

28 de julio de 2004.

**COMPRA**
**GMéxico B / GMBXF**

 Precio: Mx / ADR(OTC) **Ps 36.21 US\$ 3.16**

 Precio Objetivo **Ps 57.00 US\$ 4.97**

 Nivel de riesgo **ALTO**

Rango 52 Semanas:	Ps. \$32.28 a Ps. \$38.70
Acciones en Circulación	865.0 millones
Valor de Capitalización	Ps. \$31,321.7 millones
Valor de la Empresa	Ps. \$65,645.5 millones
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$18.0 millones

	<b>P\$/acción</b>	<b>US\$/ADR</b>
UPA trimestral	1.98	0.17
UPA 12M	2.99	0.26
UAFIDA 12M	17.63	1.54
Flujo Efectivo Neto 12M	11.08	0.97
Valor en Libros	34.85	3.04

	<b>12M</b>	<b>2004e</b>
P/U	12.11x	4.46x
P / VL	1.04x	0.95x
P / FEPA	3.27x	3.68x
VE / UAFIDA	4.31x	2.71x

	<b>12M</b>	<b>2T04</b>
ROE	9.6%	22.7%
ROA	11.4%	16.7%
Cobertura de Intereses	6.45x	9.27x
Deuda Total a UAFIDA	2.05x	1.46x

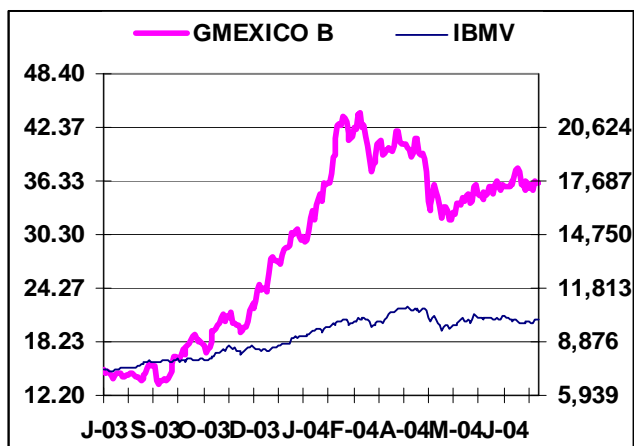
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

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

Flujo Efect 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.



*Muy buen reporte. La perspectiva se mantiene favorable.*

- **Los ingresos por US\$ 995 millones (US GAAP), crecieron en un 68%.** Las ventas fueron impulsadas por mayores volúmenes y precios de la división minera (83% de los ingresos consolidados), destacando SPCC y, en menor medida, un favorable desempeño del ferrocarril.
- **La UAFIDA por US\$ 445 millones (US GAAP) creció un 187%. La desviación más importante respecto de nuestras estimaciones se dio en Asarco, pero ello se compensó con mejores resultados en SPCC y Ferromex, por lo que el resultado fue inferior a nuestras expectativas en un 1.5%.** El descapote de las minas que permitirá el acceso a las zonas con una mejor ley en el futuro afectó severamente la producción de dicha subsidiaria, además de elevar de forma sustancial el costo en efectivo unitario. Respecto de nuestra estimación por US\$ 30 millones en UAFIDA, Asarco generó solamente US\$ 4 millones.
- **Para reflejar una perspectiva más negativa sobre Asarco, y los posibles efectos en la huelga en La Caridad (que esperamos se resuelva en breve), reducimos nuestras estimaciones de generación de UAFIDA en un 1.3% a US\$ 1,685 millones.**
- **Con el reporte, el múltiplo VE/UAFIDA bajó de 5.73x a 4.31x, y la razón deuda a UAFIDA (últimos doce meses), mejoró de 2.77x a 2.05x.** Ahora GMEXICO no tiene diferencia alguna en el nivel de apalancamiento respecto de sus similares.
- **MM prepagará deuda por US\$ 137 millones en breve, además de los US\$ 103 millones prepagados en abril y US\$ 50 millones pagados por la HoldCo.**
- **Una valuación atractiva, y los fundamentos del mercado del cobre, nos permiten reiterar la COMPRA de las acciones y nuestro precio objetivo de Ps 57.00, -pero el Riesgo es ALTO.** De acuerdo a nuestros modelos, el nivel de equilibrio para los precios del cobre se situaría en US\$ 1.19 por libra, aún si los inventarios mundiales del cobre se mantienen en los bajos niveles actuales.

**28 de julio de 2004.**
**COMPRA**
**ESTADO DE RESULTADOS**
*(millones de pesos al 30 de junio de 2004)*

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
<b>Ventas Netas</b>	<b>21,302</b>	<b>12,563</b>	<b>69.6%</b>	<b>11,449</b>	<b>6,428</b>	<b>78.1%</b>
Utilidad Bruta	10,749	3,835	180.3%	5,534	2,081	165.9%
<b>UAFIDA</b>	<b>10,357</b>	<b>3,427</b>	<b>202.2%</b>	<b>5,335</b>	<b>1,885</b>	<b>183.0%</b>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>7,959</b>	<b>1,088</b>	<b>631.5%</b>	<b>4,122</b>	<b>719</b>	<b>473.3%</b>
<b>Costo Intgral. de Finan.</b>	<b>366</b>	<b>489</b>	<b>(25.1%)</b>	<b>552</b>	<b>-53</b>	<b>#N/A</b>
Intereses Pagados	1,181	832	42.0%	582	168	246.9%
Intereses Ganados	87	117	(25.8%)	62	24	160.7%
Pérd. (Ganancia) Camb.	92	88	4.1%	242	-511	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-819	-313	161.6%	-210	314	#N/A
Otros Gastos Financ.	-444	11	#N/A	-482	-34	#N/A
Util. antes de Impuestos	8,037	588	#N/A	4,052	805	403.1%
Impuestos	2,455	867	183.0%	1,571	494	218.1%
Subs. no Consolidadas	4	-2	#N/A	0	-43	#N/A
Gtos. Extraordinarios	0	9	#####	0	0	#N/A
Part. Minoritaria	1,357	322	322.1%	773	169	356.3%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>4,228</b>	<b>-612</b>	<b>#N/A</b>	<b>1,708</b>	<b>100</b>	<b>#N/A</b>

<b>Margen Bruto</b>	<b>50.5%</b>	<b>30.5%</b>	<b>48.3%</b>	<b>32.4%</b>
<b>Margen UAFIDA</b>	<b>48.6%</b>	<b>27.3%</b>	<b>46.6%</b>	<b>29.3%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>37.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>36.0%</b>	<b>11.2%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>19.8%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>14.9%</b>	<b>1.5%</b>

Días Cuentas por Cobrar	50	57
Días de Inventarios	94	93
Días Cuentas por Pagar	48	67
Cap. de Trabajo a Vtas.	29.4%	24.9%

**BALANCE**
*(millones de pesos al 30 de junio de 2004)*

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
<b>Activo total</b>	<b>98,729</b>	<b>96,071</b>	<b>91,906</b>
Efectivo y valores	7,690	6,559	4,806
Otros Activos Circ.	12,169	11,796	8,980
Largo plazo	147	147	147
Fijo (Neto)	63,104	62,677	65,753
Diferido	12,173	11,167	11,209
Otros Activos	3,447	3,725	1,012
<b>Pasivo total</b>	<b>57,820</b>	<b>57,517</b>	<b>58,338</b>
Deuda con costo C.P.	1,933	2,179	6,152
Otros pasivos C.P.	7,333	6,915	7,531
Deuda con costo L. P.	29,315	30,448	27,522
Otros Pasivos	19,238	17,975	17,133
<b>Capital Contable</b>	<b>40,910</b>	<b>38,554</b>	<b>33,568</b>
Interés Minoritario	10,765	10,028	9,587

**ANALISIS FINANCIERO**

Liquidez	2.1x	2.0x	1.0x
Deuda CP/Deuda Total	6.2%	6.7%	18.3%
Pvo mon extr a Ptotal	52.4%	55.7%	59.5%
Deuda Nta a Cap Cont	57.6%	67.6%	86.0%
PTotal a Cap Cont	141.3%	149.2%	173.8%

	Volúmenes*			Crecimiento		Metales (Precios)	
	2T04	1T04	2T03	2T04 / 1T04	2T04 / 2T03	2T04	2T03
Asarco	37,799	45,890	43,669	(18%)	(13%)	Cu \$1.23	\$0.75
MM	78,896	88,935	72,176	(11%)	9%	Ag \$6.25	\$4.59
SPOC	108,372	70,437	83,589	54%	30%	Au \$393.1	\$346.7
AMC	225,067	205,262	199,434	10%	13%	Mb \$13.99	\$5.08
GFM	8,344	7,176	7,527	16%	11%	Zn \$0.47	\$0.35

\*Considera solamente cobre, en toneladas métricas; en GFM toneladas-kilómetro (millon)

	Ventas**			Crecimiento		UAFIDA**			Crecimiento	
	2T04	1T04	2T03	2T04 / 1T04	2T04 / 2T03	2T04	1T04	2T03	2T04 / 1T04	2T04 / 2T03
Asarco	\$118	\$135	85	(13%)	38%	\$4	\$30	(\$2)	(88%)	(275%)
MM	\$333	\$328	183	1%	82%	\$172	\$167	\$32	3%	438%
SPOC	\$389	\$274	168	42%	131%	\$210	\$159	\$56	32%	273%
AMC	\$834	\$730	434	14%	92%	\$385	\$346	\$94	11%	310%
GFM	\$166	\$147	161	13%	3%	\$60	\$50	\$61	21%	(2%)
<b>Total</b>	<b>\$995</b>	<b>\$873</b>	<b>591</b>	<b>14%</b>	<b>68%</b>	<b>\$445</b>	<b>\$403</b>	<b>\$155</b>	<b>10%</b>	<b>187%</b>

\*\*Cifras consolidadas bajo US GAAP, en millones de dólares.

Los inventarios del cobre continúan con su fuerte contracción, y a las tasas actuales esperamos niveles de inventarios para el COMEX de 50,000 toneladas métricas, y de 60,000 toneladas métricas para el LME al cierre del 3T04. Phelps Dodge, segundo productor mundial de cobre, aumentó sus expectativas de déficit para el mercado del cobre de 600,000 a 700,000 toneladas métricas.

	2003	2004			Var. Acum.
	DICIEMBRE	MARZO	JUNIO	ACTUAL	
COMEX	254,811	193,452	86,239	73,441	(71%)
LME	432,975	189,125	104,575	89,500	(79%)
<b>SUMA</b>	<b>687,786</b>	<b>382,577</b>	<b>190,814</b>	<b>162,941</b>	<b>(76%)</b>
Shanghai	120,631	120,808	69,981	61,479	(49%)
<b>TOTALES</b>	<b>808,417</b>	<b>503,385</b>	<b>260,795</b>	<b>224,420</b>	<b>(72%)</b>

Fuente: Bloomberg.

	Precio		Deuda a			VE/UAFIDA	
	Local	Valor Cap.	UAFIDA	PU	UDM	2004E	
Inco	32.74	\$ 6,067	4.10x	12.89x	7.21x	4.57x	
Freeport MBMbran	33.37	\$ 5,908	2.11x	86.25x	12.54x	8.57x	
Phelps Dodge	965.00	\$ 1,043	1.90x	14.11x	6.52x	4.14x	
Antofagasta	1,362.00	\$ 7,950	1.49x	17.23x	7.68x	5.21x	
Rio Tinto	12.71	\$ 33,338	2.11x	20.33x	11.28x	10.15x	
BHP Billiton PLC	486.50	\$ 21,894	1.53x	23.72x	6.03x	9.57x	
CVRD	160.00	\$ 19,134	1.83x	13.62x	9.51x	11.53x	
<b>Promedio</b>	<b>\$ 12,259</b>	<b>2.14x</b>	<b>25.03x</b>	<b>8.13x</b>	<b>7.21x</b>		
<b>Promedio Ponderado</b>	<b>1.99x</b>	<b>22.74x</b>	<b>9.05x</b>	<b>9.21x</b>			
<b>Mediana</b>	<b>1.97x</b>	<b>15.67x</b>	<b>7.45x</b>	<b>6.89x</b>			
<b>GMEXICO</b>	<b>36.21</b>	<b>\$ 2,741</b>	<b>2.05x</b>	<b>12.11x</b>	<b>4.31x</b>	<b>3.97x</b>	
		(Descuento) / Premio	2.7%	(46.7%)	(52.4%)	(56.9%)	

Fuente: Bloomberg - I/B/E/S

### **Certificación del Analista**

Yo, **Francisco Suárez Savín**, 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:

<b>Recomendación \ Riesgo</b>	<b>Bajo</b>	<b>Medio</b>	<b>Alto</b>
<b>COMPRA</b>	<b>&gt;13.5%</b>	<b>&gt;16.5%</b>	<b>&gt;19.5%</b>
<b>MANTENER</b>	<b>&lt;13.5% &gt; 9.0%</b>	<b>&lt; 16.5% &gt; 11%</b>	<b>&lt; 19.5% &gt; 13%</b>
<b>VENTA</b>	<b>&lt;9.0%</b>	<b>&lt;11%</b>	<b>&lt;13%</b>

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.