

9 de agosto de 2004.

GFINBUR O

Precio: 16.44

Precio Objetivo 17.80

Riesgo Medio

Rango 52 Semanas: Ps 17.15 a 10.9
 Acciones en Circulación: 3,002.2 Millones
 Capitalización de Mercado: Ps 49,355.4 Millones
 Volumen diario promedio Ps 11,993.8 Miles

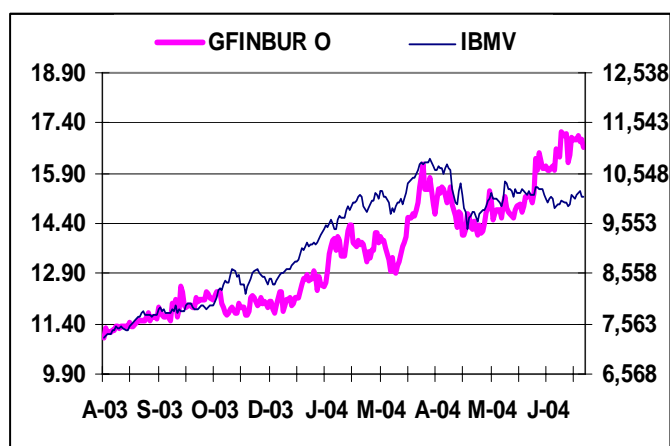
Ps/acción

Utilidad Neta (12M) 1.02
 Valor en Libros 11.03
 P/U 16.10x
 P/ VL 1.49x
 ROE 4.4%
 ROA 1.8%

Indicadores de calidad de Activos y Otros

CV/CT 0.4%
 CVN/CT -12.0%
 CVN/Capital -25.9%
 Prov./Cart.Venc. 3322.7%
 Capt.Trad./Pas. Tot. 83.8%
 Dep./Cart. Tot. 90.7%
 Ind. Capitalización 16.4%
 Costo de Captación 11.5%
 Rend. Cart. Cred. Y Val. 11.5%

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

**VENTA**
GFINBUR anunció la desinversión de ciertos activos de Pensiones Inbursa y GFINBUR para crear "IDEAL".

El grupo anunció que realizará una escisión de ciertos activos del grupo para crear "**Impulsora del Desarrollo Económico de América Latina (IDEAL)**", una compañía que estará orientada al desarrollo de proyectos de infraestructura en México y Latinoamérica. Se espera que la escisión esté compuesta por activos valuados en cerca de US\$800 millones, que representarán alrededor del 20% del capital total del grupo, considerando utilidades futuras provenientes de Promotora Inbursa, relacionadas con la valuación a valor de mercado de la inversión de Televisión, tras recibir CPO's, que se registrará en el 3T04. **Se espera que la escisión concluya en cinco a seis meses.**

Los activos que formarán IDEAL son: la inversión de GFINBUR en Televisa (valuada en aprox. Ps 4,950 millones usando precios de mercado), activos líquidos, y la carretera de cuota Chamapa-La Venta (valuada en Ps 950 millones). Las acciones del nuevo grupo cotizarán públicamente a través de la BMV, sujeto a la autorización de las autoridades correspondientes y las Asambleas de Accionistas. Una vez que la escisión sea aprobada, los accionistas de GFINBUR recibirán acciones de "IDEAL" que serán valuadas al valor en libros de la nueva empresa.

Creemos que la escisión es positiva para el grupo, ya que separará las inversiones en negocios más riesgosos de los activos financieros del grupo, utilizando el excedente del capital que tiene el grupo en una forma más productiva, y que por ende mejorará la baja generación de ROE que actualmente tiene GFINBUR. Del lado negativo, la escisión deberá reducir el valor en libros de GFINBUR, ya que pensamos que tan solo el capital del grupo debería estar valuado a niveles de un P/VL de 1.5x, mientras que el capital que será escindido para crear "IDEAL" deberá estar valuado a un múltiplo P/VL de 1.2x (valor en libros más una prima, dado el buen récord de Slim en reconocer oportunidades de negocio).

Por lo que respecta al reporte del 2T04 del grupo:

- La utilidad neta del grupo ascendió a Ps 1,109 millones en el trimestre, siendo mayor en 488% y 76% a las del 2T03 y 1T04, respectivamente. **Los principales contribuyentes a la utilidad del grupo fueron Banco Inbursa con el 68.3%, Inversora Bursátil con el 10.2% y Pensiones Inbursa con el 19%.**
- La utilidad neta de **Inversora Bursátil** se benefició de su participación en las reestructuras de ICA y DESC, importantes comisiones provenientes de la suscripción de papel comercial, y mayores niveles de operación. Por su parte, la utilidad de **Pensiones Inbursa**, es consecuencia de mayores primas directas y menores ajustes en la posición monetaria.

A continuación mencionaremos los aspectos más importantes del resultado de Banco Inbursa:

9 de agosto de 2004.
VENTA

UTILIDAD DEL GRUPO Y SUBS. (millones Ps constantes)	2T03	1T04	2T04	2T04 vs 2T03	2T04 vs 1T04	6M. 2003	6M. 2004	Var %
Banco Inbursa	-470	-135	758	N.C.	N.C.	-8	623	N.C.
Pensiones	342	226	211	-38.2%	-6.4%	542	437	N.C.
Inversora	67	112	114	68.6%	1.6%	77	225	192.8%
Seguros	162	351	-66	N.C.	N.C.	251	285	13.4%
Op. Fondos	48	45	37	-23.4%	-17.9%	83	82	-1.8%
Fianzas Guardianas-Inbursa	19	32	52	169.3%	62.7%	38	84	N.C.
Inmobiliaria	20.2	-0.5	1.7	-91.6%	N.C.	23	1	-94.7%
Servicios	0.0	-0.5	1.7	N.C.	N.C.	3	1	-61.4%
Utilidad Neta del Grupo	189	629	1,109	487.7%	76.2%	1,009	1,738	72.2%
UPA Trimestral Primaria	0.06	0.21	0.37	487.8%	76.2%			
UPA 12 m. Primaria	0.42	0.71	1.02	145.4%	42.9%	0.42	1.02	145.4%
Valor en Libros/acción (Ps)	9.84	10.89	11.03	12.1%	1.2%	9.84	11.03	12.1%
RESULTADOS DEL BANCO (millones Ps constantes)								
Ingreso Financiero Neto	661	629	694	5.0%	10.3%	1,498	1,323	-11.7%
<i>MIN (*)</i>	<i>4.1%</i>	<i>3.7%</i>	<i>4.1%</i>	<i>0.00 pp</i>	<i>0.38 pp</i>	<i>4.7%</i>	<i>3.9%</i>	<i>-0.74 pp</i>
Total de Ingreso No Financiero	-409	-111	1,163	N.C.	N.C.	-158	1,052	N.C.
<i>Eficiencia Operativa</i>	<i>116.7%</i>	<i>58.1%</i>	<i>17.7%</i>	<i>-99.0 pp</i>	<i>-40.5 pp</i>	<i>41.6%</i>	<i>26.5%</i>	<i>-15.06 pp</i>
Total de Gastos No Financieros	294	301	328	11.5%	8.9%	557	629	13.1%
Otros Ingresos (gastos)	4	-164	139	2995.6%	N.C.	-135	-25	-81.4%
Ut. antes Prov., Repomo e Imp.	-38	53	1,668	N.C.	3034.5%	648	1,721	165.6%
Provisiones de cartera	321	264	328	2.4%	24.4%	637	592	-6.9%
Ganancias (pérdidas) Monetarias	-35	-154	-121	241.3%	-21.2%	-147	-275	86.2%
Impuestos	-4	26	11	N.C.	-58.5%	109	37	-65.8%
Impuesto Diferido	109	-144	391	259.1%	N.C.	174	247	41.7%
Utilidad Neta antes de Subsidiarias	-498	-247	817	N.C.	N.C.	-419	570	N.C.
Interés Minoritario	-8	-3	-1	-89.3%	-69.3%	-9	-3	N.C.
Utilidad de Subsidiarias	36	115	-58	N.C.	N.C.	421	57	-86.5%
UTILIDAD NETA	-470	-135	758	N.C.	N.C.	-8	623	N.C.
BALANCE (millones Ps constantes)							1T04	2T04
Cartera vencida	209	189	175	-16.5%	-7.6%	CV/CT	0.4%	0.4%
CART. TOTAL BRUTA	47,116	46,144	46,952	-0.3%	1.8%	CVN/CT	-11.2%	-12.0%
CART. TOTAL BRUTA	47,116	46,144	46,952	-0.3%	1.8%	CVN/Capital	-24.8%	-25.9%
Estimación preventiva para riesgos cred	-4,594	-5,375	-5,808	26.4%	8.0%	Prov./Cart.Venc.	2841.5%	3322.7%
CARTERA NETA	42,522	40,768	41,144	-3.2%	0.9%	Capt.Trad./Pas. Tot.	82.1%	83.8%
CARTERA NETA	42,522	40,768	41,144	-3.2%	0.9%	Dep./Cart. Tot.	95.0%	90.7%
TOTAL DE ACTIVOS	76,152	69,935	69,403	-8.9%	-0.8%	Ind. Capitalización	19.2%	16.4%
CAPTACION TRADICIONAL	36,777	40,223	39,953	8.6%	-0.7%	Costo de Captación	11.4%	11.5%
CAPTACION TOTAL	42,718	43,829	42,563	-0.4%	-2.9%	Rend. Cart-Cred. y Val.	11.3%	11.5%
TOTAL PASIVOS	55,556	49,014	47,651	-14.2%	-2.8%	ROAE	-2.6%	13.9%
TOTAL CAPITAL CONTABLE	20,595	20,921	21,752	5.6%	4.0%	ROAA	0.5%	2.8%

(*) Considerando Activos Totales Promedio

• **Los ingresos propios del negocio bancario** (ingreso financiero neto, más ingreso por comisiones, menos gastos no-financieros), **crecieron 11.8% vs. el 1T04**, debido principalmente al mayor ingreso financiero neto y las ganancias por la posición del banco en swaps.

• **El Ingreso Financiero Neto creció 10.3% y 5% vs. el 2T03 y 1T04, respectivamente**, como resultado del aumento de 0.2-pp en el rendimiento de la cartera de créditos y valores del banco, debido a las mayores tasa de interés del trimestre, y a una cartera que ahora tiene una mayor proporción de créditos con márgenes altos.

• **Los Ingresos No-Financieros totalizaron Ps 1,163 millones**, beneficiándose principalmente de las ganancias por Ps 2,101.6 millones provenientes de la posición del banco en swaps; las cuales más que compensaron las pérdidas por Ps 1,153 millones registradas en la cartera de valores del banco.

• **Las subsidiarias del banco registraron una pérdida por Ps 58 millones**, debido a pérdidas por Ps 67 millones en Sinca Inbursa, relacionadas con una alianza estratégica que tiene la SINCA con CIE en una compañía de distribución de películas.

• **La cartera vigente creció 1.8% vs. el 1T04**, principalmente por un aumento del 1.5% en la cartera comercial, un crecimiento del 42.8% en la cartera de créditos hipotecarios, y el crecimiento del 4.4% en los créditos al consumo.

Creemos que el 2004 será un buen año para GFINBUR, dadas las mayores tasas de interés (que beneficiarán la posición del banco en swaps), y una estrategia de créditos más agresiva. Nuestro estimado de una UPA 12M de Ps 1.00 implica un aumento del 24.9% en la utilidad neta del grupo vs. el 2003. **A pesar de lo anterior, seguimos recomendando la VENTA de la acción**, dada su rica valuación actual. **Hemos aumentado nuestro precio objetivo 12 meses de Ps 17.50 a Ps 17.80**, para considerar la escisión y utilizando una mayor valuación para el capital del grupo financiero (ya que el Retorno sobre el Capital tenderá a mejorar en el largo plazo). **Lo anterior implica un rendimiento anual de únicamente 10.4%.**

Certificación del Analista

Yo, **Fabiola Molina del Valle**, certifico que los puntos de vista y opiniones que se expresan en este documento son reflejo fiel de mi opinión personal sobre la(s) compañía(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y de los valores que ha emitido. Asimismo certifico que no he recibido, no recibo, ni recibiré compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes

Casa de Bolsa Banorte y sus filiales, incluyendo Grupo Financiero Banorte, brindan una amplia gama de servicios además de banca de inversión, tales como banca corporativa, entre otros, a un gran número de corporaciones en México y en el extranjero. El lector deberá asumir que Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones por concepto de los servicios antes mencionados.

Conforme a las leyes mexicanas vigentes, los Analistas Bursátiles tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y en fondos de inversión. Sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio.

Remuneración de analistas

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la empresa y en el desempeño individual de los Analistas. **Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que nuestros analistas no reciben pago directo alguno por transacción específica alguna en banca de inversión.**

Actividades de banca de inversión durante los últimos doce meses

Casa de Bolsa Banorte o sus filiales han obtenido ingresos por los servicios de banca de inversión por parte de las siguientes empresas o sus filiales, las cuales podrían ser objeto de análisis en el presente reporte: **Alfa, Cablemas, CEMEX, Corporación GEO, DeMet, G. Acción, Grupo Financiero Banorte, Hylsamex, Hipotecaria Nacional, Jugos Del Valle, Su Casita, Urbi, Xignux.**

Actividades de banca de inversión durante los próximos tres meses

Casa de Bolsa Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios de banca de inversión por parte de compañías o sus filiales, las cuales podrían ser objeto de análisis en el presente reporte.

Guía para las recomendaciones de inversión

La **RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN** es un parámetro que indica el **RENDIMIENTO** total esperado en los próximos doce meses. El rendimiento total requerido para una recomendación dada depende del nivel de **RIESGO** de cada acción. En la siguiente tabla se muestran los parámetros que se utilizaron para determinar la recomendación de inversión que se expresa en los documentos a los que se anexa esta nota. Estos parámetros se revisan periódicamente y se modifican en función de varios factores, entre los que se destacan, el nivel de las tasas de interés, las expectativas en cuanto al comportamiento futuro de esta variable y también en función de la tendencia y volatilidad de los mercados de capitales:

Riesgo Recomendación	Bajo	Medio	Alto
COMPRA	>13.5%	>16.5%	>19.5%
MANTENER	<13.5% > 9.0%	< 16.5% > 11%	< 19.5% > 13%
VENTA	<9.0%	<11%	<13%

Para la definición del riesgo se han considerado tres factores: 1) La volatilidad del precio de la acción relativa al desempeño del índice de la Bolsa. 2) La bursatilidad de la acción y 3) la fortaleza financiera de la empresa emisora. Con estos tres factores construimos un índice de riesgo que utilizamos para agrupar las emisiones en tres niveles: Bajo, Medio y Alto riesgo.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfiles de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo, Casa de Bolsa Banorte utiliza una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en **cada caso específico. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados por Casa de Bolsa Banorte, ya que esto depende de diversos factores endógenos y exógenos que afectan tanto el desempeño de la empresa como las tendencias del mercado de valores en el que cotiza.**

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE REPORTE HA SIDO OBTENIDA DE FUENTES QUE CONSIDERAMOS COMO FIDEDIGNAS, PERO NO HACEMOS DECLARACIÓN ALGUNA RESPECTO DE SU PRECISIÓN O INTEGRIDAD. NI CASA DE BOLSA BANORTE, S.A. DE C.V. NI BANORTE SECURITIES INTERNATIONAL ACEPTAN RESPONSABILIDAD ALGUNA POR CUALQUIER PÉRDIDA QUE SE DERIVE DEL USO DE ESTE REPORTE O SU CONTENIDO.