Mediterráneo sean un tema recurrente todavía por 2013 y buena parte de 2014.

Cemex CPO

17 de Enero de 2013

Compra

Precio Objetivo (2013 P\$):	15.40
Rendimiento Potencial :	18.5%
Precio Objetivo ADR :	12.32

Carlos Hermosillo Bernal

carlos_hermosillo.bernal@banorte.com

5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	13.00
Precio ADR (USD\$)	10.32
Acciones por ADR	10
Dividendo (retorno)	4.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	13.6 - 7
Valor de mercado (USD\$ m)	11,277
Acciones en circulación (m)	10,917
% entre el público	90.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	430.7

Resultados

(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	188,938	195,288	194,631	194,651
Utilidad Operativa	11,984	14,815	20,552	22,076
EBITDA	29,471	34,469	37,545	39,931
Margen EBITDA	15.6%	17.7%	19.3%	20.5%
Utilidad Neta	-19,127	-5,879	1,505	4,141
Margen Neto	-10.1%	-3.0%	0.8%	2.1%
Activo Total	541,651	472,300	490,408	505,732
Disponible	16,128	6,607	5,382	9,915
Pasivo Total	369,949	331,096	320,448	299,202
Deuda	239,820	214,298	205,784	185,723
Capital	155,101	132,277	161,195	198,037

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	13.5x	11.2x	10.0x	8.8x
P/U	-9.8x	-28.6x	111.7x	40.6x
P/VL	1.0x	1.3x	1.0x	0.8x
ROE	-9.4%	-4.1%	1.0%	2.3%
ROA	-3.1%	-1.1%	0.3%	0.8%
EBITDA/Intereses	2.0x	2.2x	2.4x	2.8x
DeudaNeta/EBITDA	7.5x	6.0x	5.3x	4.4x
Deuda/Capital	1.4x	1.5x	1.2x	0.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Creal

Una historia de crecimiento

SOFOM líder en el otorgamiento de créditos vía nómina

CREAL es una Sociedad Financiera de Objeto Múltiple (SOFOM), que se dedica al otorgamiento de créditos personales de consumo a través de tres tipos de productos: **Créditos con pago vía nómina** a trabajadores sindicalizados, personas jubiladas o pensionadas de dependencias gubernamentales (representa el 83% de la cartera total, 77% ingresos por intereses, con un índice cartera vencida/cartera total 1.3%); **Créditos grupales** (CrediEquipos) a grupos de 12 a 25 mujeres, para financiar pequeñas empresas o negocios (representa 3% cartera, 13% ingresos por intereses, CV/CT 2.8%); y **Créditos para bienes de consumo duraderos** (14% cartera, 10% ingresos por intereses, CV/CT 1.4%).

Ventajas competitivas en un mercado con alto potencial

La experiencia y conocimiento de CREAL le ha permitido posicionarse como la empresa no bancaria líder en el otorgamiento de créditos con pago vía nómina. El nivel de penetración actual de dichos créditos en México es de apenas 16%, y CREAL estima que tiene una participación del 34%. La compañía cuenta con una extensa red de originación de créditos, destacando dentro de sus fortalezas: **integración vertical**, gracias a la adquisición de participaciones minoritarias y derechos de exclusividad con los principales originadores de crédito vía nómina, *Directodo*, *Publiseg* (49%), y *Crédito Maestro* (41%); **alta calidad de sus activos**, con un índice de CV/CT (2.0% al 2011) de por debajo de del promedio de la industria de 3.1%; **acceso a diversas fuentes de fondeo** que incluyen los mercados bursátiles de deuda, una de sus principales ventajas frente a otros.

Estimados 2013: Fuertes crecimientos por delante

Con base en las estrategias establecidas por CREAL y las perspectivas favorables para el sector donde opera, anticipamos crecimientos interesantes en 2013. A nivel neto esperamos un incremento en las utilidades del 65% A/A al ubicarse en P\$1,005 millones. Esto se explicaría no solo por el crecimiento en el Margen Financiero (+36% A/A - sustentado en el crecimiento de la cartera del 29%), sino también por una contribución importante de las utilidades de subsidiarias. Recordemos que derivado de las adquisiciones minoritarias realizadas en 2011 y 2012, la participación en subsidiarias beneficiará de manera importante el resultado neto. Estimamos que en 2013 estas deberán ubicarse en alrededor de P\$171 millones, representando cerca del 17% de las utilidades estimadas para 2013, y mostrando un crecimiento superior al 100% respecto de las cifras 2012E. De esta forma, anticipamos un sólido ROE del 25.9% en 2013. Por lo que respecta al índice de CV/CT deberá ubicarse en 2.1% en 2013 vs 2.0% en 2012.

Atractivo potencial de apreciación, pero baja bursatilidad.

De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, nuestro precio objetivo **PO2013 es de P\$27.00**, que representa un **rendimiento potencial del 24.4%** sobre precios actuales, y por encima del rendimiento que hoy ofrece el IPC de 6% a cierre de 2013 (47,500 puntos). Por lo anterior nuestra recomendación es de **COMPRA**. De acuerdo a nuestro PO de P\$27.00, las acciones de CREAL* estarían cotizando a un múltiplo P/U 2013E de 10.5x, por debajo del promedio del sector de 12.5x. En nuestro modelo estamos utilizando un premio de mercado de 6.5% superior al que usualmente utilizamos por tratarse de una SOFOM no regulada, con una alta concentración en el segmento de pagos vía nómina y fuerte dependencia de sus distribuidores. Asimismo, preferimos ser cautelosos ante la baja bursatilidad de la emisora. Consideramos que los niveles de valuación actuales son atractivos tomando en consideración las altas tasas de crecimiento esperadas en las utilidades, elevados indicadores de rentabilidad (ROE y ROA por arriba de la industria) y bajos índices de CV/CT.

Riesgos

Entre los principales riesgos sobresalen: CREAL es una SOFOM no regulada; tiene una elevada concentración de la cartera en créditos de nómina y una fuerte dependencia de sus distribuidores. Adicionalmente, factores relacionados con la creciente competencia y el deterioro económico en general.

CReal *

16 de enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	27.00
Rendimiento Potencial :	27.2%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Marissa Garza Ostos
marissa.garza@banorte.com
 5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	21.23
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retomo)	N.D.
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	22.00 - 21.30
Valor de mercado (USD\$ m)	652
Acciones en circulación (m)	389
% entre el público	27.0%
Operatividad diaria promedio (P\$ m)	15.9

Resultados

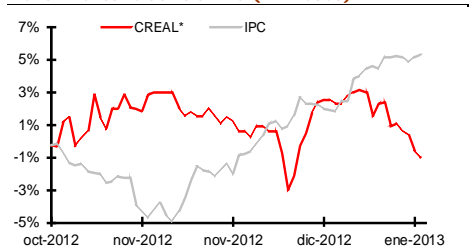
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos Financier	1,912	2,082	2,544	2,988
Margen Financiero	1,300	1,440	1,960	2,347
Estim Prev p/Rie	309	250	310	344
Utilidad de Operaci	469	651	1,048	1,258
Utilidad Neta	416	608	1,005	1,239
Margen Neto	21.7%	29.2%	39.5%	41.5%
Activo Total	8,353	11,776	12,980	14,670
Cartera Vigente	5,403	6,585	8,492	10,088
Cartera Vencida	109	133	180	215
Pasivo Total	6,892	8,389	8,607	9,022
Capital	1,460	3,387	4,373	5,648

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
P/U		14.1x	8.4x	6.2x
P/VL		2.5x	1.9x	1.5x
ROE	28.5%	25.1%	25.9%	24.7%
ROA	6.1%	6.0%	8.1%	9.0%
MIN	17.8%	18.1%	19.1%	19.2%
CV/CT	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
Prov/CT	2.4%	2.0%	2.1%	2.1%

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Femsa

¡Nuevas Vías de Crecimiento...!

FEMSA atractiva alternativa de inversión

Femsa a través de su división de bebidas (KOF) ha sido participe del escenario de consolidación del sector refresquero en México y este año explorará nuevos territorios en otros continentes aunado a que crecerá en nuevos nichos de negocio como lácteos. Asimismo en la división de comercio en conjunto con el crecimiento en unidades (mil en 2013) que deberá realizar este año, ha abierto una nueva puerta hacia un nuevo sector como lo es el farmacéutico. Derivado de lo anterior estimamos que deberá seguir presentando sólidos resultados este año a ritmo de doble dígito tanto en ingresos como en EBITDA. Los crecimientos estarán impulsados por: a) Indicadores económicos optimistas en cada uno de los mercados en los que participa –México, Brasil, Colombia-; b) crecimiento en KOF por las fusiones (México y Filipinas); c) mejora en volúmenes y ganancias de participación de mercado en los territorios recién adquiridos; d) contribución de nuevos negocios (lácteos, farmacias). A lo anterior se tiene una expectativa positiva respecto a pago de dividendos. Todo lo anterior posibilitaría para FEMSA rendimientos por arriba del estimado para el IPC en 2013.

OXXO: mayor penetración, mayores servicios

Para Oxxo, consideramos en 2013 crecimientos de 18% en ingresos y de 20% en EBITDA con base a: 1) crecimiento orgánico con la expansión en 1,000 unidades en México, llegando a 11,600 unidades totales; 2) Avance de 7.0% en VMT, manteniéndose por arriba de la industria impulsadas por: a) segmentación en las líneas de venta (áreas de oficinas, hogares, etc; b) desarrollo de nuevas categorías (Fast Food); c) mayores servicios que impulsará el tráfico. Cabe mencionar que Oxxo tiene actualmente acuerdos con más de 500 empresas para que se pueden realizar a través de sus tiendas pagos de bancos, multas, servicios telefónicos, e incluso pagos de compras por internet, como boletos de avión, ropa y zapatos; d) mejora en su target de precios, para ser más competitivo; d) Otros, como lo es la incursión en el segmento de farmacias, mercado muy fragmentado donde los principales competidores son Farmacias Guadalajara con 1000 tiendas y Benavides con 800.

KOF... ¡En Filipinas!

Para la división de refrescos, estimamos un crecimiento en ingresos y EBITDA de 15% y 21% en ambos casos. Consideramos que los ingresos tendrán un desempeño positivo derivado de: 1) Una mejor ecuación en precio y volumen. Creemos que el dinamismo económico en México y en Latinoamérica, le permitirán una mayor flexibilidad para mover precios, 2) estrategia basada en extensiones de línea con las categorías no carbonatadas (jugos y agua y lácteos) e innovación en empaques; 3) estabilidad en los precios de ciertos insumos como el azúcar. 4) Las sinergias relacionadas con las fusiones en México que seguirán este año. Adicionalmente, consideremos que la empresa seguirá buscando la adquisición de los embotelladores restantes del sistema Coca Cola (Grupo Yoli, Bepensa o Grupo Rica) en México, también ven oportunidades de crecimiento en mercados como Brasil. Brasil es un mercado en el que cuenta con el 30% de mercado y existen muchos embotelladores independientes sujetos a ser adquiridos. En Argentina y Colombia, las oportunidades pueden generarse dado el bajo nivel de consumo per capita. Filipinas luce como un mercado atractivo con base a (i) perspectivas de crecimiento económico, (ii) una economía impulsada por el consumo privado, (iii) representa una industria de bebidas de crecimiento.

Precio Objetivo 2013.

Con base en una metodología por suma de partes, llegamos a un valor estimado para las acciones de FEMSA de Ps143.50. Nuestro ejercicio toma en consideración los múltiplos estimados para 2013 para Oxxo y KOF, así como la participación de 20% en Heineken participación.

Riesgos.

Menor crecimiento en la región; presiones alcistas en insumos; c) exposición regulatoria y cambiaria en los mercados que opera.

FemsaUBD

16 de Enero de 2013

MANTENER

Precio Objetivo (2013 P\$): 143.50
Rendimiento Potencial : 6.0%
Precio Objetivo ADR : 112.11

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta_mondragon@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	135.34
Precio ADR (USD\$)	106.87
Acciones por ADR	10
Dividendo (retorno)	1.7%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	134.68 - 88.64
Valor de mercado (USD\$ m)	38,240
Acciones en circulación (m)	3,578
% entre el público	68.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	284.1

Resultados

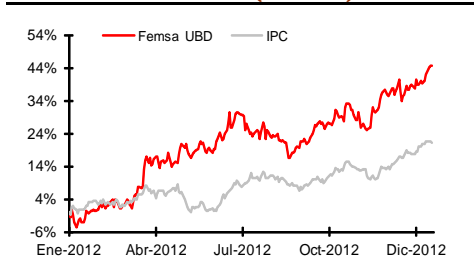
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	203,044	240,040	275,328	306,970
Utilidad Operativa	26,904	28,575	34,340	37,519
EBITDA	33,446	36,986	43,559	46,883
Margen EBITDA	16.5%	15.4%	15.8%	15.3%
Utilidad Neta	15,133	19,717	22,054	22,054
Margen Neto	7.5%	8.2%	8.0%	7.2%
Activo Total	261,882	276,058	288,232	299,854
Disponible	25,841	30,031	30,031	30,031
Pasivo Total	69,889	60,184	62,738	63,974
Deuda	29,575	30,815	25,711	25,711
Capital	144,138	158,455	165,517	173,141

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.5x	17.4x	11.3x	10.2x
P/U	24.6x	28.4x	23.7x	21.8x
P/VL	2.7x	3.2x	2.9x	2.8x
ROE	10.5%	13.0%	13.6%	13.0%
ROA	5.8%	7.3%	7.8%	7.5%
DeudaNeta/EBITDA	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.1x
Deuda/Capital	0.2x	0.2x	0.2x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Ica

De frente al nuevo sexenio

En sectores prioritarios y con amplia historia

ICA es la empresa de ingeniería, procuración y construcción más grande de México con una amplia historia en el país. La compañía opera en sectores defensivos, prioritarios para el gobierno y que son claves para impulsar el desarrollo económico del país. Posee la estructura operativa más robusta entre las desarrolladoras de infraestructura nacionales, lo cual le permite adjudicarse un gran número de los proyectos de mayor importancia. Participa en los segmentos de Construcción Civil (44.6% del Ebitda U12m) y Construcción Industrial (6.1%); Concesiones (carreteras, plantas de agua, presas, etc, 30.9% del Ebitda U12m) y Aeropuertos (Oma con el 23.5%); y Vivienda (5.2%), en el que recientemente combinó la mayor parte de sus activos con Javier.

Buen panorama sexenal para el sector infraestructura

Las expectativas que se tienen de inversión para el sector de infraestructura en el este sexenio que inicia son alentadoras. De acuerdo al Colegio de Ingenieros Civiles de México, como porcentaje del PIB, la inversión en infraestructura se estima sea de 5.5% para el periodo 2013-2018 vs. 4.7% en 2008-2011, 3.9% en 2004-2007 y 3.2% en 2000-2003. Consideramos que por su tamaño, historia, activos y experiencia, Ica se beneficiará de gran parte de los proyectos que se estarán licitando en los que decida competir.

2013: Seguirán crecimientos operativos en año de transición

Nuestras estimaciones para 2013 de ICA consideran un crecimiento de 6.4% en Ingresos Totales y +15.8% en EBITDA Ajustada (excluyendo costos financieros registrados en la estructura de costos), de tal forma que con dichos crecimientos prevemos un margen EBITDA de 15.6% vs. 14.4%e para 2012. Creemos que los principales catalizadores de crecimiento de la compañía en sus resultados para este año serán la maduración del segmento Concesiones, en el que entran en operación 7 proyectos actualmente en construcción —aproximadamente en los próximos 6 meses—, el crecimiento en el segmento Aeropuertos (buen desempeño del tráfico de pasajeros) y un nivel de Backlog que dado su nivel cercano a récords históricos, atenuará la desaceleración en Construcción.

Sólido Backlog apoyará en 2013

Considerando el arranque del gobierno actual, esperamos que el Backlog de Ica disminuya en los próximos meses; no obstante, la compañía debería ser capaz de transitar el año sin sobresaltos gracias al nivel actual: P\$42,488m al 3T12 (13 meses de ventas a ritmo de los primeros 9 meses 2012). Por otro lado, Ica señaló que tiene más de 100 proyectos potenciales de infraestructura en los que podría participar, y estima un pipeline de proyectos potenciales en el segmento de Concesiones con valor aproximado de P\$96,770m y de US\$21,200m en Construcción Industrial. Asimismo, el valor de la cartera de proyectos potenciales en países de América Latina donde ya opera es de US\$38,900m. Más allá de los resultados operativos y financieros, el desarrollo del Backlog será unos de los puntos cruciales en meses por venir.

Una vez pagada la deuda de la Yesca, seguirá incrementándose

El pago de la deuda de La Yesca en el 4T12 representó una disminución sustancial de la misma (era más del 24% al 3T12, que se ubicó en P\$58,347m). No obstante, prevemos que tras la reducción que veremos en el 4T12 vs. 3T12, la deuda seguirá incrementándose con los proyectos en construcción que tiene que se ejecutarán. Es importante resaltar que el perfil de deuda de la compañía está orientado a Largo Plazo y en su gran mayoría se componen de deuda-proyecto que representa un riesgo menor a nivel corporativo, aislando los factores de riesgo relacionados a la ejecución normal en la industria.

PO 2013E de P\$38.0

Nuestro Precio Objetivo para Ica para finales de 2013 es de P\$38.0 por acción, con un rendimiento potencial de 10.7% con base en el nivel actual de precio. Este PO es resultado del promedio de 3 métodos de valuación: por Múltiplos FV/EBITDA (P\$36.0), por Suma de Partes (P\$37.0) y por Flujos Descontados (P\$41.0); este objetivo sustenta nuestra recomendación de "Compra". Hay que señalar que si bien ofrece un rendimiento atractivo, también la consideramos como una opción de inversión de mayor riesgo, dado el perfil de endeudamiento.

Ica*

16 de Enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	38.00
Rendimiento Potencial :	10.7%
Precio Objetivo ADR :	11.88

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixe.com.mx

5004-5144

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	34.34
Precio ADR (USD\$)	10.86
Acciones por ADR	4
Dividendo (retorno)	-
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	34.88 - 17.44
Valor de mercado (USD\$ m)	1,651
Acciones en circulación (m)	605
% entre el público	90.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	91.1

Resultados

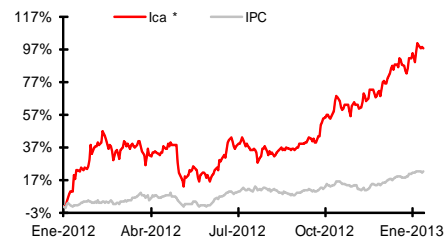
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	42,769	48,828	51,964	56,388
Utilidad Operativa	3,696	3,884	4,404	5,239
EBITDA Aj.	6,588	7,010	8,116	8,913
Margen EBITDA Aj.	15.4%	14.4%	15.6%	15.8%
Utilidad Neta	1,480	1,546	1,616	1,429
Margen Neto	3.5%	3.2%	3.1%	2.5%
Activo Total	98,888	102,838	107,140	114,542
Disponible	10,818	6,217	8,905	9,922
Pasivo Total	78,064	82,985	86,811	94,044
Deuda	50,034	50,192	54,225	61,877
Capital	20,824	19,853	20,328	20,499

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	9.7x	9.8x	8.6x	8.7x
P/U	14.0x	13.5x	12.9x	14.6x
P/VL	1.2x	1.3x	1.3x	1.3x
ROE	9.2%	9.2%	10.3%	9.2%
ROA	1.7%	1.4%	1.6%	1.3%
EBITDA/Intereses	4.3x	3.3x	3.1x	2.8x
DeudaNeta/EBITDA	6.0x	6.3x	5.6x	5.8x
Deuda/Capital	2.4x	2.5x	2.7x	3.0x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Lab

Con las antenas puestas en el exterior

Exitosa Historia

Genomma Lab es una de las empresas de mayor crecimiento en la industria de productos farmacéuticos OTC, medicamentos genéricos y productos para el cuidado personal en México, con una creciente presencia a nivel internacional (+ 14 países). La compañía se dedica al desarrollo, venta y promoción de gran variedad de productos de diversas marcas, siendo varias de éstas líderes en la categoría en la cual compiten en términos de ventas y participación de mercado

Mercados con Importante Potencial

El principal mercado de LAB es México donde el valor de mercado de productos farmacéuticos OTC, alcanza un valor superior a los \$20,000mdd, mientras que el valor de la categoría de cuidado personal asciende a cerca de los \$76,000mdd. Por otro lado, tiene una presencia creciente en EUA que cuenta con una población aproximada de alrededor de 50 millones de hispanos, los cuales de acuerdo con Nielsen tienen un poder adquisitivo cercano a \$1bdd por año, el cual se estaría incrementando a \$1.5bdd hacia 2015. México a pesar de ser un mercado maduro, con una buena tasa de penetración, puede seguir creciendo a tasas de doble dígito, aunque los crecimientos serían menores que en mercados más jóvenes. En EUA, LAB observó tasas de crecimiento cercanas al 80.0% durante 2012, con una muy baja tasa de penetración, lo que lo hace un mercado muy atractivo para crecer con un potencial igual ó superior al de México. Adicionalmente la emisora tiene operaciones en Centro y Sudamérica, siendo Argentina uno de sus principales mercados en la región.

Impulsarán resultados adquisiciones y crecimiento internacional

Anticipamos un crecimiento para LAB en 2013, del orden de 21.0% en Ventas y 20.0% en Ebitda. Los resultados, deberán verse apoyados por la reciente adquisición de más de diez nuevas marcas en los últimos meses, así como también por un mayor dinamismo de las operaciones internacionales. Estimamos que EUA como país, será el principal motor del crecimiento internacional. La reciente prueba piloto con la minorista Walgreens en EUA ha concluido con buenos resultados y creemos que las negociaciones estarán derivando en una presencia mucho más fuerte de los productos de LAB en un gran porcentaje de las farmacias Walgreens. La manufactura local en algunos países de Sudamérica como Argentina, permitirá tener abiertos los cupos de importación y la exportación a países de la región, lo que sumado a una mayor masa crítica deberá estar impulsando los márgenes, estimamos una mejora de 80pb en el Margen Ebitda a niveles de 26.8%.

Estructura Financiera

Actualmente, Genomma es una empresa que opera con poca deuda, el modelo de negocio no es intensivo en capital, lo que le permite usar buena parte de su efectivo, para concretar adquisiciones de marcas de renombre que han caído en el olvido. La empresa tiene un gran historial relanzando marcas y colocándolas en los primeros lugares de su categoría, lo que se consigue en un tiempo mucho menor que si se lleva a cabo el lanzamiento de una marca completamente nueva. La empresa al cierre del 3T12 contaba con una razón DN/Ebitda de 1.0x. Estimamos que la compañía al cierre de 2013, podría estar generando alrededor de \$1,200mdp de flujo libre, con lo que la razón DN/Ebitda bajaría a 0.4x.

Valuación

El múltiplo FV/Ebitda actual de Genomma es de 13.6x, lo que implica un descuento de 15.0% vs su promedio U3a de 16.0x. Además, en base a nuestras proyecciones para 2013, el múltiplo FV/Ebitda 2013E es de 10.0x. En el 2012, uno de los factores que impactó significativamente el desempeño de la emisora fue la comunicación de la compañía con el mercado. En nuestra opinión, LAB se ve como una interesante historia de crecimiento, con un atractivo descuento en su valuación por lo que recomendamos COMPRA con un PO2013E de \$33.0.

LAB B

16 de Enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	33.00
Rendimiento Potencial :	18.5%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx

5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	27.85
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	28.99 - 21.88
Valor de mercado (USD\$ m)	2,321
Acciones en circulación (m)	1,053
% entre el público	32.3%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	104.1

Resultados

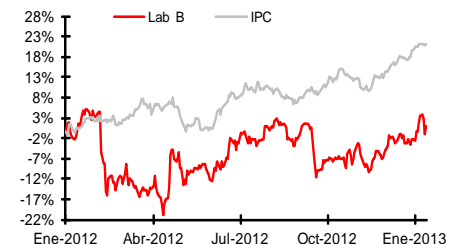
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	8,075	9,730	11,834	14,320
Utilidad Operativa	2,057	2,495	3,111	3,800
EBITDA	2,139	2,549	3,166	3,873
Margen EBITDA	26.5%	26.2%	26.7%	27.0%
Utilidad Neta	1,397	1,666	1,901	2,691
Margen Neto	17.3%	17.1%	16.1%	18.8%
Activo Total	9,189	12,340	13,892	15,576
Disponible	1,539	971	1,156	3,028
Pasivo Total	3,605	5,734	5,996	6,386
Deuda	970	3,079	2,533	2,084
Capital	5,542	5,945	7,106	8,271

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.2x	13.1x	10.0x	8.2x
P/U	22.6x	19.8x	15.4x	10.9x
P/VL	5.8x	4.5x	4.1x	3.5x
ROE	25.2%	29.0%	29.1%	35.0%
ROA	15.2%	15.5%	14.5%	18.3%
EBITDA/Intereses	52.6x	13.4x	15.9x	17.3x
DeudaNeta/EBITDA	-0.3x	0.8x	0.4x	-0.2x
Deuda/Capital	0.2x	0.5x	0.4x	0.3x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Mexchem

Más adquisiciones en puerta

Líder en la industria petroquímica

Mexchem es una empresa líder a nivel global en la industria petroquímica, que opera a través de tres cadenas de negocio: **Cadena de Cloro-Vinilo**, enfocada en la extracción de cloro (para la producción de PVC) y sosa cáustica – representa 37% de los ingresos y 30% del EBITDA; **Cadena de Fluor**, enfocada en la extracción de fluorita y su transformación en ácido fluorhídrico para la producción de fluorocarbonos (flujo para industrias cementeras y del acero y refrigerantes) – 17% de los ingresos y 36% de EBITDA; y **Soluciones Integrales**, especializada en la producción de sistemas de tuberías de PVC para la conducción de fluidos, sistemas de suministro de agua y soluciones agrícolas – 46% de los ingresos y 34% del EBITDA.

Integración vertical difícil de replicar

La estrategia de negocio ha estado sustentada no sólo en crecimiento orgánico sino también en importantes adquisiciones realizadas a lo largo de la historia lo que le ha permitido una importante expansión, pero sobretodo una integración vertical de los procesos de producción difícil de replicar que se ha visto reflejado en mayores márgenes y menor volatilidad. Adquisiciones más recientes: Alphagary (2011), Fluorita de México (enero 2012) y Wavin (mayo 2012).

Reciente inyección de capital abre las puertas a más adquisiciones

Con la reciente inyección de capital por US\$1,150 millones, la compañía se encuentra evaluando distintas alternativas con el objetivo de continuar fortaleciendo sus distintas cadenas de negocio que esperamos se den a conocer próximamente. En Fluor, Mexchem pretende extender su cadena a través de la producción de fluorelastómeros y fluoropolímeros (materiales de cualidades únicas y resistencia poco frecuente a químicos y al calor - teflón) a partir de los gases refrigerantes, y podríamos ver alguna adquisición o alianza relacionada con ello, dado el atractivo potencial de expansión en los márgenes. En la cadena de cloro-vinilo, por el momento, dentro de las principales iniciativas estratégicas que la compañía ha dado a conocer y que le permitirían una mejor integración vertical son aquellos relacionados con la cadena de VCM (monómero de cloruro de vinilo) uno de los principales insumos para el PVC. Estos incluyen la firma de un acuerdo con Occidental Chemical Corporation's Group (Oxy) y la alianza estratégica con Pemex, recientemente aprobada, y a través de la cual se creará una nueva empresa con el objetivo de integrar la cadena de VCM en México.

Visión 20/20/20

Como parte del proceso de crecimiento e integración vertical de la compañía, Mexchem mantiene el objetivo de lograr crecimientos de al menos 20% en ventas netas y EBITDA por año y un Rendimiento sobre Capital (ROE) también del 20%. Si bien esto es algo que la compañía ha logrado obtener a lo largo de los últimos años, consideramos es algo difícil de mantener únicamente a través de crecimiento orgánico. Por el momento, y sin considerar adquisiciones, nuestros estimados para 2013 asumen crecimientos del 16.6% en ventas y del 17.0% en EBITDA, con un flujo libre de efectivo por P\$6,083 millones y un CAPEX de US\$800 millones.

PO 2013 P\$80.00, sin adquisiciones

De acuerdo a nuestro PO de P\$80.00, las acciones de Mexchem brindan un potencial de apreciación cercano al 10%, y por encima del rendimiento que hoy ofrece el IPC de 6% a cierre de 2013 (47,500 puntos). No obstante es importante mencionar que este precio no incluye cualquier alianza y/o adquisición estratégica que pudiera generar mayor valor para los inversionistas y que en su caso, podrían ser un importante catalizador para el precio de las acciones. Por lo anterior, reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. De acuerdo a nuestro precio objetivo las acciones de Mexchem cotizarían a un FV/EBITDA 2013E de 10.1x, por debajo y del múltiplo 2013E actual de 10.9x.

Mexchem *

16 de enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	80.00
Rendimiento Potencial :	9.9%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Marissa Garza Ostos

marissa.garza@banorte.com

5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	72.81
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	75.72 - 42.58
Valor de mercado (USD\$ m)	12,102
Acciones en circulación (m)	2,100
% entre el público	57.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	228.0

Resultados

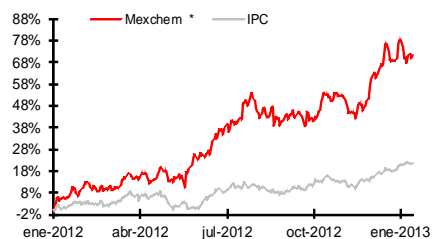
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	47,310	66,903	77,987	86,231
Utilidad Operativa	7,283	10,727	12,727	14,143
EBITDA	10,271	14,770	17,274	19,102
Margen EBITDA	21.7%	22.1%	22.2%	22.2%
Utilidad Neta	2,711	7,283	10,542	13,318
Margen Neto	5.7%	10.9%	13.5%	15.4%
Activo Total	60,457	102,555	115,633	130,106
Disponible	7,320	23,818	26,129	31,165
Pasivo Total	36,392	57,457	59,993	61,148
Deuda	20,628	32,889	32,355	30,769
Capital	23,993	44,831	55,372	68,690

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	9.4x	13.7x	10.4x	9.4x
P/U	22.3x	31.8x	14.4x	11.4x
P/VL	3.4x	5.7x	2.7x	2.2x
ROE	11.3%	21.2%	21.0%	21.5%
ROA	4.5%	8.9%	9.7%	10.8%
EBITDA/Intereses	8.1x	8.2x	-7.8x	-7.2x
DeudaNeta/EBITDA	1.3x	0.6x	0.4x	0.0x
Deuda/Capital	0.9x	0.7x	0.6x	0.4x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Pinfra

Infraestructura con valor incremental

Pinfra*

16 de Enero de 2013

COMPRA

Precio Objetivo (2013 P\$):	96.00
Rendimiento Potencial :	7.9%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixe.com.mx

5004-5144

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	88.98
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	-
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	89.50 - 54.48
Valor de mercado (USD\$ m)	2,682
Acciones en circulación (m)	381
% entre el público	46.1%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	51.1

Resultados

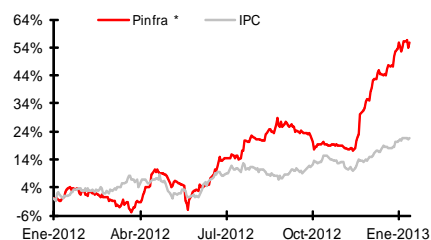
(cifras en millones de pesos)

	2011	2012E	2013E	2014E
Ingresos	4,289	4,461	5,224	5,836
Utilidad Operativa	2,459	2,663	3,232	3,613
EBITDA	2,819	3,020	3,594	4,016
Margen EBITDA	65.7%	67.7%	68.8%	68.8%
Utilidad Neta	1,005	1,259	1,701	1,882
Margen Neto	23.4%	28.5%	32.8%	32.5%
Activo Total	15,492	14,863	15,877	16,785
Disponible	3,801	921	1,802	2,572
Pasivo Total	11,378	9,762	9,060	8,071
Deuda	10,101	9,258	8,337	7,317
Capital	4,114	5,102	6,817	8,713

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012E	2013E	2014E
FV/EBITDA	13.9x	14.0x	11.2x	9.6x
P/U	32.6x	26.9x	19.9x	18.0x
P/VL	9.3x	6.6x	5.0x	3.9x
ROE	26.4%	24.7%	25.0%	21.6%
ROA	6.5%	8.5%	10.7%	11.2%
EBITDA/Intereses	2.9x	3.2x	3.9x	3.8x
DeudaNeta/EBITDA	2.6x	2.8x	1.8x	1.2x
Deuda/Capital	2.9x	1.8x	1.2x	0.8x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



La más importante en cuanto a número de carreteras operadas

Pinfra se dedica a la promoción, desarrollo, construcción, financiamiento y operación de proyectos de infraestructura en México contando con más de 40 años de experiencia en el mercado mexicano y latinoamericano. Desde el principio de este siglo, la compañía se transformó de ser una empresa primordialmente constructora, a ser una de las empresas más grandes de concesiones de infraestructura de transporte en México; hoy es el operador más importante de carreteras en México en número de carreteras, y el segundo por kms. operados. Sus áreas de negocio están formadas por Concesiones (83.7% de ingresos totales 2012E) —la principal—, Manufactura (10.7% de ingresos totales 2012E) y Construcción (5.6% de ingresos totales 2012E).

Fortalezas interesantes atraen valor

Pinfra cuenta con fortalezas relevantes que en nuestra opinión la distinguen como una opción atractiva en el sector. La característica clave es su generación de efectivo, predecible y creciente a largo plazo, soportado por un portafolio de carreteras concesionadas a largo plazo y diversificadas geográficamente, que ofrecen una buena resistencia a los ciclos económicos. Adicionalmente, su posición financiera le aporta la capacidad de explotar nuevas oportunidades e incorporarlas a su modelo de negocios, desde la identificación de proyectos, su promoción, la participación como inversión estratégica, y por supuesto la administración eficaz con un enfoque centrado en la generación de flujos. Pinfra cuenta con un equipo directivo con amplia experiencia en la industria, que le ha permitido incrementar su participación en un sector clave y estratégico para el gobierno, desde su transformación a una operadora de infraestructura pura. De esta forma, la posición competitiva de Pinfra en el sector, le provee de una oportunidad interesante para continuar con el crecimiento que la ha caracterizado, tomando en cuenta que las perspectivas de inversión para el sector infraestructura en el próximo sexenio son alentadoras.

Estimados 2013...con aumento en rentabilidad

Para 2013 estimamos un dinamismo importante que provendrá de su área central, concesiones, que contribuirá a generar crecimientos a nivel consolidado de 17.1% en ingresos, así como de 19.0% en Ebitda. Esperamos que en el 2013 se acelere el crecimiento de los resultados operativos debido a la incorporación reciente del paquete carretero del Estado de Puebla, así como el inicio de operaciones de la autopista Tlaxcala-Puebla. Asimismo, anticipamos que la compañía aumentará su rentabilidad, ubicándose el margen Ebitda 2013E en 68.8%, respectivamente, por arriba del 2012E de 67.7% (66.9% en los primeros 9 meses del 2012). Se trata de un beneficio de escala: el aumento estimado en sus ingresos enfrentará una base estable en costos de operación y mantenimiento de las concesiones. Dicho segmento es el mayor generador de flujo para Pinfra y dentro de éste, las siguientes carreteras son las principales: México-Toluca, Peñón-Texcoco, Ecatepec-Pirámides, Armería-Manzanillo, San Martín-Textmelucan, Ecatepec-Peñón y el paquete carretero de Puebla. Por su parte, al terminal de Altamira y la planta de Atlipac (asfalto), también tendrán un aporte positivo en la generación de flujo de la compañía.

Precio Objetivo 2013e de \$96.0 pesos

Para valorar Pinfra utilizamos el método de Flujos Descontados. Consideramos que a través de este método reflejamos eficientemente el valor residual de las carreteras bursatilizadas, que forman parte importante del valor de la compañía, y cuya contribución en los números reportados, así como en los múltiplos en ejercicios recientes, es menor. A través de dicho método, el PO obtenido es de P\$96.0, lo cual representa un rendimiento potencial de 7.9%.

Riesgos

Los principales riesgos que identificamos para Pinfra son: sensibilidad a menor crecimiento económico, riesgos por retrasos en construcción, riesgo de no pago de deuda de carreteras bursatilizadas, revocación de concesiones, riesgo de posible modificación a la regulación de las autopistas de cuota e inseguridad en el país.

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, 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, Juan Ignacio Neri, María de Lourdes Camacho y Astianax Cuanalo, 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	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 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 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, 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.

Directorio de Análisis

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	alejandrocervantes@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
Julieta Alvarez	Asistente Dirección Ejecutiva	julieta.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
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuanalo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
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
Raquel Moscoso	Comercio / Comercio Especializado	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5335 - 3302
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
María de Lourdes Camacho	Edición Bursátil	mariadelourdes.camacho@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9961

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@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9925

Banca Mayorista

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