



La Bolsa Mexicana de Valores y sus empresas: Quienes son, consideraciones de inversión, riesgo y perspectivas

Por

Arturo Morales Castro, Licenciado en Economía y Maestro en Finanzas por la UNAM, con estudios en la AMIB, el Mex-Der y en la BMV, autor del libro “Economía y toma de decisiones financieras de inversión”,

Al entrar en el nuevo siglo comprendí que todo lo que ocurre en el mundo puede influir sobre la Bolsa de Valores.

Adaptado de BERNARD BARUCH

Todo inversor debería conocer los acontecimientos fundamentales y los hechos relacionados con la historia de la bolsa.

BENJAMÍN GRAHAM

Introducción

A continuación se presenta un análisis de las principales empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, análisis que presenta: a) La descripción de la empresa, esta descripción responde a la pregunta ¿Quién es la empresa?, b) Consideraciones de inversión, estas consideraciones responden a la pregunta ¿Es el momento para invertir en la compra de acciones de la empresa?, c) Factores de riesgo, estos factores de riesgo responden a la pregunta ¿Qué aspectos de riesgo deben considerarse al invertir?, d) Perspectivas, lo cual responde a la pregunta ¿Cuál será el posible comportamiento del precio de las acciones de la empresa? e) Datos relevantes de la acción, y f) Razones financieras, en donde se presentan las principales razones financieras de la empresa dl 2001 al tercer trimestre del año 2004.

A través de este análisis se busca identificar las tendencias que pueden seguir los precios de las acciones de las principales empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores para que los inversionistas en el mercado bursátil tengan fundamentos al momento de la toma de decisiones financieras de inversión en el mercado accionario.



Las Bolsas de Valores y la Economía

Las empresas que requieren recursos financieros (dinero) para financiar su operación ó proyectos de expansión, pueden obtenerlo a través del mercado bursátil, mediante la emisión de valores ([acciones](#), [obligaciones](#), [papel comercial](#), etc.) que son puestos a disposición de los [inversionistas](#) (colocados) e intercambiados (comprados y vendidos) en las Bolsas de valores, en un mercado transparente de libre competencia y con igualdad de oportunidades para todos sus participantes.

Las bolsas de valores de todo el mundo son instituciones que las sociedades establecen en su propio beneficio. A ellas acuden los [inversionistas](#) como una opción para tratar de proteger y acrecentar su ahorro financiero, aportando los recursos que, a su vez, permiten, tanto a las empresas como a los gobiernos, financiar proyectos productivos y de desarrollo, que generan empleos y riqueza.

Las bolsas de valores son mercados organizados que contribuyen a que esta canalización de financiamiento se realice de manera libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente por todos los participantes en el mercado.



El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) Y La Bolsa Mexicana de Valores

El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores, expresa el rendimiento del mercado accionario, en función de las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa.

Este indicador, aplicado en su actual estructura desde 1978, expresa en forma fidedigna la situación del mercado bursátil y su dinamismo operativo.

Las acciones industriales, comerciales y de servicios, han sido los instrumentos tradicionales del mercado bursátil y, desde su origen tienen como característica la movilidad de precios y la variabilidad de rendimientos.

Las fluctuaciones en la cotización de cada título responden a la libre ley entre la oferta y la demanda en el Mercado, relacionada con el desarrollo de las empresas emisoras y sus resultados, así como, con las condiciones generales de la economía.

La tendencia general de las variaciones de precios de todas las emisoras y series cotizadas en Bolsa, generadas por las operaciones de compraventa en cada sesión de remates, se refleja automáticamente en el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores.

El IPC constituye un fiel indicador de las fluctuaciones del mercado accionario, gracias a dos conceptos fundamentales: primero representatividad de la muestra en cuanto a la operatividad del mercado, que es asegurada mediante la selección de las emisoras líderes, determinadas éstas a través de su nivel de bursatilidad; segundo estructura de cálculo que contempla la dinámica del valor de capitalización del mercado representado éste por el valor de capitalización de las emisoras que constituyen la muestra del IPC



El número de series que conforman la muestra del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) es de 35 pudiendo variar el número de emisoras (en este momento es de 35), como se puede apreciar en el cuadro 1.

Cuadro 1. Empresas Que Conforman El Índice De Precios Y Cotizaciones

Número	Acción	Serie
1	ALFA	A
2	AMTEL	A1
3	AMX	L
4	APASCO	*
5	ARA	*
6	BIMBO	A
7	CEL	V
8	CEMEX	CPO
9	CIE	B
10	COMERCI	UBC
11	CONTAL	*
12	DESC	B
13	ELEKTRA	*
14	FEMSA	UBD
15	GCARSO	A1
16	GEO	B
17	GFBB	B
18	GFINBUR	O
19	GFNORTE	O
20	GISSA	*
21	GMEXICO	B
22	GMODELO	C
23	ICA	*
24	KIMBER	A
25	PE&OLES	*
26	SAVIA	A
27	SORIANA	B
28	TELECOM	A1
29	TELMEX	L
30	TLEVISA	CPO
31	TVAZTECA	CPO
32	VITRO	A
33	USCOM	B-1
34	WALMEX	C
35	WALMEX	V



1. BIMBO A (NYSE:N.A.) GRUPO BIMBO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Grupo BIMBO es una de las empresas de panificación más grandes del mundo, por sus volúmenes de venta y producción. Es líder en el mercado mexicano y en EUA así como en varios países de América Latina en la venta de pan de caja, pan dulce, golosinas, botanas, tortillas, galletas, chocolates y otros. Cuenta con más de 85 plantas en todo el mundo y sus ventas se componen de la siguiente manera: 66% México, 28% EUA y 6% Latinoamérica (OLA). Cuenta con cerca de 15 mil empleados y 57 mil obreros. Las operaciones de OLA más importantes en contribución a ventas son Brasil, Venezuela, Chile, Costa Rica y Colombia. Argentina se rezagó tras la devaluación del 2002.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Líder en todos sus mercados; en México posee gran parte de las marcas de pan de caja. La debilidad de OLA posiblemente haya tocado fondo y si bien continúan las presiones en la economía de la región, la debilidad del consumo está cerca del piso. En EUA la venta de rutas de distribución en 4T02 reflejó menores ventas y márgenes en 1T03 por el retraso en liquidación de personal, pero creemos que la iniciativa es positiva y orientada a una mayor eficiencia. Esperamos que la inversión en tecnología (computadoras de mano y ERP) empiece a generar beneficios en 2S03. el ERP, que integrará la operación automatizada de todo el Grupo funciona ya en 60 y 85 plantas, y solo falta el 18% de la instalación de computadoras manuales a la fuerza de ventas. Ha avanzado en 80% la investigación y desarrollo del programa "Larga Vida", que extenderá la vida de anaquel de productos y con ello se reducirá considerablemente el gasto en distribución. Esperamos expansión de márgenes hacia fin de 2003.

FACTORES DE RIESGO

Se mantiene la contracción económica en Latinoamérica, en donde la rentabilidad operativa refleja una pérdida en los últimos 2 años. El mercado en EUA es altamente competido y por ende con menores márgenes que los observados en México. Cabe destacar que el fortalecimiento en operaciones en EUA abre la puerta al mayor flujo de exportación de producto nacional, con mayores canales de distribución y ampliación de rutas. En México el mercado de golosinas refleja contracción desde hace algunos trimestres; a pesar de ello la participación de mercado de Ricolino se mantiene. El fuerte incremento en los precios del trigo (que para BIMBO fue de 45% en 1T03) es determinante en la rentabilidad de operaciones. Las coberturas de la empresa mitigan el riesgo, pero éste no desaparece del todo. El riesgo cambiario se ha reducido considerablemente dada la mayor participación en ventas de los negocios en EUA.



PERPECTIVAS

Esperamos un moderado crecimiento del volumen en México (+3-5%) y que los precios avancen en línea con la inflación, pero sin crecimiento en términos reales. En EUA esperamos un entorno competido y con posible avance en márgenes; no obstante la competencia, BIMBO podrá activar el volumen a través del intercambio de productos entre regiones dentro de EUA e incluso con México. BIMBO espera que el 100% de las sinergias generadas por la compra de Weston se refleje en el 2003 (25% en 2002). Para OLA continuará la presión en márgenes incluso hacia el 2003. A nivel consolidado, esperamos expansión del margen operativo una vez que se empiecen a reflejar los beneficios de la inversión en tecnología observada en los últimos 2 años; Sin embargo, es posible que un alza en precios de materias primas pueda contrarrestar parte del beneficio.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	ALIMENTOS
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	2.53%
Acciones en Circulación (000)	1,175,800
Rendimiento Estimado '03	18.25%
Valor de Capitalización (000)	19,388,942
Beta	0.66
Volatilidad Diaria 12 M	28.82%
Precio actual	16.49

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.2	1.3	1.4	0.9	0.8	1.3
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.0	1.1	1.2	0.8	0.7	1.2



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	222.6%	216.0%	217.0%	215.0%	217.5%	213.0%
Utilidad Operativa/Ventas	9.8%	7.2%	6.9%	7.4%	6.5%	5.6%
UAIID/Ventas	14.3%	11.7%	11.4%	12.0%	10.07%	9.9%
UAIID12M/Activo Total Prom.	14.0%	9.7%	15.0%	18.0%	12.2%	15.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	12.1	6.2	2.9	3.4	7.7	1.4
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	1.1	0.5	0.5	0.5	0.4	0.1

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	4.37%	56.0%	55.0%	59.0%	56.3%	55.0%
Pasivo Total/Capital Contable	77.6%	127.4%	128.0%	105.0%	129.1%	124.0%
Deuda ME/Deuda Total	95.5%	43.0%	44.0%	44.0%	64.1%	59.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	28.2%	45.5%	45.0%	40.0%	47.1%	45.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	7.7%	3.0%	3.0%	3.0%	29.3%	7.0%



2. COMERCI UBC (NYSE: MCM) CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Es la tercera cadena de autoservicios en México (casi al nivel de SORIANA) en términos de ventas al cierre del 2002. entre los principales formatos de negocio destacan: Comercial Mexicana, Bodega, Mega Comercial y Costco, además de California, una cadena de restaurantes familiares. COMERCI participa al 50% en una asociación con la estadounidense Costco Corp. Que opera la cadena de comercio al medio mayoreo Costco. La participación en ventas por división de producto es de 63% abarrotes y artículos perecederos y 37% mercancías generales y ropa. Los principales formatos de negocio contribuyen a ventas totales en las proporciones siguientes: Comercial Mexicana 42%, Mega Comercial 21%, Costco 18% y Bodega CCM 15%.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

COMERCI se ha visto severamente presionada por la competencia en los últimos años, tanto por el grado de expansión como por la agresiva competencia en precios. De ésta manera, en el 2002 lanzó su nueva estrategia de recuperación de mercado siguiendo a la competencia en la iniciativa de precios más bajos. Esta estrategia ha empezado a reflejar resultados positivos en 1T03, que se vieron impulsados, además, por el beneficio final de haber ganado la licitación de vales de despensa que gastaron los consumidores en tiendas de la cadena durante 4T02 y 1T03. La estrategia de precios bajos permanentes ha permitido mejores negociaciones con proveedores y con ello una importante mejora en margen bruto que ha repercutido en el margen operativo. La estructura financiera de COMERCI es un factor de comparativa desventaja en su sector. Su apalancamiento es de 78% a capital (PT/CC).

FACTORES DE RIESGO

La intensa competencia en el ámbito nacional y la creciente participación de mercado de WALMEX en la zona principal de operación de COMERCI representa una amenaza importante que se ha reflejado en la pérdida de participación de mercado de ésta última. La existencia de pasivos con costo no es óptima para COMERCI dado que la ganancia por operación (margen para 12 meses: 3.03%) se ve reducida al pagar intereses. COMERCI tiene un alto nivel de pasivos (para el sector en que opera) y el pago de intereses 12 meses equivale al 15% del flujo de operación (UAIID) generado en el mismo periodo. Asimismo, la UAIID entre el pasivo financiero neto asciende a 1.15x lo que indica que el 87% del flujo de operación se destina al pago de pasivos.



PERSPECTIVAS

Para el 2003 la perspectiva es un poco mejor al desempeño del último año y el débil comparativo reducirá la presión sobre resultados. Estimamos menor debilidad en las ventas y una posible recuperación en número de clientes, que durante el periodo de gasto de sus vales de despensa (4T02 y 1T03) pudieron constatar que la cadena si está ofreciendo mejores precios al público, dado que ha logrado obtener a su vez mejores precios con proveedores; no obstante, el acelerado ritmo de expansión de la competencia seguirá siendo un factor de presión en el crecimiento de ventas. Un elemento positivo es la operación de las 5 tiendas adquiridas de Auchán, a partir de marzo de 2003. Estas tiendas contaban ya con clientes propios y un ritmo de operación probado. Además de estas 5 tiendas COMERCI podría abrir cerca de 7 u 8 tiendas durante el 2003.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	COMERCIO
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.23%
Acciones en Circulación (000)	1,083,633
Rendimiento Estimado '03	6.38%
Valor de Capitalización (000)	7,477,070
Beta	0.74
Volatilidad Diaria 12 M	37.01%
Precio actual	6.90

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.0	1.0	0.8	0.8	1.0	0.9
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	123.5%	124.4%	125.0%	127.0%	125.3%	125.0%
Utilidad Operativa/Ventas	3.1%	2.9%	3.3%	3.9%	1.7%	2.8%
UAIID/Ventas	5.2%	5.1%	5.5%	6.2%	4.2%	5.3%
UAIID12M/Activo Total Prom.	5.0%	4.2%	8.0%	9.0%	4.5%	8.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	6.0	7.3	7.7	8.2	6.2	3.6
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	3.0	1.6	1.5	1.6	1.2	0.3

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	48.9%	48.9%	49.0%	50.0%	48.6%	48.0%
Pasivo Total/Capital Contable	95.6%	95.7%	98.0%	96.0%	94.6%	93.0%
Deuda ME/Deuda Total	67.8%	63.2%	47.0%	47.0%	58.8%	48.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	14.0%	13.9%	14.0%	14.0%	16.4%	17.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	2.3%	8.3%	37.0%	37.0%	17.5%	37.0%



3. CONTAL * (NYSE: N.A.) GRUPO CONTINENTAL

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Grupo Continental, S.A. es una empresa enfocada a la producción, venta y distribución de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad de The Coca-Cola Co., que detenta el 20% del capital. Al cierre del 2002 las ventas se componen en 59% por la marca Coca-Cola, 17% por otras marcas de sabores y el 24% restante por agua embotellada y garrafón. En 1S02 lanzó nuevos productos lácteos y bebidas de fruta. Compite en su franquicia con Geupec (Pepsi) en la Zona Occidente: parte de Jalisco y Colima, y con PBG de México (antes PEP SIGX) en sus demás territorios: Aguascalientes, San Luis Potosí, Zacatecas, Coahuila y Durango.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Si bien el 2003 será un año de fuertes presiones competitivas y habrá menor margen para incrementar precios, CONTAL ha previsto ésta situación desde fines del 2003 y ha implementado un plan de reducción de costos y gastos. Este plan se enfoca tanto a la producción como a la administración, y una de las iniciativas es la política de cero incrementos en sueldo para cerca de 35% de la plantilla laboral, que estimamos represente más del 50% de la nómina total. El gasto en publicidad tan bien será limitado respecto al observado en años anteriores, de la misma forma que habrá una menor inversión en reposición de envases. Las altas temperaturas observadas en 2T03 impulsarán los volúmenes y una mayor absorción de costos y gastos. Por otra parte, una mayor inversión en rutas y mayor frecuencia de las visitas al punto de venta, para vigilar la correcta utilización de refrigeradores (que no haya producto de competidores) limitarán la expansión del margen operativo, que en el mejor escenario permanecería cerca del 19.58%.

FACTORES DE RIESGO

La presencia conjunta de PBG y Kola Real (con la marca Big-Cola), ésta última desde junio del 2002 en Guadalajara, será el factor de presión para los volúmenes de CONTAL. Adicionalmente, un menor dinamismo en el consumo y el retraso en la recuperación de las economías podrían generar una contracción moderada en el volumen de refrescos, que será parcialmente compensado por las altas temperaturas observadas en 2T03, pero no erradicado. Se pronostica un entorno competido y una afectación mayor en el poder adquisitivo del consumidor promedio, que facilitaría el consumo de bebidas de menor precio. Un posible incremento a las tarifas de agua no impactaría a CONTAL dado que sus requerimientos son cubiertos con pozos propios, sin embargo, el crecimiento del sector a larga plazo está sujeto a la disponibilidad de agua. Una depreciación del peso contra el dólar afectaría al costo del PET, pero no en el corto plazo, dado que CONTAL pacta el abastecimiento del PET a precios fijos al inicio del año.



PERPECTIVAS

Se pronostica un año difícil, ya que la competencia en los territorios de CONTAL será más agresiva. Influye la presencia de PBG con una estrategia reforzada y la presencia de Big-Cola, marca orientada a un nicho de mercado sensible al precio. Durante el 2003 seguirá fortaleciéndose la red de distribución de garrafón y se espera incursionar en el estado de Aguascalientes posiblemente en julio. Asimismo, para el 3T02 se espera el lanzamiento de garrafón Ciel de 5 litros. La presencia de productos lácteos y bebidas elaboradas a base de jugo natural, seguirá en expansión, sin embargo, aún representarán una porción mínima de las ventas. En términos de precios, hay mayor presión, y los incrementos podrían darse a mitad del 3T02 para finalizar el año con un avance similar al de la inflación en términos ponderados.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	BEBIDAS
Mercados	BMV
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	1.52%
Acciones en Circulación (000)	749,980
Rendimiento Estimado '03	5.88%
Valor de Capitalización (000)	12,749,660
Beta	0.65
Volatilidad Diaria 12 M	37.91%
Precio actual	17.00

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	3.8	4.9	6.0	6.9	4.2	5.6
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	2.9	3.7	6.0	6.9	3.1	5.6



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	225.9%	229.3%	229.0%	239.0%	232.4%	236.0%
Utilidad Operativa/Ventas	19.7%	19.6%	19.3%	21.0%	24.2%	24.0%
UAIID/Ventas	22.7%	22.7%	22.6%	24.2%	26.9%	26.9%
UAIID12M/Activo Total Prom.	24.65	22.6%	24.0%	25.0%	24.0%	24.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	25.0%	21.1%	20.0%	18.0%	23.0%	20.0%
Pasivo Total/Capital Contable	33.3%	26.7%	24.0%	23.0%	29.8%	25.0%
Deuda ME/Deuda Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.



4. ELEKTRA * (NYSE: EKT) GRUPO ELEKTRA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Grupo Elektra es una de las principales cadenas de comercio especializado en América Latina y líder en los mercados de productos electrónicos, línea blanca, muebles y enseres menores. Al 1T03 cuenta con 890 tiendas en México (638), Honduras, Perú y Guatemala. Las principales líneas de negocio son, Elektra: venta de electrónicos, muebles y línea blanca a grupos de ingreso medio y bajo; Salinas y Rocha: venta de muebles a un segmento con ingresos ligeramente más altos y Dinero en Minutos/Dinero Express, los servicios de transferencia de dinero. En octubre de 2002 inauguró la operación de Banca Azteca, atendiendo al sector popular de la población.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

La operación de Banca Azteca que eliminó paralelamente la provisión de cuentas incobrables en la División Comercial, ha impulsado el margen bruto de ELEKTRA y en consecuencia el operativo. Al 1T03 la pérdida de Banca Azteca se redujo a la mitad (US\$41 millones) de la observada al 4T02 y conforme a expectativas de la empresa, durante el 2T03 se podría llegar a punto de equilibrio. Se espera que hacia fines del 2003 el Banco cuente con US\$45 millones de cuentas de ahorro y US\$500 millones de cuentas de crédito. ELEKTRA ha implementado un nuevo esquema de compensación a los empleados, quienes ahora está a cargo incluso del control de costos de cada tienda. El resultado ha sido excelente y el margen bruto se ha visto impulsado por dicha iniciativa desde el 3T02. el mayor flujo de efectivo, derivado de la operación del crédito vía Banca Azteca, ha permitido mejores negociaciones con proveedores que se reflejan en mejores precios al consumidor, mayor participación de mercado y mayores márgenes.

FACTORES DE RIESGO

Un ambiente de intensa competencia es uno de los principales riesgos de ELEKTRA. Cada vez son más las cadenas que venden a 12 meses o más sin intereses y que establecen acuerdos con instituciones financieras para financiar el consumo, entre ellos los autoservicios y tiendas departamentales. En 2T03 Moody's bajó la calificación a la deuda de la empresa de B3 a B2 a las Notas Señor Garantizadas, y de B3 a Caa1 a la Deuda Señor No Garantizada por los factores anteriores, aunados a la operación y estructura de capital de Banca Azteca. La debilidad económica es un riesgo parcialmente amortiguado por la flexibilidad en periodo de crédito de ELEKTRA, cuya tasa de cobranza es cercana al 97%. Variaciones drásticas en el tipo de cambio afectan los costos de una proporción importante de las ventas y de los márgenes de consecuencia. Un retraso en la recuperación del consumo podría de igual manera retrasar el ritmo de crecimiento de ELEKTRA.



PERSPECTIVA

Durante los próximos meses se espera el lanzamiento de nuevos productos de crédito ofrecidos por Banca Azteca. Los beneficios por el nuevo sistema de operación de la empresa repercutirán en mejores márgenes bruto y operativo durante el 2003. en esta misma línea continuará el beneficio por el esquema de control de costos y compensaciones proporcionales en las tiendas ELEKTRA. Se espera que la estructura financiera de la empresa mejore durante este año y el próximo a través de la reducción de deuda con costo (observada ya en 1T03) y la menor ponderación de pasivos dolarizados, reduciendo el riesgo cambiario. Esperamos que la deuda neta se reduzca a cero hacia el 2004 (al 1T03 es de P\$1,539 millones). Se espera también una recuperación del consumo hacia la segunda mitad del año, que derivaría en el crecimiento sostenido de las ventas.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	COMERCIO
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	0.36%
Acciones en Circulación (000)	237,599
Rendimiento Estimado '03	12.95%
Valor de Capitalización (000)	6,771,585
Beta	1.26
Volatilidad Diaria 12 M	46.52%
Precio actual	28.50

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2.0	1.7	1.5	1.3	2.1	1.4
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.3	1.1	1.0	0.8	1.4	0.9



	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	174.9%	173.5%	175.0%	183.0%	170.4%	175.0%
Utilidad Operativa/Ventas	13.7%	13.6%	14.4%	16.4%	10.6%	12.0%
UAIID/Ventas	17.8%	18.3%	19.3%	22.3%	15.3%	16.8%
UAIID12M/Activo Total Prom.	14.6%	15.2%	27.0%	33.0%	13.4%	23.0%

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Cobertura de Intereses						
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	3.5	4.5	3.6	6.5	4.2	1.6
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.9	1.5	4.8	3.0	0.8	0.5

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Apalancamiento						
Pasivo Total/Activo Total	60.4%	65.2%	58.0%	55.0%	62.0%	65.0%
Pasivo Total/Capital Contable	152.5%	187.0%	142.0%	132.0%	163.0%	187.0%
Deuda ME/Deuda Total	83.0%	81.7%	82.0%	82.0%	83.7%	84.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	44.1%	48.8%	31.0%	26.0%	48.4%	40.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	21.6%	26.6%	27.0%	27.0%	26.6%	27.0%



5. FEMSA UBD (NYSE: FMX) FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Empresa enfocada a la producción y distribución de bebidas, integrada verticalmente. Participa en los mercados de cerveza, refrescos, empaques y comercio. Al cierre del 2002 Femsma Cerveza (Cervecería Cuahtémoc-Moctezuma) y Coca-Cola FEMSA (BMV: KOF) contribuyen a las ventas con el 39% y 33% respectivamente. FEMSA detenta al 70.0% del capital de FEMSA Cerveza y el 30.0% restante es propiedad de Labatt Brewing Co. Asimismo, participa en KOF con el 47.5% del capital, empresa que en mayo del 2003 adquirió Panamco, convirtiéndose en el mayor embotellados de Coca-Cola en América Latina. Las principales marcas de cerveza de FEMSA son: Tecate, Carta Blanca, Superior, Sol, Indio, XX Lager, Dos equis Ambar y Bohemia.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

En términos de producción México destaca como el 8º productor de cerveza en el mundo y el volumen de ventas es el 7º. Las condiciones demográficas nacionales son favorables para el mercado cervecero; cerca del 34% de la población mexicana es menor de 18 años y se espera que en los próximos 10 años se incorporen al mercado objetivo cerca de un millón de personas anuales. Durante los últimos 2 años FEMSA ha implementado un programa de preventa y reestructuración de su red de distribución, así como una reorientación a sus estrategias mercadológicas. Esto, en conjunto con precios reales altos ha presionado a la baja su participación en el mercado. El crecimiento de KOF, una de las principales subsidiarias, a casi 3 veces su tamaño anterior, impulsará las ventas y partiendo de menores márgenes, la posibilidad de crecimiento crecerá. La debilidad de Cerveza es compensada con el crecimiento de KOF y Comercio.

FACTORES DE RIESGO

Contingencias en la cosecha de materias primas: malta, cebada y lúpulo, derivadas de efectos climatológicos no previstos, afectarían los costos de las cerveceras. Los precios de commodities son variables y sujetos a fluctuaciones cambiarias. FEMSA tiene pasivos dólares por USD\$808 millones al 1T03 y ventas anuales de exportación por USD\$345 M, con lo que carece de cobertura natural ante el riesgo cambiario. Modificaciones a las regulaciones sobre el consumo de bebidas alcohólicas podrían afectar los ingresos en la industria. La cerveza paga impuestos especiales (IEPS) a nivel federal del 25% además del IVA del 15%. Riesgo de escasez de agua; actualmente se cuenta con pozos propios o concesionados por el gobierno. Finalmente, la presencia creciente de cerveza canadiense “Moosehead” en el norte del país representa un riesgo adicional que se suma a las presiones económicas y a la fortaleza del competidor nacional más importante.



PERSPECTIVAS

El retraso en recuperación económica ha afectado más a FEMSA que al competidor y el panorama puede ser más difícil aún. La subsidiaria refresquera KOF, cerró la compra de Panamco en 2T03, y con ello se convierte en la segunda embotelladora de Coca-Cola en el mundo y la mayor fuera e EUA. Oxxo continúan con una sólida y consistente expansión, apalancando la venta de sus propios productos. El ambiente de precios para las distintas líneas de negocio se ve presionado tanto para cerveza como para refrescos con lo que esperaríamos avances anuales en línea con la inflación, ya que la debilidad económica y las presiones competitivas restringen el margen de movimiento. La consolidación de Panamco dentro de KOF, generará gastos y reestructura, así como sinergias importantes. FEMSA no proporcionará guía de expectativas durante el 2003. nuestras estimaciones incorporan la adquisición de Panamco: beneficio en ventas y presión en márgenes.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	BEBIDAS
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	2.99%
Acciones en Circulación (000)	1,059,462
Rendimiento Estimado '03	24.15%
Valor de Capitalización (000)	43,522,703
Beta	0.92
Volatilidad Diaria 12 M	28.24%
Precio actual	41.08

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.8	2.0	1.9	2.3	1.9	2.2
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.3	1.6	1.6	2.0	1.3	1.8



	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	201.4%	200.8%	193.0%	214.0%	200.5%	199.0%
Utilidad Operativa/Ventas	17.0%	17.9%	15.2%	17.5%	20.5%	16.7%
UAIID/Ventas	23.7%0	25.0%	21.7%	23.9%	26.4%	21.5%
UAIID12M/Activo Total Prom.	17.1%	17.6%	16.0%	18.0%	17.6%	19.0

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Cobertura de Intereses						
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	13.0	15.1	6.1	6.4	14.6	3.9
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	11.0	(17.9)	1.1	2.9	8.0	0.2

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Apalancamiento						
Pasivo Total/Activo Total	41.3%	45.3%	50.0%	46.0%	40.5%	49.0%
Pasivo Total/Capital Contable	70.4%	82.9%	142.0%	141.0%	68.2%	137.0%
Deuda ME/Deuda Total	87.6%	59.6%	58.0%	58.0%	76.7%	74.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	22.5%	29.6%	49.0%	49.0%	22.9%	50.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	18.2%	29.0%	30.0%	30.0%	26.8%	30.0%



6. GMODELO C (NYSE:N.A.) GRUPO MODELO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

GMODELO es el principal productor y distribuidor de cerveza en México. Fabrica un total de diez marcas de cervezas en el mercado nacional entre las que destacan: Corona Extra, Modelo Especial, Victoria, Pacífico y Negra Modelo. Exporta cinco marcas a más de 150 países e importa y comercializa las marcas de Budweiser en México, que representan el 48% del mercado de cerveza importada. Desde 1993 GMODELO mantiene una asociación con Anheuser-Busch (AB) que elevó en 1997 su participación en el Grupo al 35.1%. GMODELO cuenta con 7 plantas productoras de cerveza, distribuidas en los estados de México, Jalisco, Oaxaca, Sinaloa, Coahuila, Sonora, y Zacatecas. La capacidad de producción asciende a 46.0 MHI.

CONSIDERACIÓN DE INVERSIÓN

Potencial crecimiento del consumo per cápita en México, país que ubica en el lugar 35° de consumo de cerveza en el ámbito mundial y en el 2° en Latinoamérica. El consumo anual se estima entre 51 y 52 litros per cápita contra un estimado de 71 litros en Venezuela y 84 litros en EUA. La exportación de cerveza a EUA se ha mostrado hasta ahora inelástica a la desaceleración de la economía y en el 2002 ascendió a 28% del volumen total vs. 26% en 2001. La diversificación de ingresos refleja un beneficio ante la depreciación del peso; además, GMODELO carece de pasivos. La empresa continúa ganando participación de mercado en México por más de dos años con cerca del 57% del mercado doméstico. Las altas temperaturas durante 2T02 podrían impulsar el volumen nacional a un 3% de crecimiento. Hacia la segunda mitad del año es posible que GMODELO termine con la última fase de producción de su planta en Zacatecas, con la que su capacidad de producción total sería de 60 MHI.

FACTORES DE RIESGO

Durante el 4T02 GMODELO anunció su co-inversión en EUA para la extracción de lúpulo, con el fin de garantizar el abastecimiento de dicha materia prima, acción importante que mitiga uno de los riesgos de la empresa. Por otra parte las posibles contingencias en la cosecha de materias primas: malta y cebada, derivadas de efectos climatológicos no previstos, afectarían los costos de las cerveceras. Los precios de commodities son variables y su abastecimiento se hace a través del mercado doméstico y de importación; sin embargo, GMODELO ha pactado el abastecimiento y precios desde el 1T03, mitigando riesgos. Un factor importante son las posibles modificaciones a las regulaciones sobre el consumo de bebidas alcohólicas, que podrían afectar los ingresos en la industria. La cerveza paga impuestos especiales (IEPS) a nivel federal del 25% e IVA del 15%. Actualmente se cuenta con pozos propios o concesionados por el gobierno en la mayoría de la planta pero existe el riesgo de escasez de agua en el ámbito nacional.



PERSPECTIVAS

Mantenemos nuestra expectativa de crecimiento de volumen de +2% en México y +10% en el mercado de exportación en 2003. Durante 2T03 las altas temperaturas repercutirán en un mayor consumo (+3% nacional) que esperamos que se estabilice en 3T02. Aún no se vislumbra un incremento en los precios de cerveza, dada la debilidad de la economía y las presiones en el consumo. Hacia fin de año los precios crecerán en línea con la inflación en términos ponderados, bajo el mejor escenario. El alza en precio de malta y cebada durante 4T02 y 1T03 no impactará los costos de GMODELO dado que la empresa adquirió en julio del 2002 sus reservas de producción para el 2003 completo. Asimismo, ha negociado al inicio de 2003 el abasto de materias primas para empaques con alzas de 3-3.5%, lo que en conjunto con la mayor eficiencia en producción, permitirá una expansión del margen operativo de 50-80 pb.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	BEBIDAS
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IpyC	2.03%
Acciones en Circulación (000)	3,251,760
Rendimiento Estimado '03	42.20%
Valor de Capitalización (000)	75,831,035
Beta	0.57
Volatilidad Diaria 12 M	24.27%
Precio actual	23.32

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	4.3	3.9	4.3	4.2	4.2	4.7
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	2.9	2.8	3.1	3.2	3.0	3.5



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	220.2%	227.9%	232.0%	234.0%	228.1%	243.0%
Utilidad Operativa/Ventas	24.4%	26.0%	26.8%	27.2%	29.8%	30.7%
UAIID/Ventas	29.5%	31.0%	31.6%	31.8%	34.3%	35.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	15.6%	16.5%	20.0%	21.0%	15.8%	20.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	20.3%	19.0%	20.0%	21.0%	19.6%	20.0%
Pasivo Total/Capital Contable	25.5%	23.5%	33.0%	36.0%	24.4%	33.0%
Deuda ME/Deuda Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.



7. KOF L (NYSE: KOF) COCA COLA FEMSA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Coca-Cola FEMSA (BMV:KOF), al adquirir Panamco, se ha convertido se ha convertido en el embotellador de refrescos y bebidas marca Coca-Cola más grande en México y América Latina. Así, fuera de EUA es el primer embotellador por volumen en el ámbito mundial y el segundo incluyendo a EUA. Con la operación de Panamco, el crecimiento de KOF es de tal magnitud que al cierre del 2002, su contribución conjunta al volumen total consolidado de Coca-Cola en México es cercana al 70%, lo que se traduce en que 7 de cada 10 refrescos que vende Coca-Cola corresponden a KOF. Asimismo, vende 3 de cada 10 refrescos consumidos en América Latina y 1 de cada 10 refrescos vendidos por The Coca-Cola Co. En el ámbito mundial.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

La adquisición de Panamco posiciona a KOF como el principal embotellador de Coca-Cola en México y Latinoamérica. La operación consolidada le da presencia en 9 países: México, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela. México es el país de mayor consumo per. cápita de productos de productos Coca-Cola en el mundo y el principal contribuyente a ventas y flujo operativo para KOF. La sólida estructura de precios en México y una excelente ejecución de estrategias que seguirán impulsando el crecimiento del consumo per. cápita en 2003, con la promoción de la nueva presentación de 2.5 litros entre otros, son elementos en los que apoyamos nuestra expectativa de creciente desarrollo del mercado en México. La estrategia de segmentación de precios y presentaciones es uno de los factores clave del éxito de KOF en México y Argentina y creemos que ésta fortaleza, replicada en otros países, permitirá un mejor desarrollo de los mercados en Centro y Sudamérica.



FACTORES DE RIESGO

Hacia el cierre de los años 2001 y 2002 se ha buscado en México gravar el consumo de refrescos en México, con un impuesto especial "IEPS" que hasta el momento se aplica únicamente a las presentaciones de refrescos que no contienen azúcar de caña, denominados "Light". En caso de que en algún momento procediera la propuesta del impuesto (entre 15 y 20%), se afectaría directamente el ingreso personal disponible, generando presiones al consumo. Es posible que la crisis en Venezuela haya tocado ya fondo, con un limitado potencial de baja. En Brasil el consumo muestra ya señales de recuperación al igual que en Argentina, mientras 2002 fue un año de contracción en ambas economías (PIB DE -0.9% y -11% respectivamente). Una economía más favorable en todos estos países reduce el riesgo de operación para KOF, respecto al que enfrentó Panamco durante el 2002. Cerca del 65% de la deuda consolidada KOF está denominada en dólares (posiblemente en 1 año sea solo el 50%).

PERSPECTIVAS

México será el país en ventas, tanto en términos de volumen como en ventas netas. La estrategia de segmentación de precios y presentaciones ha sido uno de los factores clave del éxito de la empresa en el pasado y, creemos que ésta fortaleza, replicada en otros países, permitirá un mejor desarrollo de los mercados en el resto del continente. Otro de los factores clave en la creciente rentabilidad de KOF es la reducción de costos y gastos a través de la racionalización de sus operaciones en México y Argentina, a través del cierre de plantas. Durante los próximos meses esperamos una reestructura de las operaciones en México, reduciendo costos y generando sinergias importantes que repercutirán en la mayor eficiencia de los territorios en conjunto; no obstante, se observará una dilución inicial en el margen operativo vs. trimestres anteriores.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	BEBIDAS
Mercados	BMV,NYSE
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.00%
Acciones en Circulación (000)	1,425,000
Rendimiento Estimado '03	45.02%
Valor de Capitalización (000)	32,632,500
Beta	0.47
Volatilidad Diaria 12 M	33.76%
Precio actual	22.90



RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2.5	3.0	3.3	3.4	3.3	5.6
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	2.3	2.7	2.9	3.0	2.9	5.0

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	216.2%	216.7%	197.0%	216.0%	219.9%	215.0%
Utilidad Operativa/Ventas	23.2%	25.2%	14.5%	15.2%	27.1%	16.6%
UAIID/Ventas	27.3%	30.6%	21.0%	22.0%	30.2%	18.5%
UAIID12M/Activo Total Prom.	29.4%	29.2%	15.0%	17.0%	29.3%	21.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	14.7	16.9	4.1	4.3	15.9	2.8
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	(3.1.)	(1.8)	0.3	0.5	(3.2)	0.1



Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	46.1%	43.6%	58.0%	55.0%	44.8%	56.0%
Pasivo Total/Capital Contable	25.5%	23.5%	33.0%	36.0%	24.4%	33.0%
Deuda ME/Deuda Total	97.4%	97.8%	98.0%	98.0%	98.0%	97.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	28.3%	26.3%	49.0%	50.0%	28.7%	51.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	2.7%	2.5%	2.0%	2.0%	3.4%	3.0%

8. SORIANA B (NYSE: N.A.) ORGANIZACIÓN SORIANA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Organización SORIANA se enfoca al negocio de autoservicios, en donde comercializa alimentos, vestido y artículos para el hogar, entre otros. Las dos grandes divisiones de producto son: 1) Mercancías generales, que incluye venta de ropa y electrodomésticos, contribuye con el 33% de los ingresos y 2) Perecederos, que incluye alimentos y abarrotes, aporta el 67% de las ventas totales. Como actividad secundaria, se dedica al arrendamiento de locales ubicados en centros comerciales. Fue fundada en 1968, con un hipermercado en Torreón Coah. y al 1T03 cuenta con 117 hipermercados y 3 clubes de membresía: "City Club", con presencia en cerca de 25 estados de la República Mexicana. Cerca del 81% de las ventas de SORIANA se realizan en la zona norte del país.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

El retraso en la reactivación económica de EUA ha repercutido en un nivel inferior de consumo en la zona norte del país. Adicionalmente, las presiones de la competencia son cada vez mayores en lo que a cadenas nacionales y extranjeras se refiere, y si bien, SORIANA ha mantenido un paso constante en su estrategia de expansión, éste no ha sido suficiente para contrarrestar los efectos de la competencia que en conjunto sumó aperturas durante el 2002 por más del doble de unidades que SORIANA en la zona norte. Lo anterior ha derivado en unos mayores descuentos, lo que en conjunto con mayores gastos en atención al cliente ha repercutido en los márgenes de la cadena, decrecientes por varios trimestres consecutivo. La expansión del formato de Club de membresía: City Club, representará un factor adicional de presión sobre el margen operativo. Ante este escenario poco alentador creemos que el crecimiento de SORIANA se verá limitado en los próximos meses.



FACTORES DE RIESGO

La penetración de nuevas cadenas comerciales en el norte del país repercutiría en la participación de mercado de SORIANA, quien actualmente detenta cerca del 28% del piso de ventas, y cuyo ritmo de expansión ha sido inferior al de la competencia en conjunto durante el 2002. El creciente desempleo ha afectado de manera importante a la zona norte del país, en donde SORIANA tiene mayor exposición. La fortaleza observada del peso frente al dólar se mantiene como un incentivo para los habitantes de la zona fronteriza de México para realizar compras en el extranjero, y una vez concluida la guerra de EUA vs. Irak, es posible que este patrón se reactive. Un alto nivel de gastos y promociones para la mayor satisfacción del cliente repercutirá en menores niveles de rentabilidad durante el 2003, siguiendo la tendencia decreciente de los últimos años.

PERSPECTIVAS

Para el año 2003 esperamos una mayor expansión de piso de ventas, que podrá ir de 10 a 15 tiendas, incluyendo 4 o 5 City Club. Las inversiones de capital programadas ascienden a P\$2,300 millones, significativamente mayores a los P\$1,400 millones ejercidos en el 2002. Se espera que la estrategia sea abrir el 50% de las tiendas en el norte y el 50% restante en otras regiones de la República Mexicana, para continuar su diversificación. Las fuertes presiones de la competencia en el norte se mantendrán y esperamos mayor presión sobre la participación de mercado de SORIANA en dicho territorio. La mayor parte de las aperturas se espera hacia el segundo semestre del año 2003 cuando la economía podría mostrar mayor recuperación. Consideramos que las presiones competitivas y mayores gastos por expansión seguirán presionando los márgenes de SORIANA. El crecimiento en VMT 2003e podría ser de 0.2-0.5%, bajo un escenario de economía estable.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	COMERCIO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IpyC	1.80%
Acciones en Circulación (000)	599,355
Rendimiento Estimado '03	13.45%
Valor de Capitalización (000)	11,987,104
Beta	1.04
Volatilidad Diaria 12 M	31.30%
Precio actual	20.00



RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
Liquidez	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6

	Años					
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	128.7%	127.7%	128.0%	128.0%	127.8%	128.0%
Utilidad Operativa/Ventas	6.6%	5.7%	5.3%	5.5%	5.9%	5.1%
UAIID/Ventas	8.2%	7.4%	7.1%	7.2%	7.6%	6.9%
UAIID12M/Activo Total Prom.	10.6%	8.9%	11.0%	11.0%	10.3%	11.0%

	Años					
Cobertura de Intereses	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.



Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	43.5%	41.3%	41.0%	40.0%	36.0%	35.0%
Pasivo Total/Capital Contable	76.9%	70.3%	69.0%	68.0%	56.3%	54.0%
Deuda ME/Deuda Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

9. WALMEX V (NYSE: N.A.) WALT-MART DE MÉXICO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

WALMEX, controladora de empresas comerciales, cuenta con autoservicios, hipermercados, tiendas de descuento, departamentales y de mayoreo con membresía. Sus principales formatos de negocio y la contribución de cada uno a ventas totales al cierre del 2002 son: Sam's Club: 30%, Bodegas: 28%, Walmart-Supercenter: 27%, Superama: 6%; Suburbia: 5% y Restaurantes: 4%, entre los que destaca VIPS. Al cierre del 2002 cuenta en total con 335 tiendas y 595 unidades, incluyendo restaurantes. Distribuye sus mercancías a través de 7 centros de distribución y tiene presencia en 55 ciudades del país, en donde la Cd. de México representa el 51% del total de unidades y la zona centro el 25%.



CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Es la principal cadena nacional de autoservicios con ventas superiores a P\$110 mil millones anuales, monto superior a la suma de las ventas de SORIANA, GIGANTE, y COMERCI, sobre los que continúa ganando participación de mercado. Durante el 2002 el número de clientes atendidos creció 13% vs. el 2001 y el ticket promedio aumentó +0.3% anual. Durante el 1T03 sus ventas a tiendas iguales crecieron +2.9% mientras COMERCI, SORIANA y GIGANTE reportaron caídas de -1.4%, -3.7% -5.5%, en ese orden. En febrero WALMEX anunció su plan de expansión 12 meses por P\$6,400 millones con la apertura de 61 unidades en total: 46 tiendas y 15 restaurantes. Su expansión se realizará a lo largo de todo el territorio nacional, sin enfatizar en una zona o región en específico. El gran volumen de compras de WALMEX a proveedores permite precios bajos y cada vez mejores negociaciones, con lo que la cadena puede seguir bajando sus precios de venta al público.

FACTORES DE RIESGO

Un retraso en la recuperación del consumo podría afectar al grueso de las cadenas comerciales, y si bien WALMEX no está exenta, su potencial es mucho mayor al de las demás cadenas, con un riesgo limitado. La exposición a productos perecederos y abarrotes asciende al 55% de las ventas, factor que amortigua el impacto de la desaceleración por ser algunos de éstos bienes de consumo básico. Durante el 2003 se observará que el margen operativo crece con lentitud, efecto derivado del cambio contable en el registro de membresías de Sam's Club, que antes se descontaba de los gastos, reduciendo su nivel respecto a ventas. Actualmente el ingreso por este concepto se registro como parte de las ventas y se difiere a 12 meses. Es importante considerar que, en consecuencia, el margen operativo no será comparable durante el 2003 y que en términos comparables esperamos continúe con una sólida expansión que a simple vista será marginal en 2003.

PERSPECTIVAS

En su estrategia del año WALMEX promete reducir aún más sus precios. Las mejores negociaciones con proveedores, el enfoque a productos de mayor margen y una buena –todavía con potencial de mejora –administración de inventarios son los factores clave que le han permitido a sus clientes ahorrar P\$525 millones en el 2002. El objetivo para el 2003 es ahorra a sus consumidores P\$1,000 millones. Consideramos que WALMEX tiene todavía un alto potencial de crecimiento; está presente en 55 ciudades (2 nuevas en 2002) y existen todavía 47 en las que WALMEX puede ingresar y ganar mercado de manera inmediata sobre cualquier cadena local. El ritmo de expansión apoyado por su generación de flujo es inalcanzable para cualquiera de las otras cadenas del mercado mexicano. Es prácticamente garantizada una creciente participación de mercado, sustentada por los ahorros que representa para el consumidor.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	COMERCIO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	13.07%
Acciones en Circulación (000)	4,457,846
Rendimiento Estimado '03	12.00%
Valor de Capitalización (000)	131,551,025
Beta	1.08
Volatilidad Diaria 12 M	29.59%
Precio actual	29.51

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.4	1.4	1.6	1.6	1.4	1.4
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	125.5%	125.6%	126.0%	126.0%	125.3%	125.0%
Utilidad Operativa/Ventas	5.8%	6.0%	6.0%	6.4%	5.2%	5.2%
UAID/Ventas	7.7%	7.9%	7.8%	8.2%	7.2%	7.2%
UAID12M/Activo Total Prom.	10.6%	11.4%	16.0%	17.0%	11.0%	15.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	37.2%	36.5%	32.0%	32.0%	34.0%	34.0%
Pasivo Total/Capital Contable	59.1%	57.6%	47.0%	48.0%	51.5%	51.0%
Deuda ME/Deuda Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

10. ALFA A (NYSE: N.A.) ALFA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

ALFA participa en cuatro áreas de negocio: fibras sintéticas y químicos (Alpek), acero (Hylsamex), carnes frías y lácteos (Sigma) y autopartes de aluminio (Neumak). Además, tiene una participación minoritaria en Alestra, el segundo proveedor de servicios de telecomunicaciones de México. Alpek produce materias primas para poliéster, químicos, plásticos y nylon. Hylsamex es la segunda acerera del país. Sigma produce y distribuye carnes fría, queso y lácteos. El líder en el mercado de carnes frías y segundo mayor productor de yoghurt. ALFA también produce cabezas y blocks de aluminio para motores, alfombras y espuma para usos automotrices. Además de México, E.U. es uno de sus principales mercados.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Continuo enfoque en negocios estratégicos (PTA/PET, alimentos, autopartes y algunos productos de acero), que ha permitido generar un sólido flujo de efectivo. Esfuerzo continuo para reducir la deuda neta en las principales subsidiarias del



grupo, principalmente en Alpek e Hylsa. No hay un rango de reducción de deuda estimado, sin embargo, ALFA espera mantener una razón de Deuda Neta a EBITDA de entre 2.5x y 3.0x. El grupo espera, además, generar nuevamente más de US\$800 millones de UAIID en el 2003. Lo anterior es conservador ya que al 1T03 se generaron se generaron US\$201 millones, que representaron un crecimiento cercano al 25% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Se mantiene la decisión de invertir lo menos posible en los negocios no estratégicos (US\$50 millones para Alestra y Sidor). El monto ya está considerado en el cálculo de la razón Deuda Neta/EBITDA. Continúa la búsqueda de un socio estratégico para Hylsamex.

FACTORES DE RIESGO

El riesgo que continúa enfrentando ALFA, como en trimestres anteriores, es la baja actividad económica en sus principales mercados. Ante un escenario de débil crecimiento en E.U., obviamente no se espera una mejoría o una mayor actividad en el corto plazo. Existe por lo tanto el riesgo de que los negocios del grupo y su capacidad para generar recursos se vean afectados por la contracción o la falta de crecimiento de sus mercados. Lo anterior de nueva cuenta podría generar incertidumbre sobre la capacidad para hacer frente a los compromisos financieros en el mediano plazo. La situación en Hylsamex ha mejorado considerablemente a raíz de la reestructura financiera, sin embargo, habrá que monitorear su desempeño. Otro factor que no hay que olvidar es el de las empresas no consolidadas, ya el simple hecho de que no logren recuperarse genera cierto nerviosismo entre los inversionistas.

PERSPECTIVA

Considerando un escenario conservador, en el cual no se observe una recuperación económica en el corto plazo, estimamos que la UAIID consolidada del grupo podría alcanzar los US\$824 millones al cierre del 2003. Es un crecimiento ligeramente inferior al 2% con respecto a la cifra registrada en el 2002, pero como mencionamos, estamos considerando un escenario conservador en el cual las ventas aún se verán afectadas por la débil actividad económica. Por otra parte esperamos que la operación de las subsidiarias siga con un comportamiento positivo ya que se ha implementado un proceso de mejora continua a raíz de los fuertes problemas que se observaron en años pasados. Esperamos que el grupo disminuya su nivel de apalancamiento gracias en gran parte al flujo generado y a la reducción de capital de trabajo.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CONGLOMERADO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	1.28%
Acciones en Circulación (000)	588,379
Rendimiento Estimado '03	34.00%
Valor de Capitalización (000)	10,537,871
Beta	1.15
Volatilidad Diaria 12 M	33.77%
Precio actual	17.91

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.3	1.6	1.7	1.9	1.3	1.6
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.9	1.1	1.2	1.4	0.9	1.1

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	126.4%	128.9%	125.0%	126.0%	128.3%	125.0%
Utilidad Operativa/Ventas	8.3%	10.2%	9.9%	10.7%	10.9%	10.2%
UAIID/Ventas	14.3%	15.8%	15.1%	16.5%	16.5%	15.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	5.4%	7.3%	12.0%	16.0%	6.1%	12.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	2.3	3.8	4.4	6.0	3.0	4.0
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.3	0.3	0.4	0.6	0.3	0.3

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	66.0%	63.5%	59.0%	57.0%	64.8%	61.0%
Pasivo Total/Capital Contable	194.3%	173.8%	146.0%	132.0%	183.7%	158.0%
Deuda ME/Deuda Total	90.2%	94.6%	94.0%	94.0%	92.1%	94.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	56.5%	52.2%	49.0%	44.0%	55.0%	51.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	28.5%	13.7%	18.0%	17.0%	28.7%	19.0%

11. DESC B (NYSE: DES) DESC

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

DESC es un conglomerado con intereses en autopartes, petroquímica, alimentos y bienes raíces. La división más importante del grupo es Unik. Sus principales productos incluyen las transmisiones manuales, flechas de velocidad constante, pistones, bujías y rines de aluminio. Girsá es la subsidiaria del sector químico. Sus productos principales son el hule sintético, fenol, negro de humo y poliestireno. La división de alimentos se dedica a la producción y distribución de alimentos enlatados en México y en el mercado hispano de los Estados Unidos. Por último, DESC opera un negocio inmobiliario mediante su subsidiaria Dine. Actualmente tiene proyectos importantes en el D.F. y en Nayarit.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

DESC mantiene una posición importante en los negocios en los que opera, como es el caso del de autopartes. De darse una reactivación en la actividad económica en un plazo relativamente no tan largo, se podría ver un beneficio importante en los resultados. Se siguen negociando, además, contratos con posibles clientes



como es el caso de BMV (engranes) o Toyota (estampados). En el caso del segundo sería interesante ya que DESC estaría surtiendo a una de las armadoras asiáticas están ganándole terreno a las OEM's norteamericanas, que tradicionalmente han sido los principales negocios del sector autopartes de DESC. Otro punto importante a considerar es el balance relativamente sólido que tiene el grupo. Esto, sin embargo, hay que monitorearlo de cerca ya que las calificadoras han mostrado su preocupación.

FACTORES DE RIESGO

Probablemente el factor más importante a considerar al invertir en esta emisora es el fuerte impacto que ha tenido la desaceleración económica en la región de Norteamérica. Dicho impacto se ha visto con mayor intensidad en los resultados de los negocios de autopartes y petroquímicos, que representan alrededor del 70% de los ingresos del grupo. Las ventas, como consecuencia de lo anterior han sufrido importantes reducciones que han repercutido en la generación de efectivo. Una clara señal de la debilidad de las operaciones del grupo se observa en la reciente reducción que ha sufrido la calificación de su deuda por parte de algunas calificaciones de valores. No esperamos que en el corto plazo se pudiera observar una mejoría económica, principalmente en E.U., que pudiera servir de catalizador para que los resultados del grupo, y, por consiguiente, el precio de la acción, mejoren notablemente.

PERSPECTIVAS

Nuestras perspectivas para el 2003 no han variado mucho. Seguimos considerando que será un año difícil y no esperamos una recuperación importante en el corto plazo. Existen varios eventos que han tenido un impacto negativo en los resultados de DESC, como es el caso de cierres temporales en alguna armadoras, los altos precios de la materia prima, que han generado presiones en los márgenes que maneja lo que antes era Girsá o la debilidad en las ventas del sector inmobiliario. Por lo anterior consideramos que los resultados del grupo, principalmente en lo que se refiere a ventas en dólares, no mostrarán una importante variación con respecto al 2002. La parte operativa podría mostrar importantes avances derivados de una operación más eficiente por menores costos. Podríamos observar algunas desinversiones en el 2003.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CONGLOMERADO
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.31%
Acciones en Circulación (000)	1,369,079
Rendimiento Estimado '03	11.11%
Valor de Capitalización (000)	4,928,686
Beta	0.63
Volatilidad Diaria 12 M	43.53%
Precio actual	3.60

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.1	1.2	1.5	1.8	1.5	1.3
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.7	0.8	1.0	1.3	1.0	0.9

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	134.1%	130.7%	135.0%	138.0%	133.6%	134.0%
Utilidad Operativa/Ventas	8.1%	5.3%	7.1%	9.7%	8.7%	6.7%
UAID/Ventas	14.3%	11.8%	12.5%	14.7%	14.3%	12.5%
UAID12M/Activo Total Prom.	5.6%	3.6%	9.0%	11.0%	5.7%	7.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	3.5	2.5	3.9	3.9	4.2	2.9
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	56.4%	61.2%	59.0%	56.0%	57.1%	59.0%
Pasivo Total/Capital Contable	129.2%	157.7%	142.0%	127.0%	133.4%	146.0%
Deuda ME/Deuda Total	66.9%	61.5%	58.0%	58.0%	61.5%	58.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	45.7%	51.8%	48.0%	45.0%	47.2%	49.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	30.4%	28.7%	23.0%	23.0%	17.1%	23.0%

12. GCARSO A1 (NYSE: GPOVY) GRUPO CARSO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Grupo Carso uno de los conglomerados más grandes de México. Sus intereses abarcan una amplia gama de industrias. Su principal subsidiaria en el sector comercial es Grupo Sanborns, que maneja empresas comerciales bajo los formatos de Sanborns, Sears, El Globo y Mix-up, entre otras. Le siguen en importancia Condumex (productos para las industrias de la construcción, telecomunicaciones y automotriz), Cigatam (productora de cigarros), Nacobre (productos de cobre y aluminio), Frisco (minería, química y Ferrosur) y Porcelanite (recubrimientos de cerámica). Grupo Carso se ha desarrollado gracias a adquisiciones cuya operación puede mejorar al implementar sus prácticas corporativas.



CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

La situación financiera de GCARSO es buena y ha mejorado en los últimos trimestres, como se puede observar en las razones de apalancamiento (pasivo total/activo total), que ha disminuido de 60.13% a principios del 2002 a 54.51% en el 1T03. Si bien el apalancamiento es alto ya que supera los P\$17,000 millones, no existen presiones en el corto plazo que generen volatilidad o incertidumbre. De hecho, el pasivo con coto de corto plazo disminuyó 10% con respecto al 4T02, lo que demuestra el compromiso del grupo por ir disminuyendo sus pasivos financieros. Por otro lado la generación de efectivo de las subsidiarias del grupo le ha permitido mantener un promedio de P\$2,500 millones en caja durante el último año. En la parte operativa, el desempeño de las subsidiarias ha sido bueno, aún a pesar del débil entorno económico. Lo anterior coloca a GCARSO en una posición par tomar ventaja de una reactivación económica.

FACTORES DE RIESGO

El riesgo continúa siendo, como en trimestres pasados, la desaceleración económica en nuestro país y el impacto negativo que ha tenido en los resultados de las subsidiarias. Dado el ambiente de incertidumbre que continúa imperando en nuestro país a raíz de algunos factores como las próximas elecciones, la debilidad en la economía norteamericana, etc., no descartamos que la actividad económica continúe deprimida al menos por los próximos dos o tres trimestres. GCARSO siempre se ha caracterizado por mantener un alto apalancamiento. Dicha situación no ha mostrado ser un problema, sin embargo, es importante poner atención dado que la situación económica, como se comentó en el punto anterior, ha tenido un impacto negativo en las subsidiarias del grupo y podría afectar su capacidad de generar efectivo. La devaluación del tipo de cambio, presente un riesgo moderado ya que casi el 50% de la deuda con costo está denominada en otras monedas.

PERSPECTIVAS

La perspectiva para GCARSO es incierta aunque no es mala. Si bien algunas subsidiarias, como en el caso de Condumex, que es el principal grupo del sector industria, se seguirán viendo afectadas por la debilidad en ventas (en el caso de Condumex porque la disminución en las inversiones de capital de TELMEX) esperamos que los resultados se mantengan estables durante el 2003. La parte de construcción se verá beneficiada en función de que la economía comience a crecer, mientras que la parte automotriz seguirá viéndose afectada por la menor producción de las armadoras de automóviles. En el sector comercial, esperaríamos que las ventas se mantuvieran estables al menos por los primeros trimestres, ya que cíclicamente estas suelen ser más bajas en estos periodos.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CONGLOMERADO
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	3.02%
Acciones en Circulación (000)	856,547
Rendimiento Estimado '03	9.14%
Valor de Capitalización (000)	27,469,465
Beta	0.82
Volatilidad Diaria 12 M	30.16%
Precio actual	32.07

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.2	1.2	1.6	2.0	1.2	1.4
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.7	0.7	0.8	1.2	0.6	0.6

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	142.8%	140.1%	137.0%	136.0%	140.8%	137.0%
Utilidad Operativa/Ventas	15.5%	13.5%	12.9%	13.0%	13.7%	13.0%
UAID/Ventas	19.1%	17.5%	17.0%	17.1%	17.7%	17.0%
UAID12M/Activo Total Prom.	10.1%	10.9%	16.0%	16.0%	10.7%	15.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	3.1	3.0	7.8	7.9	3.7	5.0
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.5	0.6	0.9	1.9	0.5	0.7

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	62.6%	56.3%	40.0%	36.0%	56.8%	43.0%
Pasivo Total/Capital Contable	167.6%	128.7%	67.0%	55.0%	131.7%	75.0%
Deuda ME/Deuda Total	40.6%	47.6%	46.0%	46.0%	38.9%	46.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	47.9%	38.8%	27.0%	22.0%	41.5%	31.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	47.9%	44.0%	32.0%	30.0%	47.9%	37.0%

13. GMÉXICO B (NYSE: N.A.) GRUPO MÉXICO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

GMÉXICO es el tercer productor de cobre en el ámbito mundial, detrás de Codelco (Chile) y Phelps Dodge (E.U.A.) y es el segundo en función de reservas probadas, siendo estas de 111 mil millones de libras de cobre. Las operaciones mineras y ferroviarias se agrupan como sigue: 1) Americas Mining Corporation (AMC), compañía subsidiaria constituida en EE.UU. tenedora de los negocios mineros que incluyen: Minera México (MM), Asarco en E.U. y Southern Peru Copper Corporation (SPCC) en Perú. 2) Infraestructura y transportes México, S.A. de C.V. (ITM), agrupa las actividades del sector ferroviario a través de Grupo Ferroviario Mexicano (GFM), controladora de Ferrocarril Mexicano (Ferromex).

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

De acuerdo con estimaciones de Scotia Capital, habrá un déficit de cobre de alrededor de 300 mil toneladas al cierre del 2003 y de 500 mil en el 2004. Lo anterior generaría un repunte en el precio de este metal para el 2003 y 2004 a US\$0.80 y US\$0.90 respectivamente. Dado que aproximadamente 60% de las ventas de GMÉXICO provienen del cobre y son muy sensibles a las variaciones en



el precio, nuestra expectativa, en función de dicho repunte, es que las ventas tengan un comportamiento positivo. De darse lo anterior, se combinaría con la reciente reestructura lograda tanto por Asarco como por GMM, las dos principales subsidiarias mineras de GMÉXICO. Los puntos mencionados anteriormente servirían como catalizador para que el precio de la acción repunte de manera importante. No hay que perder de vista también que actualmente la emisora cotiza aproximadamente 0.43x VL, lo que es un nivel muy bajo para un grupo industrial.

FACTORES DE RIESGO

Aun a pesar de que se logró una importante reestructura en Asarco como en GMM, no debemos olvidar que el pasivo financiero continúa en niveles muy elevados. La deuda con costo alcanzó, al cierre del 1T03 los P\$31,435 millones, mientras que la deuda neta se ubicó en P\$27,547 millones. Sin embargo, el pasivo con costo de corto plazo supera los P\$5,000 millones. Por otro lado, el alto apalancamiento se combina con una importante contracción en la demanda de algunos metales, principalmente del cobre. Estos dos factores son probablemente los que más impacto negativo han tenido en el precio de la acción, ya que aún a pesar de la reestructura, no se ha observado un buen repunte en el ya castigado precio. Hay que añadir, además, que la información y comunicación de la empresa con sus inversionistas no es buena y de hecho es prácticamente nula, lo que genera una gran incertidumbre y volatilidad en el precio de la emisora.

PERSPECTIVAS

Esperamos que los resultados de GMÉXICO al cierre del 2003 sean relativamente buenos, aún a pesar de que no estimamos un repunte importante en las ventas del grupo. Nuestro estimado de ventas para el 2003 se ubica en US\$2,213 millones de dólares, lo que se compara negativamente con los cerca de US\$2,500 millones que el grupo reportó en el 2002. Esta disminución se atribuye principalmente a menores volúmenes de venta derivados en parte del cierre de algunas plantas. Sin embargo, tanto la utilidad operativa como la UAIID consolidadas para el 2003, de acuerdo a nuestros estimados, podrían registrar crecimientos de aproximadamente 1.7% y 13% respectivamente. Si la economía mundial, y en especial la de E.U., se recuperaran de manera palpable, esperaríamos un fuerte repunte en la demanda del cobre.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	MINERO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	0.93%
Acciones en Circulación (000)	651,647
Rendimiento Estimado '03	6.11%
Valor de Capitalización (000)	10,133,105
Beta	0.83
Volatilidad Diaria 12 M	47.00%
Precio actual	15.55

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.7	0.9	1.9	2.8	0.7	1.4
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.4	0.6	0.0	0.0	0.4	0.0

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	119.4%	136.1%	144.0%	147.0%	149.8%	145.0%
Utilidad Operativa/Ventas	-1.8%	3.9%	9.9%	9.3%	16.7%	11.4%
UAIID/Ventas	12.2%	19.8%	27.2%	25.5%	31.8%	28.3%
UAIID12M/Activo Total Prom.	-0.6%	1.1%	6.0%	5.0%	0.1%	1.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	1.4	2.4	3.2	3.1	1.9	4.0
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	61.0%	64.9%	57.0%	57.0%	63.7%	57.0%
Pasivo Total/Capital Contable	156.5%	184.9%	133.0%	135.0%	175.3%	135.0%
Deuda ME/Deuda Total	97.0%	89.3%	94.0%	94.0%	93.2%	93.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	46.4%	50.6%	46.0%	46.0%	47.6%	46.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	30.1%	22.3%	28.0%	28.0%	30.2%	30.0%

14. PEÑOLES * (NYSE: N.A.) INDUSTRIAS PEÑOLES

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Empresa dedicada a la explotación minera, fundición, refinación, manufactura de metales no ferrosos y a la fabricación de productos químicos. Es el mayor productor mundial de plata refinada y sulfato de sodio. El Grupo Minas, está integrado por 6 compañías productoras de concentrados de oro, plata, plomo, zinc, cobre y tungsteno. El Grupo Exploraciones, Ingeniería y Construcciones, evalúa y desarrolla proyectos para exploración y planeación. El Grupo de Metales constituye el complejo metalúrgico, no ferroso, más importante de América Latina que ocupa el cuarto lugar en el ámbito mundial. Met-Mex Peñoles aporta cerca del 85% de los ingresos de Peñoles, ya que es la división que produce los metales de ventas final.



CONSIDERACIÓN DE INVERSIÓN

Tal vez lo más importante a considerar en el caso de PEÑOLES es su balance sólido y sus bajos compromisos de corto plazo. El grupo cerró el 2002 con un pasivo con costo de corto plazo cercano a los P\$948 millones, mientras que tan solo la caja alcanzó los P\$3,745 millones. En promedio además, la caja de esta empresa minera se ha mantenido por arriba de los P\$3,000 millones en los últimos 4 años, lo que le permite poder destinar recursos ya sea al pago de pasivos o a la inversión en otros negocios. Por otro lado, el precio de la acción se ha visto beneficiado por el fuerte repunte en el precio del oro y de algunos otros metales, después de que estos han tocado niveles históricamente bajos. En el caso del oro, esperaríamos que el precio se mantuviera alto mientras exista la incertidumbre económica principalmente en E.U. Consideramos que de darse una recuperación en la actividad económica, los resultados del grupo podrían repuntar de manera importante.

FACTORES DE RIESGO

Uno de los riesgos más importantes a considerar es la sobre reacción que tuvo el precio de la acción al repunte en los precios del oro, misma que se podría revertir de no darse algún otro factor que sustente el alza. A esto hay que añadir, como ya lo hemos mencionado en otras ocasiones, que la acción no es de alta bursatilidad, por lo que no es tan fácil tomar ventaja de los repuntes en el precio. Otro factor que no hay que perder de vista es que el pasivo de corto plazo dio un brinco importante durante el 1T03, al pasar de P\$949 millones a P\$2,300 millones, mientras que el pasivo c/costo total pasó de P\$5,000 millones aproximadamente a P\$8,386 millones. Dada la generación de efectivo del grupo, no consideramos que haya un riesgo de corto plazo, aunque, en función de una débil situación económica, las ventas podrían verse afectadas a futuro y, por consiguiente, la generación de recursos para cubrir con los compromisos financieros establecidos.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas continúan siendo inciertas y como comentamos con anterioridad están en función de una recuperación en la demanda, que a su vez depende de una recuperación económica mundial. Nuestra expectativa es que las ventas se mantengan relativamente estables y en el orden de los P\$3,000 millones por trimestre, aunque estaremos pendientes de los movimientos en los precios de algunos metales, como en el caso del oro. No descartamos que, con la generación de efectivo del grupo, se den algunas adquisiciones, aunque por el momento consideramos que PEÑOLES se seguirá enfocando a sus negocios principales (exploración, minas, metales y químicos inorgánicos). Esperamos que los proyectos actuales como en el caso de Milpillas (cobre) o Sierra Mojada (zinc) no representen problemas en el corto plazo.



DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	MINERO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.87%
Acciones en Circulación (000)	397,476
Rendimiento Estimado '03	8.11%
Valor de Capitalización (000)	7,353,301
Beta	0.18
Volatilidad Diaria 12 M	46.56%
Precio actual	18.50

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.7	2.1	4.7	4.7	1.7	4.2
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.1	1.2	0.1	0.2	0.9	0.2

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	137.3%	132.2%	134.0%	137.0%	133.1%	137.0%
Utilidad Operativa/Ventas	4.2%	4.3%	4.5%	5.9%	6.4%	5.0%
UAID/Ventas	14.3%	13.5%	12.6%	13.3%	15.2%	13.0%
UAID12M/Activo Total Prom.	2.4%	2.7%	6.0%	7.0%	1.4%	2.0%



Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	4.5	3.6	4.1	4.4	3.6	4.1
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.4	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	50.2%	48.9%	46.0%	46.0%	49.7%	47.0%
Pasivo Total/Capital Contable	100.8%	95.5%	84.0%	85.0%	98.9%	90.0%
Deuda ME/Deuda Total	92.8%	89.8%	90.0%	90.0%	88.2%	88.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	36.3%	34.8%	35.0%	35.0%	35.6%	38.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	26.2%	18.9%	19.0%	19.0%	20.7%	21.0%

15. APASCO * (NYSE: N.A.) APASCO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

APASCO, subsidiaria del segundo productor de cemento más grande del mundo, HOLCIM (antes HOLDERBANK), es la segunda empresa cementera más importante de México, con una participación de mercado del 24.0%. Elabora y distribuye cemento, concreto y otros insumos para la industria de la construcción (cal y yeso). Opera 6 plantas cementeras; más de 80 plantas concreteras; 2 terminales marítimas; 5 plantas de agregados, y 23 centros de distribución. También tiene presencia en Centroamérica a través de 6 plantas cementeras ubicadas en Honduras, El Salvador, Nicaragua, Guatemala, Costa Rica y Panamá.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Sólida posición en el mercado cementero mexicano. En la actualidad APASCO mantiene una participación en el mercado mexicano de cemento del 24.0%, por lo que se ubica como el segundo productor y proveedor de cemento en el país. Sana Estructura Financiera, APASCO mantiene la mayor cobertura de deuda del sector cementero mexicano al ubicarse en 29.13 veces en el 1T03 y una proporción de Pasivo Financiero a Capitalización Total del 11.0%. Lo anterior y la



sólida generación de flujo de efectivo ubica a APASCO en una posición defensiva en un ambiente de desaceleración económica.

Atractiva Valuación por Múltiplos vs. CEMEX (8.31x) y el promedio nacional (7.08x), APASCO mantiene un múltiplo VE/UAIID atractivo.

FACTORES DE RIESGO

Recesión Económica en EUA. Una recesión en la economía de EUA afectaría el desempeño de la economía nacional, lo que presionará a la actividad constructora, resultando en un significativo descenso en la demanda de cemento. Sin embargo, si prevemos un avance de la economía mexicana del 2.0%, se esperaría que la demanda de cemento pueda exhibir un incremento del 4.0% durante este año.

PERSPECTIVAS

El incremento en la disponibilidad de créditos hipotecarios por parte de las diferentes instituciones, así como el comienzo de licitaciones de proyectos importantes de infraestructura alentarán incrementos en la demanda de cemento de entre 4 y 5% y en la demanda de concreto (6-8%). Por esta causa, estimamos que APASCO podría registrar avance en sus volúmenes de venta de cemento y de concreto de 4.0% y 7.0%, respectivamente. Asimismo, en el rubro de precios, si prevemos niveles similares a los del 2002, en términos reales, y ante la reducción de costos y gastos, la generación de flujo operativo podrá alcanzar un mayor nivel vs. el 2002. Por lo anterior, su sana situación financiera y su envidiable generación de flujo, lo hacen una emisora atractiva dentro de la industria cementera mexicana.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CEMENTERA
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	2.05%
Acciones en Circulación (000)	236,180
Rendimiento Estimado '03	11.70%
Valor de Capitalización (000)	17,118,326
Beta	0.61
Volatilidad Diaria 12 M	23.08%
Precio actual	72.48



RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2.0	1.7	1.2	1.2	1.8	1.1
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.6	1.3	0.7	0.8	1.5	0.8

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	157.3%	167.1%	172.0%	170.0%	167.2%	170.0%
Utilidad Operativa/Ventas	27.1%	32.0%	35.0%	35.3%	33.1%	34.0%
UAIID/Ventas	35.3%	39.9%	42.0%	42.3%	40.5%	41.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	14.8%	17.4%	25.0%	25.0%	15.9%	23.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	15.8	25.2	37.0	35.2	18.4	36.5
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	2.7	11.0	11.5	12.6	2.6	2.8



Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	41.2%	34.4%	33.0%	33.0%	40.7%	33.0%
Pasivo Total/Capital Contable	70.2%	52.5%	49.0%	49.0%	68.6%	49.0%
Deuda ME/Deuda Total	90.2%	83.0%	21.0%	20.0%	87.8%	20.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	21.7%	11.7%	11.0%	11.0%	21.5%	11.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	18.8%	23.0%	23.0%	23.0%	20.2%	23.0%

FACTORES DE RIESGO

Cobertura Geográfica. Dada su posición de líder en el mercado de Chihuahua, un mayor avance en este mercado resulta marginal. Por otra parte, al mantener una participación en el mercado de EUA, debe tomarse en cuenta la perspectiva para el comportamiento operativo de sus plantas en aquél país, ante la falta de señales más claras sobre un mejor desempeño económico en EUA. **Impuestos.** Al ser un participante importante en el mercado de EUA, el cemento que GCC exporta desde su planta de Samalayuca paga un impuesto compensatoria alto.

PERSPECTIVAS

Se espera que para el 2003 la demanda de cemento en México registre un crecimiento entre 4 y 5% que podrá alentar un ascenso del mismo orden en los volúmenes de venta de GCC en el mercado doméstico y que compensarán la debilidad en los volúmenes de venta que se puedan presentar en las operaciones de EUA.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CEMENTERA
--------	-----------



Mercados	BMV
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.00%
Acciones en Circulación (000)	332,276
Rendimiento Estimado '03	4.84%
Valor de Capitalización (000)	2,930,674
Beta	0.13
Volatilidad Diaria 12 M	22.36%
Precio actual	8.82

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	4.2	5.9	4.0	3.8	5.1	3.8
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	3.2	4.8	2.4	1.9	3.9	2.1

Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	157.1%	156.6%	157.0%	157.0%	154.2%	157.0%
Utilidad Operativa/Ventas	25.9%	25.7%	26.0%	26.0%	27.3%	27.0%
UAIID/Ventas	33.7%	35.1%	36.0%	35.0%	36.0%	36.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	12.3%	10.3%	14.0%	14.0%	10.6%	14.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	7.3	11.8	13.7	15.8	8.7	13.5
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.8	1.0	1.2	1.1	0.7	1.2



	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Apalancamiento						
Pasivo Total/Activo Total	50.3%	49.8%	50.0%	50.0%	51.0%	50.0%
Pasivo Total/Capital Contable	101.3%	99.2%	99.0%	99.0%	104.3%	99.0%
Deuda ME/Deuda Total	36.6%	47.6%	29.0%	29.0%	46.9%	29.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	37.8%	37.4%	37.0%	37.0%	39.5%	37.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	7.3%	7.0%

16. GEO B (NYSE: N.A.) CORPORACIÓN GEO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Corporación GEO es una promotora de conjuntos habitacionales totalmente integrada que evalúa y adquiere terrenos, elabora planes maestros, obtiene autorizaciones gubernamentales y recibe cartas de financiamiento hipotecario (INFONAVIT y FOVI). Corporación GEO fue constituida en 1981 y utiliza técnicas de diseño innovadoras que le permiten ofrecer viviendas a bajos precios, así como, reducir el tiempo de construcción. Mantiene participación minoritaria en Chile a través de GeoSal.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Fuerte presencia en el mercado de Vivienda. Actualmente, GEO se posiciona como el líder desarrollador de vivienda y mantiene cerca del 9.0% de participación en un mercado altamente fragmentado. En el 2002, GEO alcanzó un volumen de venta de 27,112 viviendas, 12.5% más que en el 2001. Sólido avance en ingresos y generación operativa. En el 2003, GEO espera registrar un avance en su volumen de venta de entre 10 y 12%, lo que le permitirá avances del mismo orden en su UAID y un margen medio punto porcentual superior al margen UAID/ventas del 2001. Estructura Financiera. Del 2000 al 2002, la situación financiera de GEO mejoró significativamente, lo que le ha permitido elevar su nivel de rentabilidad. No obstante, aún se mantiene por debajo de su competidor ARA.

FACTORES DE RIESGO

Dependencia en el desempeño de INFONAVIT, SHF y FOVISSSTE. ARA depende en buena medida de la disponibilidad de hipotecas que otorgan estas instituciones. Cualquier cambio en las reglas de otorgamiento (P.ejem.



INFONAVIT con nuevas reglas para adquisición de vivienda y que implican que el comprador pague un enganche del 5.0% del valor del inmueble), afectará el desempeño no únicamente de la empresa sino de todo el sector. Estacionalidad. La construcción de vivienda está afectada por los ciclos de operación y de préstamos de diversas instituciones que otorgan financiamiento hipotecario, que pueda ocasionar un incremento en costos. Por lo anterior, cualquier promotor de vivienda debe buscar fuentes alternas de financiamiento con ciclos de operación complementarios.

PERSPECTIVAS

Para el 2003, la perspectiva para el sector de la vivienda es positivo. Se estima que entre las diversas instituciones que otorgan créditos hipotecarios, se ofrezcan poco más de 500 mil viviendas además de los diversos cambios en las reglas de otorgamiento que algunas instituciones han venido realizando y que permiten acceder a estos créditos de una forma más fácil. Lo anterior, así como la expectativa de que GEO incremente sus ingresos y flujo de generación operativa entre el 10 y 12%, hacen de GEO una buena opción para invertir.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	VIVIENDA
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	0.36%
Acciones en Circulación (000)	102,474
Rendimiento Estimado '03	19.99%
Valor de Capitalización (000)	3,074,232
Beta	0.71
Volatilidad Diaria 12 M	32.67%
Precio actual	30.00

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2.2	2.1	5.2	5.3	2.2	5.1
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.4	1.4	.3.2	3.3	1.5	3.3



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	135.2%	135.5%	136.0%	137.0%	134.6%	136.0%
Utilidad Operativa/Ventas	14.1%	15.5%	15.8%	16.5%	14.6%	15.3%
UAID/Ventas	16.1%	17.3%	17.6%	18.2%	16.5%	18.3%
UAID12M/Activo Total Prom.	10.9%	13.1%	16.0%	17.0%	11.6%	15.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	3.7	4.7	6.3	8.0	4.5	6.3
UAID12M/Pasivo Financiero Neto	0.5	0.7	0.6	0.6	0.4	0.6

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	59.8%	58.1%	59.0%	59.0%	60.8%	59.0%
Pasivo Total/Capital Contable	148.9%	138.8%	148.0%	144.0%	155.2%	147.0%
Deuda ME/Deuda Total	8.3%	3.1%	2.0%	3.0%	1.8%	2.0%
Pasivo	49.5%	44.6%	48.0%	47.0%	50.1%	48.0%



Financiero/Capitalización Total							
Porción CP/Pasivo con Costo	62.5%	65.9%	58.0%	59.0%	57.5%	59.0%	

17. ICA * (NYSE: ICA) EMPRESAS ICA SOCIEDAD CONTROLADORA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Es una compañía tenedora, cuyas subsidiarias se dedican a una amplia gama de actividades relacionadas con la construcción que comprenden la construcción de obras de infraestructura, así como la construcción en las ramas industrial, urbana y de vivienda, para el sector privado y el público. También, construyen, operan y dan mantenimiento a carreteras, puentes, túneles por concesiones otorgadas por el gobierno mexicano y gobiernos extranjeros, y administran y operan estacionamientos, y, además, realizan desarrollo inmobiliario y construyen viviendas, entre otros.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Backlog. Durante el 1T03, a través de su subsidiaria ICA Fluor Daniel y en asociación con Schlumberger Oilfield Services, firmó un contrato de servicios integrados para el desarrollo de la reserva de Chicontepec por un monto de US\$500 millones. Este contrato, que es uno de los más grandes en su tipo; el contrato para la construcción de la hidroeléctrica El Cajón, en Nayarit por US\$748 millones, y nuevos contratos en España y Portugal por cerca de US\$37 millones, llevaron el nivel de backlog de la empresa de 11 meses a 27 meses de ventas despejando así dudas sobre su desempeño operativo. Desinversiones. Durante el 2003 y 2004, ICA planea desinvertir US\$100 millones, con lo cual reducirá deuda.

FACTORES DE RIESGO

Situación Financiera. A pesar de que las dudas sobre el incremento en su nivel de contratación de ventas se han despejado, la liquidez de la empresa es reducida. Aún y cuando la empresa cuenta ya con un crédito puente por US\$90 millones para iniciar los trabajos en El Cajón, es imperativo que la ICA realice una reestructura del remanente de su bono convertible por US\$96.4 millones que vende en marzo del 2004. adquisición de nuevos contratos. La apretada liquidez (0.92x) de la empresa le permite únicamente participar en proyectos cuyo monto



no exceda los US\$200 millones, toda vez que el proyecto de El Cajón generará flujo hasta su conclusión.

PERSPECTIVAS

2003 podrá ser un buen año para el sector constructor mexicano toda vez que tras mucho tiempo las licitaciones para carreteras, para la construcción de hidroeléctricas y termoeléctricas por parte de la CFE, y las licitaciones para la construcción de plataformas marinas por parte de PEMEX comienzan a darse. A finales de abril, se publicaron las bases para la reconfiguración de la refinería de Minatitlán (6 paquetes) en la que ICA participa. Por otra parte, tras haberse adjudicado el “megaproyecto del sexenio” de El Cajón a una constructora mexicana, queda claro que la participación de las constructoras extranjeras no se verá favorecida como venía ocurriendo.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	CONSTRUCCIÓN
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Media
Ponderación en IPyC	0.20%
Acciones en Circulación (000)	621,561
Rendimiento Estimado '03	17.20%
Valor de Capitalización (000)	1,504,179
Beta	1.36
Volatilidad Diaria 12 M	68.64%
Precio actual	2.42

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.1	1.1	0.7	0.7	1.0	0.9
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.9	0.9	0.5	0.5	0.9	0.6



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	107.3%	116.3%	115.0%	116.0%	116.6%	116.0%
Utilidad Operativa/Ventas	-7.9%	1.9%	3.0%	3.7%	2.0%	6.9%
UAIID/Ventas	4.6%	7.0%	7.9%	7.1%	7.3%	9.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	-3.5%	0.9%	5.0%	6.0%	-4.2%	4.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	0.9	1.3	1.3	1.5	0.8	1.4
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.2	0.3	0.5	0.5	0.1	0.3

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	71.1%	72.9%	72.0%	69.0%	72.6%	71.0%
Pasivo Total/Capital Contable	245.5%	268.3%	266.0%	238.0%	265.1%	261.0%
Deuda ME/Deuda Total	60.1%	48.5%	12.0%	9.0%	63.7%	19.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	52.7%	57.0%	42.0%	33.0%	53.2%	53.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	33.2%	22.7%	43.0%	43.0%	29.7%	43.0%

19. KIMBER A (NYSE: N.A.) KIMBERLY-CLARK DE MÉXICO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Kimberly-Clark de México (KIMBER) elabora y comercializa papel higiénico, facial, servilletas (denominado en conjunto papel tissue), productos para protección femenina, pañales desechables, papel para escritura e impresión, papel para



cigarro y cuadernos, entre otro. Mantiene una posición líder en la manufactura de productos de papel blanqueado.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Posición privilegiada frente a sus competidores. Pese a que el 2002 fue un año difícil para el sector de la celulosa y el papel al verse deprimidos los precios de estos insumos y afectando de manera significativa el desempeño de empresas como COPARMEX y CODUSA (competidores de KIMBER en algunos rubros), y el menor consumo, la empresa logró, mantener su perfil financiero, la fortaleza crediticia y su posición de liderazgo en la mayoría de los mercados en los que participa.

Emisora defensiva. A pesar de que la empresa domina la mayoría de los mercados en los que participa y esto le impide tener un crecimiento más agresivo, su adecuado manejo en el capital de trabajo, su elevada generación de flujo operativo y su política de pagos de dividendos otorgan a KIMBER una posición ventajosa sobre otros títulos.

FACTORES DE RIESGO

Competencia. La fuerte competencia en el mercado de papel higiénico obliga a KIMBER a incrementar sus gastos. Lo anterior y el deterioro en los volúmenes de venta (papel para escritura e impresión), así como la desaceleración económica, han ocasionado una merma en su margen operativo. Mercado. KIMBER es una empresa madura en un mercado con potencial de crecimiento menor al de muchos otros sectores.

PERSPECTIVAS

A pesar de los efectos en la economía mexicana que provoca la incertidumbre sobre el desempeño de la economía de EUA, las expectativas en cuanto al consumo en nuestro país son positivas. Por esto, la empresa espera que en el rubro de ingresos se registre un avance del 5.0% durante este año y un crecimiento en la utilidad operativa cercano al 6.0% a pesar del avance en el costo de energéticos.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	PAPEL Y CARTÓN
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	1.95%
Acciones en Circulación (000)	1,201,333
Rendimiento Estimado '03	7.79%
Valor de Capitalización (000)	31,210,627
Beta	0.47



Volatilidad Diaria 12 M	21.85%
Precio actual	25.98

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.9	1.4	1.1	1.0	1.4	1.0
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.6	1.2	0.8	0.8	1.2	0.8

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	177.5%	173.1%	173.0%	174.0%	174.2%	174.0%
Utilidad Operativa/Ventas	31.3%	29.2%	29.6%	30.2%	29.2%	29.0%
UAID/Ventas	37.2%	35.9%	36.3%	37.0%	36.2%	35.5%
UAID12M/Activo Total Prom.	22.3%	20.5%	26.0%	26.0%	21.0%	25.0%

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Cobertura de Intereses						
(UAID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	13.5	12.8	13.9	17.1	13.0	13.9
UAID12M/Pasivo Financiero Neto	2.0	1.6	1.6	1.8	1.8	1.6

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Apalancamiento						
Pasivo Total/Activo Total	47.6%	48.6%	57.6%	57.9%	55.4%	57.8%
Pasivo Total/Capital Contable	91.0%	94.7%	136.0%	137.0%	124.3%	137.0%
Deuda ME/Deuda Total	69.0%	76.1%	31.0%	30.0%	68.8%	30.0%



Pasivo Financiero/Capitalización Total		30.8%	30.8%	36.0%	36.0%	35.4%	36.0%
Porción CP/Pasivo con Costo		17.1%	30.7%	30.0%	30.0%	16.5%	29.0%

20. AMTEL A1 (NYSE: N.A.) AMÉRICA TELECOM

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

La empresa nació como producto de la escisión en Telecom. El 30 de noviembre de 2001, con el objeto de separar las actividades relacionadas al sector de telefonía inalámbrica y otros negocios internacionales. Es una empresa constituida como controladora pura de acciones de otras compañías, principalmente de AMX. Como controladora pura, AMTEL no realiza operaciones propias, por lo que no tiene empleados. Es propietaria de las acciones de control de AMX, teniendo al cierre del 1T03 el 98.3% de los activos de la empresa se encuentran invertidas en AMX.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

El principal activo de la emisora, AMX muestra una sana estructura, una posición privilegiada en la industria y un crecimiento atractivo en sus ingresos, lo cual permite apoyar el valor de AMTEL en el mercado. AMTEL es propietaria de las acciones de control sobre AMX y muestra una alta bursatilidad. El descuento de AMTEL con respecto de su valor teórico al cierre del 2 de junio del año en curso (11.6%), es similar al promedio observado en el 2003, que se ubica en 12.7%. Considerando la valuación diaria de este descuento de la emisora con respecto a su valor teórico, se observa que el descuento ha aumentado de manera considerable con respecto al promedio del 2002, que se ubicó en 6.5%. Telcel (principal subsidiaria de AMX) ocupa una posición privilegiada en el mercado celular mexicano y una buena imagen corporativa.

FACTORES DE RIESGO

Principal riesgo: pasivo sin consolidar. Dada la baja cobertura de intereses y capital percibimos un riesgo, aunque creemos poco probable una falta de pago. El mercado tiene relativamente poca información sobre la estrategia de la empresa,



lo cual incide en la volatilidad del precio. Consideramos que el mayor descuento observado en la valuación de la emisora se deriva del riesgo implícito por el pasivo sin consolidar de la empresa y en un mercado altamente selectivo, los inversionistas buscan invertir emisoras que presenten riesgos limitados. Si bien consideramos que el uso del celular se ha generalizado en el mundo, en épocas recesivas su utilización podría reducirse, dado un menor ingreso disponible de la población. Así mismo las operaciones de AMX en Latinoamérica y EUA enfrentan una fuerte competencia, situación que podría obligar a esta empresa a reducir sus precios del servicio.



PERSPECTIVAS

No preveemos un cambio significativo en el balance de la emisora en el corto plazo. A pesar de que la empresa no cuenta con liquidez para hacer frente a sus pasivos financieros, creemos que la revolvencia de estos créditos se mantendrá en el corto plazo. La emisora ha mencionado que no prevé una fusión de la controladora con su principal subsidiaria (AMX), ni la venta de una porción importante de sus acciones en control, para hacer frente a sus pasivos. El 93% del pasivo sin consolidar de la emisora está denominado en dólares y el 73% tiene su vencimiento en el largo plazo. La cuota por administración cobrada a AMX estimada para el 2003 es de US\$15 millones. El servicio de la deuda estimado por la empresa para el 2003 es de entre US\$19 y US\$20 millones.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	TELECOMINICAC.
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	3.67%
Acciones en Circulación (000)	3,701,956
Rendimiento Estimado '03	11.76%
Valor de Capitalización (000)	31,466,623
Beta	1.45
Volatilidad Diaria 12 M	41.88%
Precio actual	8.50

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	N.A.	0.8	N.A.	N.A.	1.0	N.A.
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	N.A.	0.7	N.A.	N.A.	0.9	N.A.



	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad						
Ventas/ Costo de Ventas	N.A.	175.8%	N.A.	N.A.	185.8%	N.A.
Utilidad Operativa/Ventas	N.A.	21.9%	N.A.	N.A.	22.9%	N.A.
UAIID/Ventas	N.A.	36.4%	N.A.	N.A.	36.1%	N.A.
UAIID12M/Activo Total Prom.	N.A.	15.0%	N.A.	N.A.	20.7%	N.A.

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Cobertura de Intereses						
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	N.A.	5.78	N.A.	N.A.	5.8	N.A.
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	N.A.	0.7	N.A.	N.A.	0.9	N.A.

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Apalancamiento						
Pasivo Total/Activo Total	N.A.	60.5%	N.A.	N.A.	48.9%	N.A.
Pasivo Total/Capital Contable	N.A.	153.5%	N.A.	N.A.	95.5%	N.A.
Deuda ME/Deuda Total	N.A.	64.5%	N.A.	N.A.	50.7%	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	N.A.	53.4%	N.A.	N.A.	41.4%	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	N.A.	25.1%	N.A.	N.A.	28.2%	N.A.



21. AMX L (NYSE: AMX) AMERICA MÓVIL

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Proveedor líder de comunicación inalámbricas en México y A. Latina. Única empresa con cobertura nacional en México. Tiene subsidiarias en Guatemala, Ecuador, Brasil, Colombia, Venezuela, EUA y México. Se constituyó como una empresa independiente en septiembre del 2000 mediante la escisión de TELMEX. Es propietaria del 49% de CompUSA, que tiene como base de operaciones EUA. México representa la plaza más importante de AMX y el segundo lugar es ocupado por Brasil, en donde la empresa ahora tiene una participación de mercado de 30% en las regiones en las que participa y de 18% en el mercado brasileño.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Fuertes inversiones de capital le permiten mantener elevada competitividad. Buen potencial de crecimiento en A. Latina y EUA. Telcel ocupa una posición privilegiada en el mercado celular mexicano, con una participación superior al 70% y la cual se ha ampliado a pesar de la entrada de sus participantes. Su posición de líder se ha fortalecido por el debilitamiento financiero de algunos competidores y por el retraso en una agresiva participación de Telefónica (vía Pegaso). Destacado crecimiento en ingresos. Compite también con el principal proveedor de servicios de telefonía fija (Telmex) a quien ha logrado restarle una importante participación en el mercado de telefonía local. Sana estructura es su balance, a pesar de la reciente incorporación de nuevos pasivos. Las principales agencias calificadoras han ratificado una buena calificación sobre su deuda, a pesar de los efectos generados por la consolidación de Telecom Américas (Brasil).

FACTORES DE RIESGO

Tarifas a baja e intensificación de la competencia podrían afectar la rentabilidad de AMX, aunque no prevemos una guerra de precios en ninguno de los mercados en los que participa. El mercado brasileño muestra una intensa competencia. El ritmo de crecimiento de suscriptores e ingresos se ha reducido. Parte muy importante de sus suscriptores son clientes de prepago, los cuales tienen un consumo promedio significativamente menor que los clientes de contrato, por pertenecer a rangos de medios y bajos ingresos y son altamente afectados en épocas de desaceleración económica. El índice de desconexiones (CHURN) puede seguir creciendo como consecuencia de mayor competencia. Estimamos que la competencia se intensificará con la participación de Telefónica vía su adquisición Pegaso. Los indicadores de apalancamiento han mostrado deterioro por la incorporación de Telecom Américas.



PERSPECTIVAS

Derivado del buen reporte del 1T03, incrementamos ligeramente nuestra estimación de ingresos para el 2003, aunque se mantiene una clara desaceleración vs. 2002. Mejoramos ligeramente nuestro estimado en márgenes gracias a la exención de impuestos a algunos servicios. En suscriptores, estimamos que la empresa mantendrá un buen ritmo de crecimiento, aunque con contribución a ingresos cada vez menor. Estimamos que el mercado en México podría adicionar cerca de 4 millones de suscriptores en el 2003, de los cuales alrededor de 2/3 partes podrían ser atendidos por Telcel. También proyectamos mayor competencia en el mercado celular de México y Brasil. Incorporamos nuestra estimación del 2004 en la que observamos una constante desaceleración en los ingresos y ligeras mejoras en la rentabilidad.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	TELECOMUNICAC.
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	9.47%
Acciones en Circulación (000)	12,915,795
Rendimiento Estimado '03	14.29%
Valor de Capitalización (000)	122,054,267
Beta	1.12
Volatilidad Diaria 12 M	37.78%
Precio actual	9.45

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.2	0.9	1.1	1.2	1.0	1.0
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.0	0.8	0.5	0.7	0.9	0.4



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	186.2%	175.8%	167.0%	167.0%	185.8%	171.0%
Utilidad Operativa/Ventas	14.7%	21.7%	20.9%	21.2%	24.6%	23.3%
UAIID/Ventas	25.5%	36.1%	37.4%	38.5%	38.1%	38.5%
UAIID12M/Activo Total Prom.	6.6%	11.4%	22.0%	23.0%	8.5%	21.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	9.0	6.1	6.6	6.7	6.8	6.7
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	1.1	0.6	.07	0.7	0.5	0.7

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	38.9%	56.5%	55.0%	58.0%	44.5%	54.0%
Pasivo Total/Capital Contable	63.6%	129.8%	125.0%	142.0%	80.2%	119.0%
Deuda ME/Deuda Total	57.0%	66.0%	64.0%	78.0%	53.6%	64.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	27.7%	48.6%	47.0%	51.0%	36.3%	45.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	30.0%	22.6%	16.0%	16.0%	30.2%	16.0%



22. CIE B (NYSE: N.A.) CORP. INTERAMERICANA ENTRETENIMIENTO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Compañía líder de entretenimiento fuera de casa para los mercados de habla hispana en Ibero América y el mercado latino de EUA. Participa en diversos servicios recreativos y de esparcimiento que incluyen la operación de centros de espectáculos, parque de diversiones, la promoción y organización de eventos en vivo, ferias comerciales y exposiciones, comercialización de boletos de acceso a eventos, patrocinios publicitarios, alimentos, bebidas y productos promocionales. Actualmente opera el Hipódromo de las Américas en la Ciudad de México, así como un Centro de Exposiciones y eventos sociales. Recientemente firmó una asociación con TLEVISA vendiendo el 40% del negocio de entretenimiento en vivo en México.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Mantiene una posición de liderazgo en la industria de entretenimiento en vivo, industria altamente fragmentada. Muestra diversificación regional de ingresos, participando en diversos países de la región Iberoamericana lo cual le permite diversificar la fuente de sus ingresos, además de que en estas naciones atiende a mercados distintos, como son teatro, eventos en vivo, parques de diversiones, centros de apuestas, entre otros. La estructura de la deuda le permite un manejo financiero flexible, concentrando parte importante de sus vencimientos en los años 2005-2007. La empresa ha logrado mantener cierta estabilidad en sus márgenes de operación a pesar de las dificultades que ha presentado el entorno económico de las naciones en las que participa. Al asociarse con TLEVISA eliminó al principal competidor de entretenimiento en vivo y fortalece su posición en la industria.

FACTORES DE RIESGO

Fuertes inversiones de capital han generado un flujo libre negativo, aunque se espera que menores inversiones de capital sean requeridas, permitiendo concluir el 2003 con flujo libre de efectivo positivo. El retraso en la recuperación económica nacional puede afectar el gasto en entretenimiento y podría preverse un escenario similar en la región de Latinoamérica. El reciente escenario de guerra ha afectado al negocio de entretenimiento internacional, posponiendo la realización de algunos eventos por temores de atentados de eventos (principalmente en EUA y España). La emisora ha reducido su operatividad en la BMV pasando de un indicador de bursatilidad de 8.21 en nuestra publicación anterior a 8.08 al cierre del mes de mayo, factor que no contribuye en una apreciación del precio. A pesar del abaratamiento en los múltiplos de los años recientes, los indicadores de cierre de mayo, 2003 muestran premios considerables con respecto a su promedio 12 meses.



PERSPECTIVAS

Posterior al reporte del 1T03 decidimos reducir nuestra recomendación por considerar que la emisora podría retrasar la generación de efectivo libre positiva estimada para finales del 2003. De la misma forma, revisamos nuevamente a la baja nuestra estimación anual de ingresos al pasar de un crecimiento cercano al 10% a un crecimiento estimado de 8%. En términos de rentabilidad creemos que la empresa tendrá la capacidad de mantener márgenes similares a los del 2002. incorporamos nuestra estimación para 2004 y preveamos un panorama de menores ingresos y avances marginales en la rentabilidad del negocio. Preveamos que los negocios que mayor contribución al crecimiento en los años 2003 y 2004, serán el Hipódromo de las Américas, el Centro de Convenciones y los Centros de apuestas (Books y Yaks).

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	ENTRETENIMIENTO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	0.69%
Acciones en Circulación (000)	309,204
Rendimiento Estimado '03	7.03%
Valor de Capitalización (000)	5,720,272
Beta	1.10
Volatilidad Diaria 12 M	35.26%
Precio actual	18.50

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.3	1.2	1.9	2.2	1.0	1.9
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	1.2	1.2	0.3	0.7	1.0	0.3



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	164.9%	161.4%	165.0%	166.0%	161.8%	163.0%
Utilidad Operativa/Ventas	16.7%	16.3%	17.0%	17.6%	16.2%	16.5%
UAIID/Ventas	23.5%	23.3%	23.5%	23.7%	23.6%	23.2%
UAIID12M/Activo Total Prom.	7.5%	7.5%	11.0%	11.0%	7.2%	11.0%

Cobertura de Intereses	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
(UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	3.5	4.2	4.4	5.0	3.7	3.9
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4

Apalancamiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Activo Total	45.4%	44.3%	42.0%	41.0%	46.2%	44.0%
Pasivo Total/Capital Contable	83.1%	79.5%	105.0%	101.0%	85.8%	111.0%
Deuda ME/Deuda Total	5.7%	6.5%	5.0%	5.0%	5.4%	5.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	34.2%	35.8%	41.0%	40.0%	36.0%	43.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	14.3%	18.7%	14.0%	14.0%	12.2%	14.0%



23. TELECOM A1 (NYSE: N.A.) CARSO GLOBAL TELECOM

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

La empresa se constituyó el 24 junio de 1996 como resultado de la escisión de Grupo Carso, S.A. con objeto de segregar en TELECOM la titularidad de las acciones de TELMEX y otras empresas de telecomunicaciones. Es una empresa constituida como controladora pura que no tiene empleados ni operaciones propias. Es propietaria de las acciones de control de Telmex, teniendo al cierre del 1T03 una tenencia de 33.4% de las acciones en circulación de Telmex, con un total de 4,169 millones de acciones. Adicionalmente, es propietaria del 9.20% de una empresa norteamericana de telecomunicaciones, Netro Inc. y mantiene opciones por 100 millones de acciones de AMX.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

El principal activo de la emisora, Telmex muestra una sana estructura de balance, privilegiada en la industria y relativa estabilidad en sus ingresos, lo cual permite apoyar el valor de Telecom en el mercado. Adicionalmente, esta emisora es propietaria de las acciones de control sobre Telmex y muestra una alta bursatilidad en el mercado mexicano de valores. El descuento de Telecom con respecto de su valor teórico al cierre del 2 de junio del año en curso se ubica en 7.3% el cual es inferior al promedio observado en el 2003, 16.5%. Considerando la valuación diaria de este descuento de la emisora con respecto a su valor teórico, se observa que el descuento del 2003 ha aumentado ligeramente con respecto al promedio del 2002, que se ubico en 15%.

FACTORES DE RIESGO

Principal riesgo: pasivo sin consolidar. Dada la baja cobertura de intereses y capital que muestra hoy Telecom, percibimos un riesgo en este factor, aunque creemos poco probable una falta de pago sobre esta deuda. El mercado tiene relativamente poca información sobre la estrategia de la empresa, lo cual incide en la volatilidad del precio. Consideramos que el mayor descuento observado se deriva del riesgo implícito por el pasivo sin consolidar de la emisora y en un mercado altamente selectivo, los inversionistas buscan invertir en emisoras que presenten riesgo limitados. La emisora ha observado cierta volatilidad en el descuento registrado en comparación con su valor teórica, el cual muestra un promedio desde su escisión con AMTEL de 15.7% pero ha llegado a registrar descuentos superiores al 25.3%, por lo que la ampliación de este descuento podría darse nuevamente en el futuro, por una percepción de mayor riesgo sobre la emisora.



PERSPECTIVAS

No prevemos un cambio significativo en el balance de la emisora en el corto plazo. A pesar de que la empresa no cuenta con liquidez para hacer frente a sus pasivos, creemos que la revolvencia de estos créditos se mantendrá en el corto plazo. La emisora ha mencionado que no prevé una fusión de la controladora con su principal subsidiaria (Telmex), ni la venta de una porción importante de sus acciones en control, para hacer frente a sus pasivos. El perfil de la deuda sin consolidar muestra un plazo de vencimiento promedio de 2 a 3 años. La cuota por administración cobrada a Telmex estimada para el 2003 es de US\$20 millones. El servicio de la deuda estimado por la empresa para el 2003 es de alrededor de US\$29 millones.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	TELECOMUNICAC.
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	5.26%
Acciones en Circulación (000)	3,668,220
Rendimiento Estimado '03	23.23%
Valor de Capitalización (000)	44,055,326
Beta	1.18
Volatilidad Diaria 12 M	30.66%
Precio actual	12.01

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez						
Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.7	0.9	N.A.	N.A.	1.0	N.A.
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.6	0.8	N.A.	N.A.	1.0	N.A.



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	216.7%	199.1%	N.A.	N.A.	197.8%	N.A.
Utilidad Operativa/Ventas	38.4%	35.3%	N.A.	N.A.	36.6%	N.A.
UAIID/Ventas	54.0%	53.9%	N.A.	N.A.	54.8%	N.A.
UAIID12M/Activo Total Prom.	7.5%	7.5%	N.A.	N.A.	22.1%	N.A.

Cobertura de Intereses (UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.8	0.9	N.A.	N.A.	0.8	N.A.

Apalancamiento Pasivo Total/Activo Total	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Capital Contable	277.8%	241.5%	N.A.	N.A.	234.2%	N.A.
Deuda ME/Deuda Total	64.3%	65.7%	N.A.	N.A.	68.8%	N.A.
Pasivo Financiero/Capitalización Total	66.0%	63.1%	N.A.	N.A.	62.8%	N.A.
Porción CP/Pasivo con Costo	32.0%	27.9%	N.A.	N.A.	23.0%	N.A.



24. TELMEX L (NYSE: TMX) TELÉFONOS DE MÉXICO

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Proveedor integral de telecomunicaciones, líder en México. Propietaria y operadora del sistema de telecomunicaciones más grande de México. Es el operador líder de servicios de telefonía local fija, de larga distancia, transmisión de datos y acceso a Internet. Proporciona otros servicios como son, mensajes electrónicos, interconexión con diversas empresas de telefonía fija y celular y directorios telefónicos. Opera al amparo de una concesión otorgada por el Gobierno Federal en agosto de 1990 con vigencia hasta el año 2026 y la posibilidad de renovarla hasta por 15 años.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Amplio potencial de desarrollo del sector por baja penetración. Innovación constante en servicios para incrementar tráfico, buscando ampliar base de usuarios. Situación financiero sustentada por su posición de líder en la industria, la cual se ha fortalecido por el debilitamiento financiero observado en algunos de sus competidores . los niveles de apalancamiento son razonablemente sanos. S&P asignó el grado más alto otorgado por la calificadora y está basada en el buen perfil de crédito de Telmex y un extraordinario grado de seguridad en el pago de esta deuda. Política de dividendos y de recompra de acciones, atractiva para los inversionistas. Es la emisora con el índice de mayor bursatilidad en México, lo cual la convierte en una acción atractiva para los inversionistas individuales y grandes fondos de inversión en México y los principales mercados del extranjero. Un aumento en la operatividad en México, debe beneficiar el precio de Telmex.

FACTORES DE RIESGO

Erosión de tarifas, presiones salariales y limitada ampliación de programa de control de costos, afectan rentabilidad de la emisora. Alta dependencia de la reactivación económica. La apertura del mercado de LD provocó significativa reducción en participación de mercado. El fuerte crecimiento de la industria celular, ha representado una dura competencia para la empresa y según nuestra expectativa la competencia en el sector celular se intensificará en el futuro cercano. Ha decidido mantener sin cambio sus tarifas, lo que podría acrecentar las inconformidades de sus competidores. La nueva Ley de Telecomunicaciones, podría afectar sus operaciones, aunque no prevemos un impacto considerable dada la debilidad de algunos competidores. Posibilidad de nuevas inversiones internacionales en el sector podrían modificar el perfil del riesgo. Cambios tecnológicos le requieren de fuertes inversiones.



PERSPECTIVAS

Mantenemos nuestra estimación de ingresos para el 2003 con una baja de 1.8%, a pesar de las señales de mejora en algunos renglones del negocio (tráfico y LND), aunque consideramos que hay una estrecha dependencia de la recuperación económica hacia el 2S03. Moderamos ligeramente nuestra reducción anual de UAIID. Estimamos que la reducción gradual en márgenes se mantendrá, debido a una erosión en tarifas y presiones de salarios. Incorporamos nuestras estimaciones del 2004, año para el que estimamos un ligero avance en los ingresos y un ligero deterioro en rentabilidad. En el balance, estimamos que la empresa continuará con su sana estructura financiera, aún ante el escenario de nuevas adquisiciones, siempre y cuando éstas se realicen dentro del rango de inversión mencionado (US\$100 millones).

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	TELECOMUNICAC
Mercados	BMV,NYSE,NDQ
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	15.74%
Acciones en Circulación (000)	12,557,642
Rendimiento Estimado '03	22.76%
Valor de Capitalización (000)	196,401,516
Beta	0.99
Volatilidad Diaria 12 M	25.81%
Precio actual	15.64

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Liquidez Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.8	1.1	1.5	1.8	1.3	1.3
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	0.8	1.1	0.8	1.2	1.3	0.6



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	216.6%	199.1%	198.0%	207.0%	197.8%	195.0%
Utilidad Operativa/Ventas	38.4%	35.1%	34.9%	36.9%	33.5%	34.2%
UAIID/Ventas	53.9%	52.4%	51.8%	51.3%	51.6%	51.7%
UAIID12M/Activo Total Prom.	27.3%	23.4%	32.0%	31.0%	26.0%	34.0%

Cobertura de Intereses (UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	1.0	1.1	1.4	2.0	1.0	1.1

Apalancamiento Pasivo Total/Activo Total	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Capital Contable	209.1%	176.0%	141.0%	116.0%	171.5%	153.0%
Deuda ME/Deuda Total	71.4%	75.8%	77.0%	77.0%	77.8%	77.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	57.9%	52.0%	47.0%	42.0%	52.9%	50.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	25.1%	16.7%	18.0%	18.0%	11.9%	18.0%



25. TLEVISA CPO (NYSE: TV) TELEVISA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Es la compañía de medios de comunicación, más grande del mundo de habla hispana y uno de los principales participantes en la industria de entretenimiento en el ámbito mundial. A través de sus subsidiarias y asociaciones estratégicas, produce y transmite programas de televisión; programas para la televisión restringida; distribuye programas de televisión para el mercado nacional e internacional; desarrolla y opera servicios de televisión directa al hogar vía satélite; editorial y distribución de publicaciones; presta servicios de televisión por cable; produce y transmite programas de radio; produce y distribuye películas. Participación 15% en Univisión, la empresa de televisión de habla hispana más importante de EUA. Adquirió el 40% de la empresa OCESA Entretenimiento.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Líder de la industria de televisión mexicana (participación superior al 70%) y líder de medios en el mercado internacional del habla hispana, con capacidad de influir en la determinación de precios del gasto publicitario en México. Integración vertical y diversidad en medios publicitarios. Importantes asociaciones estratégicas. Endemol, Univisión, CIE, Prisa, entre otras. Transmite una proporción mayoritaria de los programas con mayor audiencia en México. Mantiene “grado de inversión” en su deuda permitiéndole abaratar el costo de su deuda y colocar en el extranjero, el bono privado de mayor plazo para una empresa mexicana. Reinició política de un pago de dividendos. Exporta su programación a gran número de países en el mundo y es el proveedor más importante de Univisión en la programación de su horario estelar. La población hispana de EUA muestra una tasa de crecimiento cinco veces superior a la comunidad no hispana. Sólida estructura en su balance y buena estructuras de vencimiento de pasivos.

FACTORES DE RIESGO

Fuente competencia por parte de TVAZTCA, afectando sus niveles de audiencia. Escenario económico dificultará continuar con su programa de mayores tarifas publicitarias. Limitación para continuar con su programa de reducción de costos en el 2003. Negocios de radio, TV cable y Editoriales, afectados por baja demanda y fuerte competencia, mostrando bajas en ingresos y deterioro en sus márgenes. Posibles riesgos de fondeo importantes, por acuerdos de controladora (Televisión) con accionistas minoritario (2005). La desaceleración económica en EUA podría continuar afectando la demanda publicitaria. En el 2003, consideramos que podría mejorar el escenario, gracias a un mayor gasto político derivado de cambios en el Congreso en México y algunas elecciones gubernamentales, pero no prevemos un impulso considerable a los ingresos.



PERSPECTIVAS

Estimamos que los ingresos del 2003 podrían mostrar un avance de 3.4% en términos reales, impulsados parcialmente por el gasto publicitario político derivado de las elecciones a realizarse a mediados del año. Estimamos un margen UAID superior al del 2002, por efectos de una mayor contribución del gasto electoral a la rentabilidad de la empresa y una mayor contribución de ingresos. Esperamos que la empresa será capaz de mantener una postura de fuerte competencia en términos de niveles de audiencia con TVAZTCA. Creemos que durante el 2003, es factible ver un cambio tangible en la rentabilidad de algunos negocios distintos a televisión, pero el retraso en los tiempo inicialmente previstas, nos mantienen cautelosos al respecto. Incorporamos nuestro escenario 2004 y prevemos un mejor año en términos de ingresos y rentabilidad gracias a los Juegos Olímpicos 2004 y mejores condiciones en los negocios distintos a televisión abierta.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	MEDIA
Mercados	BMV, NYSE
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	4.36%
Acciones en Circulación (000)	3,339,044
Rendimiento Estimado '03	13.76%
Valor de Capitalización (000)	48,283,462
Beta	1.50
Volatilidad Diaria 12 M	39.61%
Precio actual	15.91

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Liquidez	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Activo Circulante/Pasivo Circulante	5.3	4.2	4.2	4.1	3.4	3.9
Activo Circulante-Inventario/Pasivo Circulante	4.4	3.5	1.9	1.8	2.5	1.6



Productividad, Eficiencia, Rentabilidad y Calidad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Ventas/ Costo de Ventas	160.5%	160.8%	163.0%	163.0%	156.4%	159.0%
Utilidad Operativa/Ventas	20.9%	21.6%	22.2%	22.3%	21.0%	21.1%
UAIID/Ventas	28.4%	30.3%	31.0%	31.9%	29.4%	30.0%
UAIID12M/Activo Total Prom.	9.3%	9.1%	13.0%	13.0%	9.4%	13.0%

Cobertura de Intereses (UAIID+Intereses Ganados)/Intereses pagados	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
UAIID12M/Pasivo Financiero Neto	0.7	1.1	1.3	1.1	0.8	1.1

Apalancamiento Pasivo Total/Activo Total	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Pasivo Total/Capital Contable	162.7%	164.8%	153.0%	137.0%	128.3%	155.0%
Deuda ME/Deuda Total	72.6%	75.5%	72.0%	72.0%	73.7%	72.0%
Pasivo Financiero/Capitalización Total	41.3%	40.6%	41.0%	41.0%	39.7%	41.0%
Porción CP/Pasivo con Costo	2.5%	8.5%	9.0%	9.0%	8.6%	9.0%



26. GFBB B (NYSE: N.A.) GRUPO FINANCIERO BBVA BANCOMER

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

GFBB es el segundo Grupo Financiero más grande en activos de México. Su principal subsidiaria bancaria es Bancomer que fue fundado en 1932, y al cierre del 2002 cuenta con 1,665 sucursales y 3,752 cajeros automáticos. En el extranjero tiene sucursales en Londres y Gran Caymán, agencias en Nueva York y Los Angeles y una oficina de representación en Sao Paulo, Brasil. El principal accionista de GFBB es BBVA con una tenencia aproximada del 54.5%. BBVA es uno de los más grandes Grupos Financieros en la zona Euro, al cierre del 2002 maneja activos por US\$293.1 billones y cuenta con 93,093 empleados, de los cuales, 31,737 trabajan en España 59,293 en Latinoamérica y 2,063 en el resto del mundo.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

Posterior a que se dio a conocer el reporte al 1T03, las calificadoras Standard & Poors y Fitch IBCA, incrementaron sus calificaciones de BBVA Bancomer, lo que ratifica la solidez de los resultados financieros del Grupo. Lo anterior es reflejo de la mejora que se ha observado en la estructura financiera y en la rentabilidad del Grupo, siendo esta del 13% medida en términos del retorno sobre capital durante los últimos 12 meses terminados al cierre de marzo del 2003. Los niveles de capitalización que GFBB reporta al cierre de marzo, medidos con respecto de los activos en riesgo de crédito y de mercado, se ubican en 11.02% con relación del capital básico y del 14.06% contra el capital neto. Consideramos que los niveles actuales de múltiplos a los que cotiza GFBB son atractivos, siendo el múltiplo P/VL de 1.55 veces, cifra que en nuestra perspectiva podría ligar a cotizarse en 1.70 veces, lo que representa un atractivo potencial de rendimiento para las acciones de GFBB en lo que resta del año.

FACTORES DE RIESGO

Es importante que el banco incremente su capacidad de generación de ingresos, ya que es necesario que amortice más aceleradamente el alto monto de impuestos diferidos que aun mantiene. Al cierre de marzo del 2003, los impuestos diferidos de GFBB representaron el 40% del capital contable del Grupo. Debido a los fondos que el FOBAPROA (Ahora IPAB) inyectó a un gran número de bancos en México, éstos bancos cuentan con un elevado porcentaje de participación del pagaré IPAB en su cartera de crédito vigente, GFBB no es la excepción, siendo el pagaré del IPAB el 33.9% del total de dicha cartera al 1T03. Esto representa un riesgo no solo para GFBB, sino para todos aquellos Bancos que cuenten con dicho pagaré, principalmente por la posibilidad de una liquidación anticipada por parte del Gobierno, lo que implicaría una reducción considerable en el tamaño de la cartera de crédito de GFBB.



PERSPECTIVAS

Estimamos que el nivel de tasas de interés se mantendrá en un promedio de 7.8% durante el 2003, o incluso ligeramente por arriba hacia finales de dicho periodo, por lo que el margen de GFBB para el resto del año continuará siendo positivo. Así mismo, esperamos que los ingresos recurrentes por concepto del cobro de tarifas y comisiones mantengan un crecimiento entre 1 y 2 puntos porcentuales por arriba de la inflación lo que, aunado a un mayor control de los gastos de operación, se traducirá en un atractivo crecimiento de la utilidad neta del Grupo. Durante el 2003, el esquema de la deducibilidad de los intereses reales de los créditos hipotecarios permitirá un aumento en dicha cartera. El pasado 24 de abril, el Senado de la República aprobó algunas modificaciones a las leyes que regulan a las instituciones de crédito, a lo que se le ha dado en llamar la Miscelánea de Garantías. El objetivo es perfeccionar los mecanismos jurídicos, de forma que alienten el otorgamiento de crédito en mejores condiciones, tanto para los banqueros como para los acreditados.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	FINANCIERO
Mercados	BMV,OTC
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	4.80%
Acciones en Circulación (000)	9,276,607
Rendimiento Estimado '03	11.23%
Valor de Capitalización (000)	83,396,695
Beta	1.07
Volatilidad Diaria 12 M	32.55%
Precio actual	8.99

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Rendimiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
ROA: Resultado Neto/Activo Total	1.43%	1.46%	1.53%	1.59%	1.36%	1.53%
ROE: Resultado Neto/Capital Contable	12.83%	11.31%	11.44%	11.40%	11.25%	12.48%



	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Operatividad						
Captación Total/Activo Total	75.84%	77.68%	74.05%	73.59%	73.27%	77.22%
Captación Total/Capital Contable	680.97%	602.72%	553.04%	528.15%	606.24%	630.46%
Cartera Crediticia/Captación Total	73.93%	64.73%	68.87%	69.31%	74.93%	66.69%
Cartera Crediticia/Capital Contable	503.46%	390.11%	380.88%	3.66.04%	454.27%	420.46%
Cartera Crediticia/Activo Total	56.07%	50.28%	51.00%	51.00%	54.90%	51.50%
Índice de Morosidad:C. Vencida/C. Total	5.30%	5.18%	4.80%	4.80%	5.00%	5.18%
Ingresos Financieros (12meses)/Cartera Crediticia	24.51%	21.28%	21.90%	21.74%	4.39%	5.50%
Captación Total/Ingresos Financieros(12meses)	551.84%	725.95%	663.13%	663.61%	3037.17%	2726.26%

	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Cobertura y Riesgo						
Reservas/Cartera Vencida	111.92%	100.70%	126.87%	139.32%	107.61%	110.39%
Reservas/Cartera Total	5.94%	5.21%	6.09%	6.09%	5.38%	5.71%

27. GFINBUR O (NYSE: N.A.) GRUPO FINANCIERO INBURSA

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

GFINBUR se conformó el 2 de Septiembre de 1992, sin embargo, la historia de las subsidiarias que conforman el Grupo datan de tiempo atrás. La casa de Bolsa, Inversora Bursátil, se conforma en 1965. Posteriormente en 1984 se adquirió el 100% de Seguros de México de Bancomer. Adicionalmente con la integración de La Guardiania, Compañía General de Fianzas, siendo hoy Fianzas Guardiania Inbursa, se conformó el Grupo Financiero. En 1993 y 1994 se constituyeron el Banco Inbursa. La constitución de la Afore Inbursa fue en diciembre de 1996.

CONSIDERACIONES DE INVERSIÓN

La calificadora de valores Fitch Ibcá recientemente asignó las siguientes calificaciones a Banco Inbursa: Largo plazo en moneda extranjera BBB- (perspectiva estable), corto plazo en moneda extranjero F3, largo plazo en



moneda local BBB, corto plazo en moneda local F2, Individual C y soporte 4. Las calificaciones de Banco Inbursa estuvieron basadas en su sólido desempeño desde su conformación en 1993, lo que se sustenta en su calidad de activos, en una sólida base de capitalización acorde con estándares internacionales y por positiva, aunque volátil, generación de utilidades. Esto en un ambiente de debilidad económica. El pasado 28 de abril, la asamblea de accionistas de GFINBUR aprobó el pago de un dividendo en efectivo de P\$0.15 por acción, pagadero a partir del 15 de mayo del 2003. Lo anterior, es posible gracias a que el Grupo Financiero mantiene una sólida estructura de capital.

FACTORES DE RIESGO

Dada la intensa participación de GFINBUR en los mercados de dinero, capitales, cambiario y de derivados, un incremento en la volatilidad podría afectar directamente el resultado de intermediación del Grupo, lo que a su vez afecta la generación de utilidades e incrementa el grado de especulación en dichas acciones. Esto puede resultar poco atractivo para algunos portafolios patrimoniales, lo que incrementa el grado de especulación en dichas acciones. La participación de GFINBUR como banca de menudeo es prácticamente nula, lo que podría implicar inversiones muy elevadas el penetrar un dicho mercado, razón que implicaría por un lado la necesidad de mayor capital, y por el otro un mayor aprovisionamiento que, llevado a resultados, podría disminuir la rentabilidad del Grupo en la etapa de posicionamiento.

PERSPECTIVAS

La baja en las tasas de interés ha provocado una sensible contracción en el margen financiero del Grupo, lo que podría continuar mientras no se aprecie un repunte en las tasas. Sin embargo, la volatilidad del tipo de cambio, así como el positivo comportamiento del mercado de capitales son dos factores que contribuirán a revertir el efecto de las tasas y permitirán los resultados de GFINBUR, en términos de crecimiento de la utilidad neta, continúan en ascenso durante los próximos tres trimestres. El escenario económico parece dirigirse hacia la recuperación, lo que podría continuar creciendo su cartera de crédito comercial, lo que se vería reflejado en una mejora en la rentabilidad del Grupo hacia finales del 2003.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	FINANCIERO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	3.30%
Acciones en Circulación (000)	3,028,026
Rendimiento Estimado '03	14.13%
Valor de Capitalización (000)	27,857,843



Beta	0.89
Volatilidad Diaria 12 M	34.02%
Precio actual	9.20

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Rendimiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
ROA: Resultado Neto/Activo Total	2.77%	3.33%	1.98%	2.02%	5.04%	1.69%
ROE: Resultado Neto/Capital Contable	6.00%	8.94%	5.75%	6.26%	9.89%	4.52%

Operatividad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Captación Total/Activo Total	37.48%	39.35%	39.37%	40.59%	35.45%	39.06%
Captación Total/Capital Contable	81.10%	105.53%	114.48%	125.50%	69.62%	104.14%
Cartera Crediticia/Captación Total	142.94%	149.14%	157.49%	152.74%	187.61%	158.74%
Cartera Crediticia/Capital Contable	115.92%	157.38%	180.30%	191.68%	130.61%	165.30%
Cartera Crediticia/Activo Total	53.57%	58.68%	62.00%	62.00%	66.51%	62.00%
Índice de Morosidad: C. Vencida/C. Total	1.02%	1.63%	1.82%	1.82%	2.47%	2.02%
Ingresos Financieros (12meses)/Cartera Crediticia	26.39%	17.14%	24.68%	25.92%	5.34%	6.10%
Captación Total/Ingresos Financieros(12meses)	265.09%	391.23%	257.31%	252.59%	998.59%	1032.75%

Cobertura y Riesgo	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Reservas/Cartera Vencida	936.26%	548.39%	465.51%	501.35%	398.02%	403.69%
Reservas/Cartera Total	9.58%	8.92%	8.49%	9.14%	9.81%	8.16%



28. GFNORTE O (NYSE: S.A.) GRUPO FINANCIERO BANORTE

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

El origen de Grupo Financiero Banorte se remonta al año de 1899 cuando se conformó Banco Mercantil de Monterrey. Posteriormente se unió con el Banco Regional del Norte en el año de 1947. Finalmente el 21 de Julio de 1992 se conforma lo que hoy conocemos como Grupo Financiero Banorte (GFNORTE). El banco Banpaís y Banco del Centro se fusionan en GFNORTE en febrero y septiembre del 2000, respectivamente. La más reciente adquisición fue la compra de BanCrecer hacia finales del 2001 por un monto de P\$1,650 millones. Recientemente, GFNORTE firmó un convenio con Export Development Canada (EDC), agencia oficial canadiense para créditos a la exportación, para el apoyo a comerciales entre ambos países.

CONSIDERACIÓN DE INVERSIÓN

Los resultados de GFNORTE ya reflejan parte de las sinergias que se están logrando con la integración de BanCrecer, hecho que ha contribuido a elevar el nivel de rentabilidad del Grupo. El índice de Retorno sobre Capital (ROE, por sus siglas en inglés) de GFNORTE de los últimos 12 meses terminados en marzo del 2003, se ubicó en 16.9%, y sin considerar la aportación extraordinaria de su socio italiano Generalli hubiera sido del 13.9%, nivel atractivo de retorno para un accionista tomando en consideración los actuales niveles de cotización de los Cetes. Las continuas operaciones de bancos extranjeros participando en los Grupos mexicanos ha permitido una importante revaluación de los múltiplos de este sector. Aunque el mercado accionario no ha reconocido del todo dichos premios, consideramos que esto implica un potencial de reevaluación de los precios de las acciones de los Grupos Financieros que cotizan en la BMV y que son de alta Bursatilidad. Tal es el caso de GFNORTE, en donde estimamos que podría alcanzar un precio objetivo de cierre para el 2003 en los P\$32 por acción.

FACTORES DE RIESGO

A marzo del 2003, GFNORTE mantiene un elevado porcentaje de su cartera de crédito en la cartera del IPAB y créditos a entidades gubernamentales, lo que representa el 63.45% de la cartera total. Esto continúa implicando un riesgo importante un riesgo importante a considerar, ya que GFNORTE tiene una alta dependencia a esta fuente de ingresos, y bajo el supuesto de un prepago por parte del Gobierno, tendría una afectación en los ingresos financieros del Grupo. Por otro lado, la pasada emisión de Obligaciones Subordinadas, No Preferentes. No acumulativas, Indizadas al dólar de EUA, No Susceptibles de Convertirse en



acciones de Banco Mercantil del Norte, S.A., podrían afectar la cotización de las acciones ante una valuación abrupta en el tipo de cambio, ya que incrementarían su costo para GFNORTE, aunque no descartamos la posibilidad de que el Grupo esté empleando algún tipo de cobertura cambiaria para compensar el efecto devaluatorio.

PERSPECTIVAS

En la asamblea ordinaria anual del pasado 29 de abril, se aprobó una política de pago de dividendos en la que cada año dicha asamblea podrá aprobar el pago de un dividendo consistente en cuando menos el 15% de utilidad neta recurrente de la sociedad. Esto es positivo siempre y cuando no se comprometa la capitalización del Grupo, ya que representa un atractivo adicional para los inversionistas con respecto de las acciones de GFNORTE. Estimamos que las campañas publicitarias serán más agresivas en los segmentos de créditos hipotecarios, ya que para el ejercicio del 2003, los beneficios fiscales sobre la deducibilidad de los intereses reales de los créditos hipotecarios incrementará su demanda, en donde se estima que GFNORTE podría incrementar su participación en este segmento dado que ahora cuenta también con la infraestructura de ventas de Bancrecer.

DATOS RELEVANTES DE LA ACCIÓN

Sector	FINANCIERO
Mercados	BMV
Bursatilidad	Alta
Ponderación en IPyC	1.66%
Acciones en Circulación (000)	499,926
Rendimiento Estimado '03	13.33%
Valor de Capitalización (000)	14,997,784
Beta	0.97
Volatilidad Diaria 12 M	36.21%
Precio actual	30.00

RAZONES FINANCIERAS (Miles de P\$ estimados a precios de Junio, 03)

Rendimiento	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
ROA: Resultado Neto/Activo Total	1.43%	1.04%	0.91%	0.88%	1.01%	0.91%
ROE: Resultado Neto/Capital Contable	15.25%	16.14%	12.70%	11.56%	15.62%	13.82%



Operatividad	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Captación Total/Activo Total	71.68%	78.39%	78.60%	76.80%	68.49%	77.94%
Captación Total/Capital Contable	766.37%	1213.90%	1100.08%	1005.08%	1056.34%	1179.91%
Cartera Crediticia/Captación Total	104.80%	94.87%	95.62%	93.75%	113.10%	94.95%
Cartera Crediticia/Capital Contable	803.18%	1151.65%	1051.90%	942.73%	1194.70%	1120.29%
Cartera Crediticia/Activo Total	75.12%	74.37%	75.16%	72.00%	77.46%	74.00%
Índice de Morosidad:C. Vencida/C. Total	5.71%	2.36%	3.18%	3.18%	3.48%	2.36%
Ingresos Financieros (12meses)/Cartera Crediticia	28.51%	16.90%	17.99%	17.86%	3.94%	4.50%
Captación Total/Ingresos Financieros(12meses)	334.64%	623.58%	581.45%	597.13%	2245.48%	2340.47%

Cobertura y Riesgo	Años					
	2001	2002	2003e	2004e	2T02	2T03
Reservas/Cartera Vencida	99.46%	126.66%	131.37%	136.51%	116.43%	172.38%
Reservas/Cartera Total	5.68%	2.99%	4.18%	4.34%	4.05%	4.07%