

2011

Enero

Febrero

Marzo

Abril

Mayo

Junio

# 4T11: buenas ba

## CONTEXTO

■ Debido a que la economía de Estados Unidos (EU) y de los países europeos está creciendo a un ritmo menor, por una gran volatilidad financiera producida por la incertidumbre de moratoria de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (PIIGS, por sus siglas en inglés), existe una desaceleración en la economía de México en 2011, al crecer en promedio 4% durante los primeros trimestres de ese año. La mayor parte se concentra en el sector secundario (manufactura); sin embargo, claramente hay una expansión económica de EU que disipa la incertidumbre de crecimiento para nuestro país en 2012.

se sabe el número de veces que la deuda sobrepasa al EBITDA anualizado, o capacidad de hacer frente a su deuda. A mayor apalancamiento, el riesgo financiero crece; a menor apalancamiento y deuda neta, menor grado de riesgo financiero.

Nuestro análisis se basa en las empresas que cotizan en Bolsa y mantienen una bursatilidad alta o media, y por tanto tienen interés en sostener un precio de acción adecuado y representativo en el mercado de capitales.

## ELEMENTOS DE MEDICIÓN

Este modelo de evaluación financiera se basa en tres factores:

- 1 **Indicador de crecimiento** sostenido de ingresos, evaluado para el trimestre vencido en el año en curso. Si una empresa demuestra un crecimiento sostenible, al menos por encima de la inflación, significa que el ritmo de productos y servicios que produce se expande y, por consiguiente, su mercado y/o su posición competitiva con respecto de otros participantes, por ello las denominamos exitosas. Al contrario, a las firmas sin crecimiento que operan en un mercado maduro o pierden competitividad y mercado con otros participantes, las llamamos perdedoras.
- 2 **Crecimiento de EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization, por sus siglas en inglés) o UAFIDA (Utilidades Antes de Financieros, Impuestos, Depreciación y Amortización). Mide los resultados operativos empresariales. Un crecimiento de éste corresponde a empresas exitosas.

Las perdedoras muestran una caída en su eficiencia operativa reflejada, principalmente, en un deterioro en su capacidad productiva, ya sea como consecuencia de cambios en el mercado o con respecto de otros participantes.

- 3 **Apalancamiento** o grado de compromiso con acreedores a través del uso de deuda como fuente de capital. Las empresas tienen sólo dos fuentes de capital: el de los accionistas que recibirán a través del tiempo un dividendo, como compensación y repago, y la plusvalía en el valor de la acción, y el que corresponde al financiamiento externo que se obtiene para realizar inversiones o compra de activos y que traerá como consecuencia una palanca financiera mayor. Las firmas, al aumentar su nivel de endeudamiento con respecto de su capital total o a su capacidad para enfrentar dichos pagos, incrementan su riesgo financiero. Una forma de medir el grado de endeudamiento es a través de la Razón Financiera de Apalancamiento, con ella

## RESULTADOS

En el 4T11 siete empresas pasaron de perdedoras a exitosas (IDEAL, BIMBO, GCARSO, SORIANA, PASA, TELMEX y URBI) y tres a la inversa (CMOCTEZ, POCHTEC y CICSA). Cinco del listado de las perdedoras crecen en ingresos, pero decrecen en EBITDA, es decir, tienen pérdida de eficiencia.

Las exitosas se enumeran con base en el primer indicador que es porcentaje de crecimiento de ingresos al 4T11 versus el mismo periodo de 2010 y sólo se incluyen empresas con crecimientos positivos durante el pasado 4T11. Como segundo filtro, se enlistan las que tienen crecimiento positivo de EBITDA en el 4T11 versus 2010 y que a su vez hayan tenido un incremento de ingresos en este mismo trimestre. La tercera columna muestra el apalancamiento o riesgo financiero que la firma reporta (utilizando un EBITDA anualizado). Es decir, a mayor deuda neta sobre EBITDA, su riesgo financiero aumenta e incluso su calificación crediticia puede disminuir al tener comprometidos flujos futuros con acreedores. Una cifra de apalancamiento superior

Julio

Agosto

Septiembre

Octubre

Noviembre

Diciembre

Cuarto Trimestre

# ses

a 2.5 veces demuestra un riesgo alto, como los casos de IDEAL, ICA, ELEKTRA, GCC, CEMEX, VITRO, COMERCI, AXTEL, POCHTEC, HOMEX, GFAMSA, MAXCOM y SARE (ésta última es la única empresa en ambas listas con EBITDA negativo, al no generar resultados de operación positivos).

Las exitosas muestran estrategias diferenciadas pero todas con resultados favorables. Han crecido eficazmente, mejorando la eficiencia interna, como lo demuestra su crecimiento de EBITDA. Las primeras empresas de esta lista son las de construcción y las dedicadas principalmente a la infraestructura: IDEAL (1), ICA (3) y PINFRA (24) un poco más atrás, al tener la mayor parte de su portafolio en proyectos maduros.

Le siguen las acereras SIMEC (5) e ICH (6) y las mineras PE&OLES (8) y GMEXICO (15), lo cual indica el dinamismo en los sectores básicos de infraestructura y *commodities*, como resultado del incremento en la inversión de infraestructura, al expandir nuestra economía, y en el aumento en los mercados de los precios de materias primas, efecto económico que se observa típicamente a la salida de los periodos recesivos y como consecuencia de una rápida expansión y demanda de materias primas básicas y de infraestructura, ambos limitados por una capacidad productiva baja, debido a una inversión contenida durante periodos de desaceleración económica.

En este trimestre repiten como exitosas ALFA (10), CYDSASA (12), MEXCHEM (23) y VITRO (32), así

como las empresas de materiales y cementeras GCC (18) y CEMEX (19), debido a la expansión económica y particularmente industrial en México. Por otro lado, aunque muestran crecimientos, CMOCTEZ (39), POCHTEC (40) y KIMBER (43) se distancian de sus pares de industria porque extrañamente presentan decrecimientos en EBITDA y, por tanto, se reportan como perdedoras en 4T11.

En el tercer grupo de exitosas están las que pertenecen a los segmentos de alimentos y comercial del sector primario y terciario, favorecidas por el incremento en el consumo: GRUMA (4) y BIMBO (7), de alimentos; las refresqueras y cerveceras KOF (11), FEMSA (14), ALSEA (17) y GMODELO (28), todas con crecimientos en 4T11 en ingresos y EBITDA.

**Para el 4T11 las exitosas pasaron de 34 a 38, reportando crecimientos de ingresos y de utilidad operativa.**

Entre las comerciales exitosas están ELEKTRA (9), WALMEX (20), SORIANA (31) y COMERCI (34). Como perdedoras encontramos extrañamente con un mal trimestre en EBITDA a GIGANTE (41) y GFAMSA (44), que ha sido perdedora todo 2011. Es relevante mencionar el contraste: WALMEX (20) ha sido exitosa durante tres años.

LAB (13) es otra empresa listada durante tres años como exitosa. Siempre ha estado dentro de las 15 mejores en relación con el crecimiento y eficiencia, al reportar incrementos de dos dígitos, generalmente tanto en ingresos como en EBITDA trimestre a trimestre. Las aeropor-

tuarias con OMA (16), ASUR (22) y GAP (25) son otro grupo exitoso con incrementos favorables en ventas y EBITDA, derivados de la expansión del sector turismo en México.

Las vivienderas muestran resultados combinados: aparecen como exitosas GEO (26) y PINFRA (37) y como perdedoras HOMEX (42), ARA (48) y SARE (49), ésta última con una caída continua desde hace más de tres años, es decir, decreciendo en ingresos y en EBITDA durante este tiempo. Estas empresas de alto requerimiento de mano de obra fueron favorecidas por una política contracíclica al final del periodo recesivo y, por tanto, la comparación relativa les perjudica en estos momentos.

Las firmas de servicios telefónicos y/o televisivos generalmente son reportadas como exitosas, creciendo y mejorando su rentabilidad, tal es el caso de AMX (21), TLEVISA (27), TELMEX (35), TVAZTCA (36) y AXTEL (38); en cambio, MAXCOM (45) sigue como perdedora y diferenciándose en su sector. Otras listadas como exitosas en este trimestre son BOLSA (6), MEGA (30) y PASA (33).

Durante el 4T11 las perdedoras en Bolsa son sólo 11, la lista más pequeña en tres años. Muestran caída en crecimiento y/o rentabilidad durante el trimestre. Entre ellas están las vivienderas ya mencionadas HOMEX (42), ARA (48) y SARE (49), y del sector comercial GIGANTE (41) y GFAMSA (44), además de CMOCTEZ (39), POCHTEC (40), KIMBER (43), MAXCOM (45), CICSA (46) y AUTLAN (47). ☹

“ Un crecimiento sostenible, al menos por encima de la inflación, significa que el ritmo de productos y servicios que producen se expande, y por consiguiente su mercado también. ”



# INDICADOR DE DESEMPEÑO

## EMPRESAS EXITOSAS

CUARTO TRIMESTRE 2011 (MDP)				LISTADOS DE CONSISTENCIA								EMISORA	INGRESOS	EBITDA	DEUDA NETA/ EBITDA AÑO APALANCA- MIENTO
INGRESOS	EBITDA	DEUDA	EFFECTIVO	2010				2011					%3T11 VS 10	%3T11 VS 10	
2011				1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11		%CRECIMIENTO		
2,830	1,149	32,417	5,868	5	10	52	3	32	27	35	1	IDEAL	75.6%	50.5%	5.78
332	288	4	2,202	13	5	11	18	14	22	18	2	BOLSA	43.4%	35.4%	
12,785	1,115	51,343	7,963	32	13	9	24	9	23	14	3	ICA	41.9%	24.1%	9.72
16,590	1,756	13,105	1,180	51	48	48	51	29	17	6	4	GRUMA	40.2%	134.4%	1.70
7,867	936	709	6,718	7	35	10	33	41	18	10	5	SIMEC	39.6%	208.4%	
8,665	1,064	4	7,356	12	36	8	35	36	20	9	6	ICH	38.0%	193.5%	
41,624	4,596	47,192	3,966	38	34	40	44	40	37	39	7	BIMBO	36.8%	14.8%	2.35
25,550	7,295	8,262	15,931	6	na	2	32	2	1	1	8	PE&OLES	36.3%	23.5%	
16,238	2,556	78,886	52,288	36	29	23	13	16	8	2	9	ELEKTRA	35.3%	50.0%	2.60
48,350	5,573	59,296	9,031	8	12	17	17	4	6	3	10	ALFA	33.4%	31.8%	2.25
36,187	7,756	22,564	12,661	27	31	45	48	26	19	15	11	KOF	29.3%	27.0%	0.32
1,316	197	2,053	654	42	26	37	42	5	2	4	12	CYDSASA	29.2%	8.8%	1.77
2,744	933	970	1,539	4	3	1	9	3	7	7	13	LAB	28.0%	23.4%	
56,834	10,772	29,632	27,658	23	21	35	29	22	14	16	14	FEMSA	24.5%	23.5%	0.05
34,339	17,916	53,139	42,121	3	2	3	5	13	4	5	15	GMEXICO	21.8%	16.5%	0.15
774	296	1,565	524	26	11	15	1	42	36	31	16	OMA	20.2%	43.7%	0.88
2,936	352	4,063	739	34	30	24	38	21	10	13	17	ALSEA	20.1%	23.7%	2.36
1,967	401	7,494	1,182	52	49	51	47	49	40	23	18	GCC	18.0%	18.4%	3.93
50,553	7,399	239,116	16,128	53	50	49	49	39	43	30	19	CEMEX	16.7%	23.8%	7.53
116,015	12,976	16,913	25,166	10	6	7	11	15	25	20	20	WALMEX	15.7%	18.4%	
181,963	63,490	404,858	83,364	18	20	31	27	38	28	26	21	AMX	15.3%	5.9%	1.27
1,367	591	697	2,843	40	4	5	2	45	29	21	22	ASUR	14.6%	26.6%	
10,807	2,159	20,628	7,320	29	7	6	16	1	3	12	23	MEXCHEM	13.3%	22.8%	1.54
1,234	708	10,982	3,929	41	28	18	7	6	15	34	24	PINFRA	13.0%	5.4%	2.49
1,256	711	2,024	2,135	24	9	4	6	19	34	19	25	GAP	11.8%	20.5%	
6,231	1,126	13,806	2,721	1	18	29	46	12	33	22	26	GEO	11.3%	11.4%	2.46
18,293	7,428	57,411	16,276	22	17	21	23	27	30	24	27	TLEVISA	10.9%	12.4%	1.38
23,283	7,048	0	32,271	30	41	33	30	25	26	32	28	GMODELO	10.9%	21.0%	
21,613	2,735	10,761	5,010	19	16	13	14	8	12	37	29	GCARSO	10.5%	9.8%	0.53
2,165	891	3,084	2,510	21	22	20	22	24	21	27	30	MEGA	10.4%	18.8%	0.16
28,326	2,239	6,188	3,082	43	27	25	26	44	39	41	31	SORIANA	9.5%	1.3%	0.35
5,521	1,038	21,018	2,726	49	46	41	40	30	24	28	32	VITRO	8.8%	80.0%	4.40
624	112	652	103	14	37	19	43	18	42	47	33	PASA	8.2%	60.8%	1.23
11,399	886	19,032	2,787	39	33	43	28	34	31	29	34	COMERCI	5.1%	1.3%	4.58
29,143	11,070	71,793	1,795	44	47	47	50	46	45	44	35	TELMEX	4.2%	0.7%	1.58
3,821	1,836	11,812	8,297	16	15	14	15	33	47	25	36	TVAZTCA	4.2%	1.1%	0.48
5,094	1,104	14,496	5,532	20	38	16	41	17	13	40	37	URBI	1.7%	7.3%	2.03
2,768	901	12,475	1,425	50	44	44	45	28	44	33	38	AXTEL	1.7%	13.4%	3.07

## EMPRESAS PERDEDORAS

CUARTO TRIMESTRE 2011 (MDP)				LISTADOS DE CONSISTENCIA								EMISORA	INGRESOS	EBITDA	DEUDA NETA/ EBITDA AÑO APALANCA- MIENTO
INGRESOS	EBITDA	DEUDA	EFFECTIVO	2010				2011					%3T11 VS 10	%3T11 VS 10	
2011				1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11		%CRECIMIENTO		
2,239	741	22	1,760	48	43	32	10	10	35	17	39	CMOCTEZ	15.4%	-99.9%	
995	37	750	95	33	40	38	34	7	9	11	40	POCHTEC	10.6%	-22.0%	4.44
3,515	408	563	1,198	11	8	12	12	11	11	36	41	GIGANTE	9.6%	-4.6%	
6,430	764	15,364	3,917	15	14	22	19	20	16	38	42	HOMEX	6.0%	-24.8%	3.75
7,132	1,901	11,267	4,028	28	24	27	39	35	46	42	43	KIMBER	3.9%	-9.0%	0.95
4,267	464	16,252	1,437	45	45	46	25	23	41	43	44	GFAMSA	-4.6%	-14.8%	7.97
600	203	2,830	413	37	32	42	31	48	48	46	45	MAXCOM	-6.2%	16.6%	2.98
3,723	292	1,819	717	54	52	36	4	31	5	8	46	CICSA	-7.8%	-39.4%	0.94
974	214	1,339	882	2	1	53	21	47	49	45	47	AUTLAN	-8.4%	-12.9%	0.53
1,679	199	3,071	1,086	17	25	50	36	37	32	48	48	ARA	-14.6%	-36.3%	2.49
50	-232	2,310	29	47	51	34	52	43	38	49	49	SARE	-90.4%	Indeterminado	EBITDA negativo

Las frases "anticipan", "creen", "estiman", "esperan", "tienen la intención", "podrían", "deben" y expresiones similares generalmente indican comentarios sobre expectativas. Estos comentarios están sujetos a riesgos, incertidumbres y cambios en circunstancias. Los resultados finales pueden ser materialmente distintos a las expectativas actuales, debido a varios factores que incluyen, pero no se limitan a, cambios globales y locales en la política, economía, negocios, competencia, factores de mercado y reguladores; así como otros factores que están destacados bajo el título "Factores de Riesgo" en los reportes anuales presentados por las emisoras a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (CNBV). El autor no tiene obligación alguna para actualizar estos comentarios sobre expectativas. Cualquier comentario sobre expectativas es válido únicamente en la fecha en que se hace. El autor no asume ninguna responsabilidad para actualizar estos comentarios; sólo presenta la información reportada en Bolsa. El autor no recomienda tomar ninguna acción en particular a inversionistas con respecto de los valores de las emisoras y sólo presenta la información financiera comparativa reportada, recomendando revisar, en su caso, los datos presentados, actualizarlos y analizarlos en forma independiente.