

26 de julio de 2004.

COMPRA

La rentabilidad sigue mejorando.

COMERCI UBC / MCM

Precio: Mx / ADR	Ps 11.25	US\$ 19.62
Precio Objetivo	Ps 15.70	
Nivel de riesgo	Bajo	
Rango 52 Semanas:	Ps. \$15.01 a Ps. \$6.73	
Acciones en Circulación	1,086.0 millones	
Valor de Capitalización	Ps. \$12,217.5 millones	
Valor de la Empresa	Ps. \$13,512.6 millones	
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$15.8 millones	
	Ps/acción	US\$/ADR
UPA trimestral	0.13	0.22
UPA 12M	1.01	1.76
UAFIDA 12M	2.07	3.60
Flujo Efectivo Neto 12M	1.67	2.92
Valor en Libros	12.44	21.68
	12M	2004e
P/U	11.18x	
P / VL	0.90x	
P / FEPA	6.72x	
VE / UAFIDA	6.02x	5.37x
	12M	1T04
ROE	8.4%	4.1%
ROA	6.5%	5.1%
Cobertura de Intereses	6.50x	7.30x
Deuda Total a UAFIDA	0.95x	1.09x

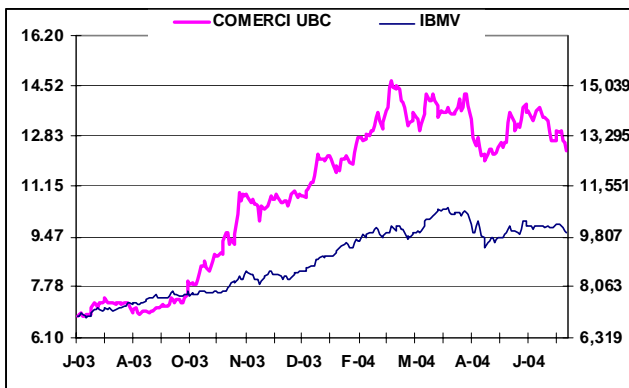
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

Valor Empresa (VE)= Valor de Capit.+ Deuda Neta+ Part. Min.

Flujo Efecto Nt (FEPA)=U Neta+Pérd Monet+P Camb+Depr+Imptos difer

ROA= Ut.Op. 12m a Activos Promedio

ROE= Ut. Neta 12m a Cap. Contable Prom.



- Otro trimestre más con repunte en márgenes.** Los resultados de Comerci fueron alentadores en términos operativos; no obstante, nos preocupa que el ingreso disponible no esté creciendo como se esperaba, ya que esto frena el desarrollo del sector y de Comerci. En las ventas se observó un ligero crecimiento de 0.8%. En contraste, la utilidad de operación y la UAFIDA mostraron un fuerte incremento de 31.1% y 12.3%. Estos logros han sido producto del cambio de administración y del cambio en la estrategia de ventas (EDLP), con las cuales Comerci ha mejorado su presencia y su posición como cadena comercial en México. Nosotros esperamos que la empresa siga reportando una tendencia creciente, ya que aún queda mucho por desarrollar en el centro de distribución que empezó a operar en agosto del 2003. Es importante mencionar que aún no se encuentra en punto de equilibrio, pero esperan lograrlo a finales del 3T04, con lo que el margen podría mejorar aún más. En nuestra opinión, la acción tiene un potencial interesante y su **valuación** medida con el VE/UAFIDA se encuentra en 6.02x, la cual deberá caer a cuando menos 5.37x estimadas para el cierre de 2004. Por el momento, nuestro precio objetivo 12 meses asciende a Ps\$ 15.70, lo que representa un rendimiento nominal de 39.5%, cifra que nos lleva a reiterar la **COMPRA**.
- Las ventas mismas tiendas presentaron una disminución marginal.** En el trimestre, Comerci estuvo afectado en el renglón de ventas comparables por dos factores: la incorporación de las tiendas de Auchan y la deflación interna. Con la eliminación del primer factor, las ventas mismas tiendas hubieran reflejado un crecimiento de 1.5% vs. el decremento de 0.4% que mostraron. Ahora bien, los precios deberán seguir presentando deflación en lo que resta del año, ya que la compañía continuará manejando precios bajos para ser altamente competitiva. En el 2T04, las ventas netas se incrementaron en 0.8%, dado el decremento en las ventas mismas tiendas antes comentado y el crecimiento del 1.67% en el piso de ventas y de 6% en el número de asientos. La compañía únicamente está operando las tiendas y los restaurantes rentables, y así continuará en el futuro cercano.
- El margen bruto se contrajo en 20 pb.** Como ya mencionamos anteriormente, el centro de distribución no ha logrado alcanzar el punto de equilibrio, esto trajo consigo una presión en el margen bruto, el cual terminó en 20%. La compañía espera recuperar esos puntos en el 3T04 y recoger los frutos en forma importante a partir del 4T04.
- Los gastos de operación crecen en menor proporción a las ventas.** Las eficiencias continúan, y en este trimestre Comerci reflejó un crecimiento de 90 pb en el margen operativo para colocarse en 3.8%. Cabe resaltar que parte

29 de abril de 2004.

COMPRA
ESTADO DE RESULTADOS

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
Ventas Netas	16,845	16,378	2.9%	8,426	8,360	0.8%
Utilidad Bruta	3,404	3,323	2.4%	1,688	1,690	-0.1%
UAFIDA	1,027	898	14.3%	492	438	12.3%
Utilidad de operación	681	528	29.1%	316	241	31.1%
Costo Intgral. de Finan.	-37	47	#N/A	38	29	33.5%
Intereses Pagados	105	148	-28.8%	71	88	-19.7%
Intereses Ganados	34	25	36.7%	24	8	198.7%
Pérd. (Ganancia) Camb.	-21	-9	120.3%	-6	-56	-89.6%
Pérd. (Ganancia) Monet.	-87	-67	30.7%	-3	5	#N/A
Otros Gastos Financ.	3	-135	#N/A	14	-62	#N/A
Util. antes de Impuestos	715	616	16.2%	263	274	-4.1%
Impuestos	235	180	30.5%	124	136	-8.2%
Part. Minoritaria	4	5	-26.7%	2	3	-36.4%
Utilidad Neta	0	0	#N/A	137	136	0.7%

Margen Bruto	20.2%	20.3%	20.0%	20.2%
Margen UAFIDA	6.1%	5.5%	5.8%	5.2%
Margen Operativo	4.0%	3.2%	3.8%	2.9%
Margen Neto	0.0%	0.0%	1.6%	1.6%

Días Cuentas por Cobrar	16	16
Días de Inventarios	62	58
Días Cuentas por Pagar	73	72
Cap. de Trabajo a Vtas.	1.5%	0.5%

BALANCE

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Dic-03	Jun-03
Activo total	24,916	24,032	23,783
Efectivo y valores	943	778	825
Otros Activos Circ.	6,315	5,768	5,775
Largo plazo	379	379	175
Fijo (Neto)	16,923	16,824	16,509
Diferido	6	4	5
Otros Activos	351	279	492
Pasivo total	11,315	10,456	11,062
Deuda con costo C.P.	0	0	390
Otros pasivos C.P.	6,739	5,965	6,439
Deuda con costo L. P.	2,141	2,103	1,682
Otros Pasivos	2,434	2,387	2,551
Capital Contable	13,602	13,577	12,721
Interés Minoritario	97	96	92

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	1.1x	1.1x	1.0x
Deuda CP/Deuda Total	0.0%	0.0%	18.8%
Pvo mon extr a Ptotal	14.5%	13.1%	15.9%
Deuda Nta a Cap Cont	8.8%	9.8%	9.8%
PTotal a Cap Cont	83.2%	77.0%	87.0%

- importante de las mejoras provienen de la eliminación del crédito al salario, el cual contribuyó con 15 pb en el margen. Otro factor importante es el cambio en la mezcla de ventas.
- La situación financiera puede mejorar.** Con el centro de distribución, la rotación de los inventarios deberá acelerarse, además, las negociaciones con proveedores deberán ser mucho más fáciles por los volúmenes que manejarán. Por el momento, el primer paso ha sido la disminución del número de "SKUs". En cuanto a la deuda se refiere, ésta ascendió a US\$ 186.7 M. La deuda que ha sido motivo de inquietud para los inversionistas, ha empezado a ser un punto de menor preocupación ya que Comerci cuenta con una cobertura de intereses de 10.1x que es suficiente para cubrir el servicio de su deuda. El nivel de ésta ha sido razón suficiente para frenar el crecimiento del grupo, pero con los cambios operativos que se han realizado, el grupo está convencido de que podrá crecer más rápido en los siguientes años. De hecho, esperamos que la compañía crezca a un ritmo más acelerado y que aproveche las oportunidades que hay en el mercado. Es importante mencionar que Comerci tiene una deuda (US\$ 76M) con Auchan que no está registrada en el balance dado que está en un fideicomiso y que será pagadera en 4 anualidades.
- La perspectiva es positiva** porque ha empezado a recuperar su clientela. Comerci espera incrementar sus ventas mismas tiendas en 1.5%-2%, y reflejar un crecimiento a ventas totales de 8%, cifra que consideramos viable. Además, el margen operativo deberá alcanzar cuando menos el 4.4%, por el centro de distribución y por el mejor manejo de las compras. Esto nos podría arrojar un crecimiento en la UAFIDA de 15%-17%. El programa de expansión contempla la apertura de 13 unidades (5 Megas, 4 Costcos, 4 Bodegas, un Sumesa) y 4 restaurantes, y el monto a erogar es de US\$ 180 M, la cual será financiada con recursos propios. Estamos muy optimistas con el desarrollo que puede tener el grupo, y creemos que su rentabilidad mejorará aún más.