

GMEXICO

Sólidos Fundamentales del Cobre

Atractivo potencial de apreciación, pero alto riesgo.

Estamos reiniciando cobertura para las acciones de GMEXICO. De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación hemos establecido un precio objetivo PO 2012 para las acciones de GMEXICO en P\$46.00, lo que representaría un rendimiento potencial del 21.5% sobre precios actuales. A lo anterior deberíamos adicionar el atractivo rendimiento—4.7% sobre precios actuales de acuerdo a nuestras proyecciones—que deberá seguir brindando a los inversionistas a través de dividendos, dada la fuerte generación de efectivo que mantiene la compañía. Siendo que el rendimiento estimado total (26.2%) supera ampliamente nuestra estimación para el mercado en general (8.9%), nuestra recomendación es de COMPRA, no sin antes recordar que se trata de una alternativa de inversión de riesgo alto, dada su estrecha relación con el cobre, y la volatilidad que esto conlleva ante cualquier escenario de desaceleración económica.

El cobre deberá continuar en niveles altos.

Las limitaciones en cuanto al crecimiento en la producción, los bajos niveles en los inventarios y la fuerte demanda por parte de China, sustentan la expectativa de que los precios del cobre continúen en niveles altos. Aún cuando la incertidumbre respecto al crecimiento económico sigue latente, lo que podría afectar la demanda por el cobre, el retraso que ha venido afectando a las principales compañías productoras de cobre en proyectos nuevos que pudieran ayudar a incrementar la capacidad instalada sustentan que el déficit de producción para este año continúe en niveles altos (1.2% de la demanda esperada en 2012). Es así como nuestros estimados contemplan un precio promedio del cobre para 2012 de US\$3.90 por libra.

Buenavista, principal impulsor de los crecimientos.

Nuestros estimados para 2012 anticipan crecimientos interanuales de 5.6% y 8.7% en términos de dólares para los ingresos y EBITDA consolidado de GMEXICO, respectivamente. En la división minera estimamos un aumento del 6.2% en la producción de cobre A/A, que se atribuye principalmente al avance en la curva de Buenavista, mina re-inaugurada apenas hace 9 meses, y toma en consideración un precio promedio para el cobre de US\$3.90 por libra vs. US\$4.03 en 2011. En la división de transporte asumimos un incremento del 13.7% en los volúmenes de carga y del 9.7% en los precios por tonelada transportada A/A. El mayor crecimiento anticipado en EBITDA respecto de los ingresos se explica por mayores eficiencias en ambas divisiones.

Valuación.

Para el cálculo de nuestro PO estamos utilizando un modelo de valuación por múltiplos. De acuerdo a nuestro precio objetivo de P\$46.00, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 5.5x y 2012E de 4.7x, en línea con el promedio del sector. A pesar de que las acciones de GMEXICO se han pagado a múltiplos VE/EBITDA mayores (7.1x promedio U3a), mientras el sentimiento de aversión al riesgo continúe dados los temores e incertidumbre respecto al crecimiento económico global particularmente con la crisis en Europa y las perspectivas de desaceleración en China, no creemos que el mercado esté dispuesto a pagar múltiplos mayores por empresas mineras, especialmente productoras de cobre.

Riesgos.

Entre los principales riesgos que pudieran afectar nuestra tesis de inversión sobresalen el retraso en la ejecución de proyectos nuevos, la desaceleración económica y su impacto en el precio del cobre, la posibilidad de un nuevo impuesto sobre minería en México, la fuerte dependencia del tipo de cambio, riesgos políticos ante el nuevo gobierno en Perú, y algunos litigios en los que está envuelta la compañía.

Reinicio de Cobertura

11 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012): P\$46.0
Rendimiento Potencial: 21.5%
Precio Objetivo ADR: NA

Marissa Garza Ostos

marissa.garza@banorte.com

5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual	\$37.87
Precio ADR	NA
Acciones por ADR	NA
Dividendo (retorno)	P\$1.65 / 4.5%
Máximo / Mínimo 12m (P\$)	49.9 / 30.5
Valor de mercado (P\$ m)	294,364
Acciones en circulación (m)	7,773
% entre el público	40.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 30 días)	312

Resultados

(cifras en millones de dólares)

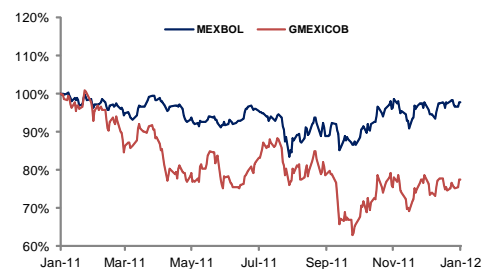
	2010	2011e	2012e	2013e
Ingresos	8,083	10,378	10,956	12,348
Utilidad Operativa	3,337	4,567	4,932	5,633
EBITDA	3,982	5,140	5,588	6,392
Margen EBITDA	49.3%	49.5%	51.0%	51.8%
Utilidad Neta	1,636	2,418	2,579	2,976
Margen Neto	20.2%	23.3%	23.5%	24.1%
Activo Total	14,277	15,827	18,112	21,187
Disponible	3,286	4,234	5,274	6,380
Pasivo Total	6,838	6,890	7,055	7,517
Deuda	3,957	3,883	3,883	3,883
Capital	7,438	8,937	11,057	13,670

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011e	2012e	2013e
VE/EBITDA	6.8x	4.9x	4.5x	3.8x
P/U	12.9x	8.7x	8.2x	7.1x
P/VL	3.6x	2.9x	2.4x	2.0x
ROE	27.6%	33.2%	29.3%	27.8%
ROA	12.7%	16.1%	15.2%	15.1%
EBITDA/Intereses	15.0x	33.0x	47.8x	115.0x
Deuda Neta/EBITDA	0.2x	-0.1x	-0.2x	-0.4x
Deuda/Capital	0.1x	0.0x	-0.2x	-0.2x

GMEXICOB Evolución histórica vs. IPC

(Base 100, 12M)



Valuación

Para el cálculo de nuestro precio objetivo 2012 para las acciones de GMEXICO estamos utilizando un modelo de valuación por múltiplos dado el sentimiento de aversión al riesgo que persiste en los mercados y que seguirá afectando a empresas mineras, particularmente a aquellas relacionadas con el cobre. No obstante, hemos incluido un modelo de valuación por suma de partes con el objetivo de reflejar el valor potencial en cada uno de los negocios de la compañía. En este caso en particular, decidimos no utilizar un modelo de flujos descontados, debido a la poca certeza que brinda ante un panorama de alto riesgo y volatilidad.

Precio Objetivo 2012

De acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, hemos establecido un precio objetivo 2012 para las acciones de GMEXICO de P\$46.00, lo que representaría un rendimiento potencial del 26.2% sobre precios actuales. En base a nuestro precio objetivo, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 5.5x, en línea con el promedio de cotización de los últimos 6 meses, y estimado para 2012 de 4.7x, similar al promedio del sector. A pesar de que las acciones de GMEXICO se han pagado a múltiplos VE/EBITDA superiores (7.1x promedio de los últimos 3 años), consideramos que mientras el sentimiento de aversión al riesgo continúe dados los temores e incertidumbre respecto al crecimiento económico global particularmente con la crisis en Europa y las perspectivas de desaceleración en China, no creemos que el mercado esté dispuesto a pagar múltiplos mayores por empresas mineras, especialmente productoras de cobre. No obstante, es importante mencionar que de mejorar el escenario actual, las acciones de GMEXICO podrían regresar a niveles de valuación similares a su promedio histórico.

Valuación de la Empresa

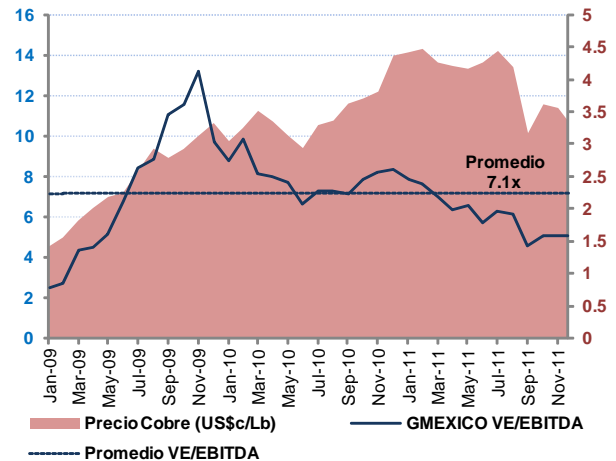
Millones de dólares

	Sep-11	Dic-11e	Dic-12e	Dic-13e	Δ 12/11
Precio P\$	37.87	37.87	37.87	37.87	
No. Acciones	7,780.4	7,773.3	7,773.3	7,773.3	0.0%
Valor Mercado	21,046	21,027	21,027	21,027	
Capital Cont. Mayor.	7,048	7,290	8,793	10,692	
Minoritario	1,647	1,647	2,264	2,978	
Deuda Total	3,883	3,883	3,883	3,883	-
Efectivo	3,204	4,234	5,274	6,380	1,040
Deuda Neta	679	-	351	-	1,391
Valor Empresa	26,642	25,425	25,051	24,386	-1.5%
Ventas Netas 12m	10,200	10,378	10,956	12,348	5.6%
EBITDA 12m	5,203	5,140	5,588	6,392	8.7%
Utilidad Neta 12m	2,406	2,418	2,579	2,976	6.6%
Valor en Libros	0.91	0.94	1.13	1.38	20.6%
DEUDA NETA / EBITDA	0.1x	-0.1x	-0.2x	-0.4x	
ROE	34%	33%	29%	28%	
VE / EBITDA	5.1x	4.9x	4.5x	3.8x	
P / U	8.7x	8.7x	8.2x	7.1x	
P / VL	3.0x	2.9x	2.4x	2.0x	

Fuente: Estimados Banorte-Ixe

En la siguiente gráfica podemos observar que si bien el múltiplo VE/EBITDA promedio de los últimos 3 años ha sido de 7.1x, en el último año este disminuyó a 6.1x y en los últimos 6 meses a 5.4x, dada la incertidumbre respecto al crecimiento económico global. Mientras que por el contrario, el precio del cobre se ha mantenido en niveles altos, siendo el precio promedio del último año de US\$4.05 y de los últimos 6 meses de US\$3.80. La expectativa apunta a que se mantengan en niveles cercanos al US\$3.90 en promedio durante 2012, por lo que asumimos que dado este escenario, es difícil justificar múltiplos mayores para las acciones de GMEXICO.

Valuación GMEXICO y Precio del Cobre



Fuente: Bloomberg

Comparativo Sectorial

De acuerdo al comparativo sectorial, las principales empresas productoras de cobre cotizan a un múltiplo promedio VE/EBITDA 2012E de 4.7x, con un crecimiento promedio estimado en el EBITDA para 2012 de 6.7%. En particular, GMEXICO se encuentra cotizando prácticamente en línea con las empresas de su sector, pero es importante destacar el premio en la valuación de Southern Copper (SCCO), que se explica por las elevadas reservas de cobre que mantiene. Esto le brinda un atractivo adicional a GMEXICO al tener una participación del 80.9% en SCCO. No obstante, es importante mencionar que GMEXICO siempre ha cotizado a un descuento respecto de SCCO, hoy de alrededor del 20%, el cual creemos podría tender a disminuir conforme se haga evidente el valor de cada una de las subsidiarias del grupo (por ejemplo al listar la división de transporte ITM). Adicionalmente, es importante mencionar el atractivo dividendo que anualmente distribuye y que esperamos continúe dada la generación de flujo, con un rendimiento superior al 4% anual.

VALUACION RELATIVA

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2012E	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2012E	DIVIDEND YIELD
BHP BILLITON LTD	AUD 36.18	185,662	198,156	3.5x	8.7x	8.5x	5.1x	5.0x	3.9%
RIO TINTO PLC	£3,480.00	105,274	186,738	2.7x	6.5x	6.4x	4.7x	3.8x	0.0%
XSTRATA PLC	£1,049.00	47,657	89,087	1.4x	8.8x	7.6x	5.0x	3.9x	0.7%
FREEPORT-MCMORAN COPPER	\$ 41.10	38,959	40,060	2.6x	7.1x	8.8x	3.3x	4.9x	2.4%
SOUTHERN COPPER CORP	\$ 32.37	27,221	28,213	6.8x	12.0x	12.2x	7.3x	6.2x	8.7%
ANTOFAGASTA PLC	£1,280.00	19,337	30,776	3.5x	14.9x	10.5x	5.3x		0.9%
	<i>Promedio</i>	<i>70,685</i>	<i>95,505</i>	<i>3.4x</i>	<i>9.7x</i>	<i>9.0x</i>	<i>5.1x</i>	<i>4.7x</i>	<i>2.8%</i>
	<i>Mediana</i>	<i>43,308</i>	<i>64,574</i>	<i>3.1x</i>	<i>8.8x</i>	<i>8.7x</i>	<i>5.0x</i>	<i>4.9x</i>	<i>1.7%</i>
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 38.17	21,756	23,992	3.0x	10.7x	8.9x	5.2x	4.0x	4.2%

Fuente: Bloomberg.

INDICADORES OPERATIVOS

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	VENTAS 12M (US\$MM)	EBITDA 12M (US\$MM)	MARGEN OPERATIVO 12M	MARGEN EBITDA 12M	Crec. EBITDA 2012E	DEUDA NETA/EBITDA
BHP BILLITON LTD	AUD 36.18	185,662	198,156	71,739	37,270	44.9%	52.3%	7.2%	0.2x
RIO TINTO PLC	£3,480.00	105,274	186,738	60,423	26,040	37.0%	40.2%	0.8%	0.2x
XSTRATA PLC	£1,049.00	47,657	89,087	33,668	11,724	25.8%	34.1%	8.7%	0.7x
FREEPORT-MCMORAN COPPER	\$ 41.10	38,959	40,060	22,321	12,036	49.0%	53.7%	-1.5%	0.1x
SOUTHERN COPPER CORP	\$ 32.37	27,221	28,213	6,648	3,873	53.8%	56.8%	-0.5%	0.2x
ANTOFAGASTA PLC	£1,280.00	19,337	30,776	5,870	3,775	58.2%	62.9%	25.6%	-0.5x
	<i>Promedio</i>	<i>70,685</i>	<i>95,505</i>	<i>33,445</i>	<i>15,786</i>	<i>44.8%</i>	<i>50.0%</i>	<i>6.7%</i>	<i>0.1x</i>
	<i>Mediana</i>	<i>43,308</i>	<i>64,574</i>	<i>27,995</i>	<i>11,880</i>	<i>47.0%</i>	<i>53.0%</i>	<i>4.0%</i>	<i>0.2x</i>
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 38.17	21,756	23,992	10,273	5,193	44.1%	49.3%	3.7%	0.2x

Fuente: Bloomberg.

Suma de Partes

De acuerdo a nuestro modelo de valuación por partes obtenemos un precio para las acciones de GMEXICO de P\$45.28, lo que implicaría un múltiplo VE/EBITDA de 5.4x y estimado para 2012 de 4.6x. Es importante mencionar que este precio refleja un descuento del 10% que hemos aplicado por ser un conglomerado, pero cuyo negocio principal sigue siendo la minería con una participación cercana al 85% en el portafolio de negocios. Asimismo, estamos utilizando un tipo de cambio 2012E de P\$12.50 pesos por dólar, de acuerdo a las proyecciones del área de Análisis Económico, lo cual estaría considerando una apreciación potencial para el peso cercana a al 8.5% sobre los niveles actuales, una variable muy importante a considerar a la hora de invertir en este tipo de acciones.

Para la división minera AMC (Americas Mining Corporation) que incluye a Southern Copper (SCCO) y a Asarco estamos asumiendo un múltiplo VE/EBITDA de 7.5x, en línea con los múltiplos a los que ha cotizado SCCO en los últimos seis meses y ligeramente por arriba del promedio de cotización para las acciones de GMEXICO en los últimos 3 años de 7.1x.

Para el caso de la división de Transporte ITM, hemos asumido un múltiplo de 9.2x, en línea con el múltiplo promedio al que cotizan empresas similares a nivel mundial. De esta forma obtenemos un precio equivalente a US\$0.36 (P\$4.47). Es importante recordar que Grupo México espera listar las acciones de ITM en el mercado, con el objetivo de hacer evidente el valor intrínseco de esta división. Se espera que dicha colocación se realice durante la segunda mitad del 2012, lo que podría ser un importante catalizador para las acciones de GMEXICO.

Para valorar la participación actual del 28.3% de GMEXICO en GAP, hemos utilizado el valor de mercado esperado para 2012, de acuerdo al consenso de Bloomberg (P\$52.00), lo que equivaldría a US\$0.07 (P\$0.90) por acción. Grupo México ha externado su interés por continuar el proceso de adquisición de una participación mayoritaria en GAP. No obstante creemos que esto todavía tomará tiempo antes de que se concrete un acuerdo entre las partes.

VALUACION SUMA DE PARTES

	EBITDA 2012e	VE/EBITDA	Deuda Neta	MKT CAP	Participación	TOTAL
AMC	5,017	7.5x	2,013	35,615	80.9%	28,812
ITM	570	9.2x	276	4,968	56.0%	2,782
GAP				1,984	28.3%	561
Valor Suma de Partes						32,156
Deuda Neta GMEXICO						873
GMEXICO Total						31,283
No Acciones						7,773
Precio US\$ x Acción						4.02
TC 2012e						12.50
PRECIO GMEXICO						\$ 50.31
Descuento x Holding						10.0%
PO 2012e						\$ 45.28

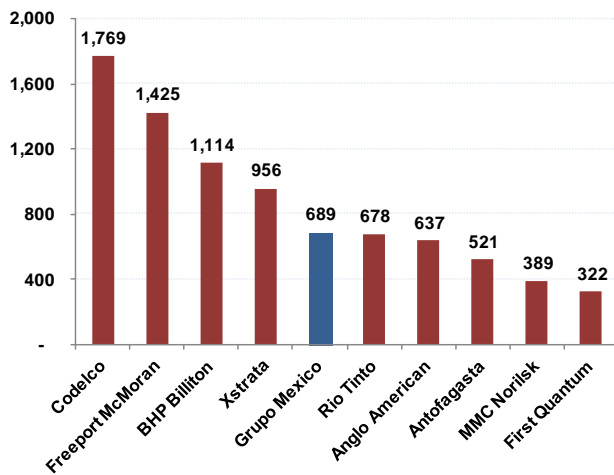
Fuente: Estimados Banorte-Ixe, Bloomberg

Perspectivas del Cobre

Industria

La industria mundial del cobre se encuentra muy fragmentada. No obstante, los 10 productores principales controlan alrededor del 53% de la producción global que asciende a alrededor de 16 millones de toneladas. Destacan las participaciones de Codelco, Freeport McMoran, BHP Billiton, Xstrata y Grupo México (con una participación del 4.3%), quienes controlan cerca del 37% de la producción minera a nivel mundial. Por su parte, Rio Tinto, Anglo American, Antofagasta, MMC Norilsk y First Quantum tienen una participación cercana al 16%.

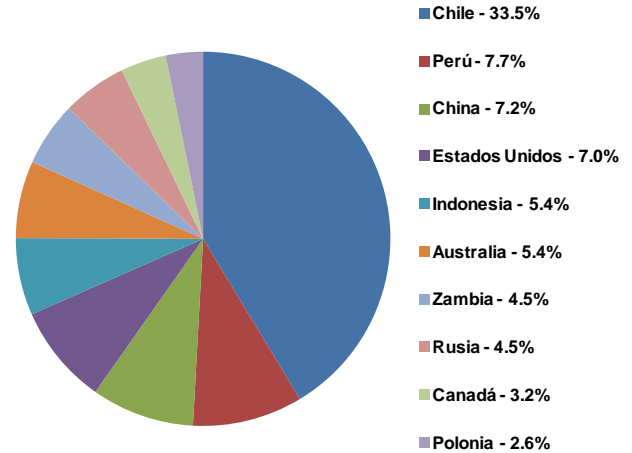
Principales Productores de Cobre
Producción Cobre (000's tm)



Fuente: Bloomberg

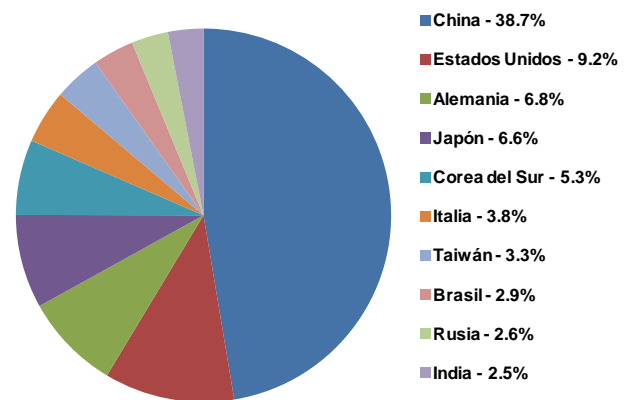
La producción minera es liderada por Chile con una participación del 33.5%. Los cinco principales países productores son Chile, Perú, China, Estados Unidos e Indonesia, quienes en conjunto controlan el 61% de la producción mundial. La producción refinada y la demanda son controladas por China con participaciones del 23.8% y 39%. Los cinco países más importantes en cuanto a producción refinada, China, Estados Unidos, Alemania, Japón y Corea del Sur, consumen cerca del 67% de la producción total. Los 10 países consumidores principales de cobre refinado controlan cerca del 82% de la demanda. Es por ello que ante cualquier escenario de desaceleración económica particularmente en China, los niveles de inventarios y el precio del cobre se ven afectados, ante la posibilidad de una afectación en la demanda interna. No obstante, de acuerdo al censo de estimados de Bloomberg se anticipa un crecimiento del 8.5% para el PIB de China en 2012, lo que sustenta una visión positiva para el cobre.

Principales Países Productores Cobre
% Participación Producción



Fuente: Bloomberg

Principales Países Consumidores de Cobre Refinado
% Participación Demanda Global



Fuente: Bloomberg

Demanda y Producción

Los fundamentales del cobre son sólidos, por lo que la perspectiva para 2012 es positiva. La combinación de problemas relacionados con algunas operaciones, ciertas condiciones climatológicas adversas y los constantes conflictos laborales particularmente en Chile y Perú, se han visto reflejados en importantes dificultades para incrementar la producción. Lo anterior se une a las menores leyes de mineral que ocasiona pérdidas de producción anuales estimadas entre 2% y 3%, por lo que la expectativa apunta que en 2012 se mantenga un déficit importante de producción.

Reinicio de Cobertura

En 2011, el crecimiento en la demanda global del cobre siguió excediendo el crecimiento en la producción mundial con un déficit cercano a las 200,000 toneladas métricas que representa un 1.0% de la demanda. De acuerdo al International Copper Study Group (ICSG) para 2012 se espera un déficit por alrededor de 250,000 tm, esto es 1.2% respecto de la demanda esperada en 2012.

Hacia 2013 la mayor producción y el menor crecimiento en la demanda deberán converger en un mercado mucho más equilibrado.

REGIÓN (1000 t)	Producción Minera				
	2010	2011	%	2012	%
Africa	1,215	1,350	11.1%	1,619	19.9%
Norteamérica	1,915	2,080	8.6%	2,353	13.1%
Latinoamérica	7,031	6,985	-0.7%	7,727	10.6%
Asia	3,204	2,980	-7.0%	3,028	1.6%
Europa	1,584	1,620	2.3%	1,639	1.2%
Australia	1,030	1,084	5.2%	1,246	14.9%
TOTAL	15,979	16,099	0.8%	17,612	9.4%

Fuente: ICSG

REGIÓN (1000 t)	Producción Refinada				
	2010	2011	%	2012	%
Africa	859	996	15.9%	1,188	19.3%
Norteamérica	1,690	1,661	-1.7%	1,833	10.4%
Latinoamérica	3,897	3,917	0.5%	4,048	3.3%
Asia	8,505	8,815	3.6%	9,371	6.3%
Europa	3,659	3,790	3.6%	3,890	2.6%
Australia	424	498	17.5%	510	2.4%
Otros	-	201	-	704	-
TOTAL	19,034	19,476	2.3%	20,136	3.4%

Fuente: ICSG

REGIÓN (1000 t)	Demanda Refinada				
	2010	2011	%	2012	%
Africa	285	285	0.0%	301	5.6%
Norteamérica	2,182	2,230	2.2%	2,279	2.2%
Latinoamérica	646	628	-2.8%	657	4.6%
Asia	11,896	11,849	-0.4%	12,429	4.9%
Europa	4,245	4,544	7.0%	4,585	0.9%
Australia	131	140	6.9%	141	0.7%
TOTAL	19,385	19,676	1.5%	20,392	3.6%

Fuente: ICSG

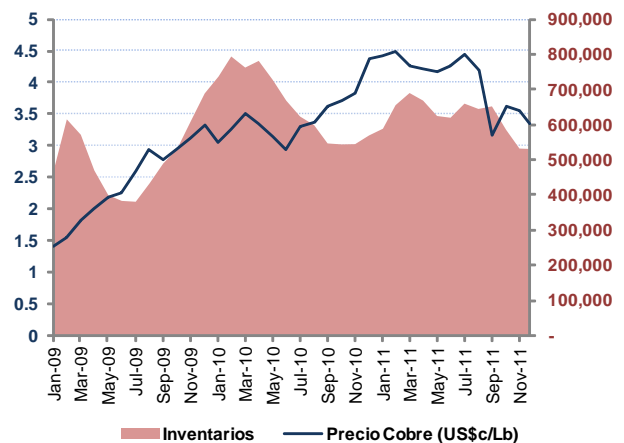
A pesar de que los principales productores de cobre anticipan un crecimiento interanual superior al 9% en la producción minera, que se explica principalmente por una mayor utilización de la capacidad actual, es importante mencionar que dicho incremento podría ser menor al anticipado, ante la posibilidad de que parte importante de los conflictos laborales continúen, lo que se une al aplazamiento de proyectos nuevos, y la incertidumbre respecto al crecimiento económico.

Inventarios

Desde el punto de vista de los inventarios, incluyendo los mercados de London Metal Exchange (LME), COMEX y Shanghai, estos se mantienen en niveles bajos cercanos a las 530,000 toneladas, equivalentes a tan solo alrededor de diez días de consumo. Y la expectativa apunta a que continúen así durante 2012, ante el déficit de producción anticipado.

En resumen, las limitaciones en cuanto al crecimiento en la producción, los bajos niveles en los inventarios y la fuerte demanda por parte de China, sustentan la expectativa de que los precios del cobre continúen en niveles altos. Nuestros estimados contemplan un precio promedio del cobre para 2012 de US\$3.90 por libra, en línea con el consenso de Bloomberg.

Inventarios y Precio del Cobre



Fuente: Bloomberg

Expectativa de Resultados

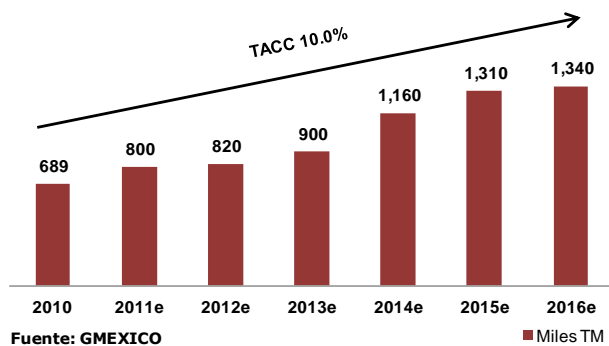
Estrategia de Negocios

Grupo México cuenta principalmente con dos divisiones de negocio. La principal fuente de ingresos y flujo es la subsidiaria minera controlada a través de Americas Mining Corporation (AMC) que incluye a Southern Copper Corporation (SCCO) y a Asarco, y que representa alrededor del 83% de los ingresos y más del 90% del EBITDA consolidado. Y por otro lado, la división de transporte Infraestructura y Transportes México (ITM) con las redes de ferrocarriles Ferromex y Ferrosur, y una contribución cercana al 16% y 10% de los ingresos y EBITDA consolidados del grupo, respectivamente.

GMEXICO, a través de AMC, es uno de los principales productores mundiales de cobre, totalmente integrado, que cuenta con las mayores reservas de cobre (65.4 millones de toneladas) y una vida útil de sus minas por alrededor de 78 años, además de una atractiva diversificación geográfica con sólida presencia en Perú (principales minas: Toquepala y Cuajone), México (Buenavista-antes Cananea y La Caridad), Estados Unidos (Ray y Mission) y proyectos de exploración en Chile, lo que le brinda un interesante potencial de crecimiento.

La compañía mantiene un agresivo plan de inversiones para los próximos 5 años, lo que le permitirá incrementar de manera significativa la producción. Se estima que GMEXICO terminó el 2011 con una producción cercana a las 800,000 toneladas (16.3% más que en 2010), que deberá incrementarse en 62.5% a 1.3 millones hacia 2016 de acuerdo a los proyectos de expansión de la compañía.

Es importante mencionar que en 2011 se registraron crecimientos importantes en la producción atribuibles principalmente a la recuperación de las operaciones de Cananea, hoy Buenavista, a partir del mes de abril. En 2012, los crecimientos en producción se darán principalmente por una mayor utilización de la capacidad, al tener la integración de Buenavista por el año completo. Los proyectos nuevos tales como Tía María (podría añadir 120,000 tm), El Arco (+190,000 tm), Pilares (+40,000 tm), Angangueo (+16,000 tm), los Chancas (+100,000 tm) y algunos otros proyectos de expansión actual en Buenavista, Toquepala y Asarco, deberán ir incrementando la capacidad integrada de manera paulatina en los próximos años. El caso particular de Tía María en Perú que podría añadir 120,000 toneladas de cobre, se ha postergado por el momento, no obstante se mantienen las pláticas con el gobierno al respecto, y se espera pueda ser concretado hacia 2013-2014.

Estimados Producción Cobre


Por lo que respecta a la división de transporte ITM, Grupo México mantiene una participación del 74.9%, en una asociación con Inbursa, quien detenta el porcentaje restante. ITM cuenta con la principal red de ferrocarriles en México que cubre cerca del 70% del territorio mexicano, con una participación de mercado cercana al 62% en cuanto a carga transportada a través de Ferromex y Ferrosur.

El potencial de crecimiento de esta división se da gracias a la baja penetración ferroviaria en México, sólo el 19% en comparación con el 45% en Estados Unidos y Canadá, siendo uno de los medios más seguros para el transporte de mercancías a granel, como granos, cemento, etc. Asimismo, cuenta con una posición estratégica al ser el principal operador en tres de los cuatro puertos más importantes en México, Manzanillo, Altamira, Veracruz y Mazatlán, con perspectivas de crecimiento en la capacidad muy importantes, sobretodo en Manzanillo. Aunado a lo anterior, la integración de ambas redes de ferrocarriles brinda amplio espacio para eficiencias operativas y mayores ingresos.

Estimados

De acuerdo a nuestros estimados, en 2012 esperamos que los ingresos consolidados de GMEXICO se ubiquen en US\$10,956 millones lo que representaría un crecimiento interanual del 5.6%, en términos de dólares. Este incremento se explica principalmente por el aumento del 3.2% en los ingresos de la división minera y del 24.7% en la división de transporte. En la división minera estimamos crecimientos del 6.2% en la producción de cobre año contra año, que se atribuyen principalmente a Buenavista, y toma en consideración un precio promedio para el cobre de US\$3.90 por libra vs. un precio promedio en 2011 de US\$4.03 por libra. Para el caso de los ferrocarriles, el aumento en los ingresos es resultado del incremento interanual del 13% en los volúmenes de carga (similar al crecimiento estimado para 2011), y del 9.7% en los precios por tonelada transportada, dada la tendencia creciente en el flujo de carga, particularmente con estados Unidos.

Para el caso del EBITDA, nuestros estimados consolidados anticipan un aumento del 8.7% año contra año para alcanzar US\$5,588 millones en 2012. El mayor crecimiento anticipado en EBITDA respecto de los ingresos se explica por mayores eficiencias en ambas divisiones, lo que se traduce en una expansión interanual de 150pb en el margen EBITDA consolidado al ubicarse en 51.0%. En el segmento minero, anticipamos un aumento año vs. año del 7.1% en el EBITDA. Esto es resultado de un estricto control en costos, lo cual ha situado a GMEXICO dentro de los productores de cobre más eficientes. Aunado a lo anterior, la ausencia de gastos relacionados con el arranque de operaciones de Buenavista, se verá reflejado de manera positiva en los resultados del 2012. Para la división de transporte, nuestros estimados asumen un incremento interanual del 29.9% en el EBITDA, lo cual es resultado de una eficiente palanca operativa dada la naturaleza propia del negocio (importante base de costos fijos).

Nuestras proyecciones asumen un Flujo Libre de Efectivo por US\$2,270 millones, aún tomando en consideración inversiones de capital (Capex) por US\$1,800 millones, es decir, 80% más que las realizadas en 2011 con el objetivo de ir financiando los proyectos de expansión de capacidad hacia 2016 (no incluye a Tía María). La fuerte generación permitirá seguir realizando distribuciones de efectivo muy atractivas. En 2012 nuestros estimados asumen el pago de un dividendo equivalente a P\$1.80 por acción, esto es un rendimiento anual del 4.7% sobre precios actuales, adicional al potencial de apreciación en el precio objetivo de la compañía. En 2011 GMEXICO distribuyó el equivalente a P\$1.55 en efectivo, y un dividendo en acciones a razón de 1 acción por cada 389 de tenencia, lo que sumado representó un rendimiento cercano al 4.5%.

Riesgos

Entre los principales riesgos que pudieran afectar nuestra tesis de inversión sobresalen los siguientes:

Retraso en la ejecución de proyectos nuevos.

Parte importante del crecimiento esperado en la capacidad de producción de GMEXICO para los próximos años se da por proyectos nuevos. No obstante, cualquier retraso en la ejecución de los mismos, podría afectar los resultados futuros de la compañía.

Desaceleración económica y su impacto en el precio del cobre.

Los resultados del grupo dependen fuertemente del precio del cobre. Cualquier impacto en las expectativas de crecimiento en la economía mundial (crisis en Europa) y muy especialmente de China (al ser uno de los principales consumidores de cobre) podría ocasionar fuertes fluctuaciones en los precios del cobre ante la posibilidad de una menor demanda, impactando los resultados y cotización de GMEXICO.

Riesgo político ante el nuevo gobierno en Perú.

Los cambios políticos que se dieron en Perú durante 2011 pudieran afectar los resultados de la compañía ante la posibilidad del establecimiento de nuevas políticas, conflictos sociales, etc.

Nuevo impuesto sobre minería en México.

Recientemente se aprobaron en Perú incrementos sobre las regalías y un nuevo impuesto especial sobre minería que deberá aplicarse sobre la utilidad de operación y que ya se

encuentra contemplado en nuestras proyecciones. No obstante, se ha especulado mucho acerca de la implementación de medidas similares en México, siguiendo la tendencia mundial. Si bien creemos que esto tarde o temprano deberá darse, no creemos que suceda en el corto plazo, sobre todo a la víspera de elecciones en México.

Dependencia del tipo de cambio.

La totalidad de las ventas relacionadas con la minería se realiza en dólares, mientras que cerca del 30% de los costos son denominados en pesos, por lo que la volatilidad en el tipo de cambio es un factor importante a considerar para los resultados de la compañía. La apreciación del peso, como se espera por el consenso de mercado, tendría un efecto adverso, aunque relativamente limitado, en la estructura de costos de la empresa.

Litigios.

Grupo México se ha visto envuelto en diversos litigios a lo largo de los años. El último es el relacionado con la fusión que se hiciera en 2005 de Minera México en Southern Copper y donde se argumenta que se pagó un precio excesivo a AMC por las acciones de Minera México. Aún en caso de que GMEXICO lo perdiera, el impacto estimado sería por alrededor de US\$241.2 millones más intereses, lo que equivaldría a tan solo P\$0.39 por acción.

Estados Financieros

Estado de Resultados					TACC
Millones de USD	2010	2011e	2012e	2013e	10 -13e
Ventas Netas	8,083	10,378	10,956	12,348	11.2%
Costo de Ventas	3,907	5,035	5,194	5,784	
Utilidad Bruta	4,176	5,343	5,762	6,563	12.0%
Margen Bruto	51.7%	51.5%	52.6%	53.2%	
Gastos generales	839	777	831	930	
Utilidad Operación	3,337	4,567	4,932	5,633	14.0%
Margen operativo	41.28%	44.00%	45.01%	45.62%	
EBITDA	3,982	5,140	5,588	6,392	12.6%
Margen EBITDA	49.3%	49.5%	51.0%	51.8%	
Resultado Integral Financie	265	155	78	33	
Utilidad antes impuestos	2,986	4,296	4,728	5,458	16.3%
Provisión impuestos	930	1,306	1,537	1,774	
Utilidad Neta	1,636	2,418	2,579	2,976	16.1%
Margen Neto	20.24%	23.30%	23.54%	24.10%	
Acciones Circulación	7,785	7,773	7,773	7,773	
UPA	0.21	0.31	0.33	0.38	

Balance General						TACC
Millones de USD	2010	2011e	2012e	2013e	10 -13e	
Activo Total	14,277	15,827	18,112	21,187	10.37%	
Activo Circulante	5,493	6,859	8,658	10,254		
Caja	3,286	4,234	5,274	6,380		
Activo Fijo	6,714	8,968	9,454	10,933		
Otros Activos	2,069	1,478	821	940		
Pasivo Total	6,838	6,890	7,055	7,517	2.4%	
Pasivo Circulante	1,811	1,647	1,817	2,081		
Deuda CP	218	276	276	276		
Pasivo Largo Plazo	1,070	1,360	1,356	1,553		
Deuda LP	3,739	3,607	3,607	3,607		
Capital Contable	7,438	8,937	11,057	13,670	16.4%	

Flujo Efectivo						TACC
Millones de USD	2010	2011e	2012e	2013e	10 -13e	
EBITDA	3,982	5,140	5,588	6,392	12.56%	
Cambio en capital trabajo	-758	-85	97	-147		
Impuestos	930	1,306	1,537	1,774		
Inversiones de capital	604	988	1,800	2,120		
Intereses netos	265	155	78	33		
Flujo Libre de Efectivo	1,424	2,605	2,270	2,319	12.96%	

Fuente: Estimados Banorte-Ixe

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, María Dolores Palacios Norma, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Miguel Angel Aguayo Negrete, Carlos Hermosillo Bernal, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Luciana Gallardo Lomelí, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, ni recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, 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 y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

Remuneración de los 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, Casa de Bolsa Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general del las Casas de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, han obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan 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 conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es mas, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte.

Directorio de Análisis

René Pimentel Ibarrola	Director General de Desarrollo de Negocio y Análisis	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
------------------------	--	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia Gubernamental	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Dolores Palacios	Subdirector de Gestión	dolores.palacios.n@banorte.com	(55) 5268 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.mactal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuano@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48028
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48066
María de la Paz Orozco	Asistente (Edición)	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Miguel Angel Aguayo	Subdirector de Análisis de Deuda Corporativa	maguayo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9804
Tania Abdul Massih	Analista Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo Lomelí	Analista Deuda Corporativa	luciana.gallardo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9925

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Patricio Rodríguez	Director General Banca Privada y Gestión de Activos	prodriguez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9987
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683