

21 de julio de 2004.

COMPRA
GMODELO C

Precio: Mx	Ps 27.70
Precio Objetivo	Ps 33.50
Nivel de riesgo	Bajo
Rango 52 Semanas:	Ps. \$30.43 a Ps. \$23.28
Acciones en Circulación	3,251.8 millones
Valor de Capitalización	Ps. \$90,073.8 millones
Valor de la Empresa	Ps. \$90,047.0 millones
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$54.0 millones

Ps/acción

UPA trimestral	0.55
UPA 12M	1.60
UAFIDA 12M	4.26
Flujo Efectivo Neto 12M	3.94
Valor en Libros	12.65
	12M 2004e
P/U	17.30x
P / VL	2.19x
P / FEPA	7.02x
VE / UAFIDA	6.50x 5.40x

12M **2T04**

ROE	13.1%	17.4%
ROA	18.5%	24.0%
Cobertura de Intereses	224239.55x	137933.36x
Deuda Total a UAFIDA	0.00x	0.00x

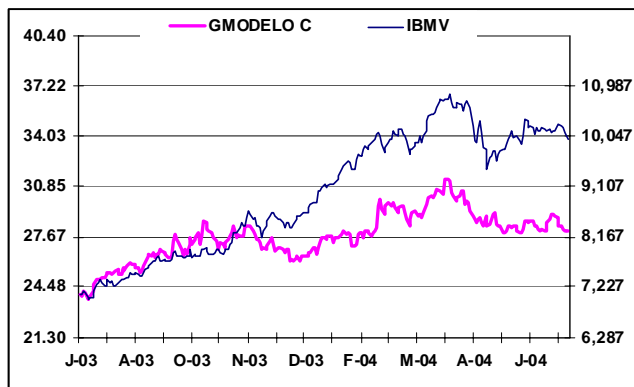
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.


Los volúmenes de exportación marcan el rumbo del grupo.

- **Repunta en forma explosiva el margen operativo.** Durante el trimestre, la compañía enfrentó problemas en el mercado doméstico, dadas las condiciones climáticas poco favorables. En contraste, en el mercado de exportación, el rumbo del grupo fue muy atractivo, tanto por el tipo de cambio como por el aumento que aplicaron a principios de año. Así, los volúmenes de ventas se incrementaron en 2.7% y las ventas en 9.4%. Por su parte, la utilidad de operación se incrementó en 19.5%, motivado por las mayores eficiencias en la producción, las menores presiones en costos y la disminución en los gastos de publicidad. En términos de valuación, la acción se encuentra cotizando a un precio VE/UAFIDA de 6.5x, cifra que deberá caer a 5.4x al cierre del ejercicio. En nuestra opinión, este múltiplo es realmente atractivo y es de los más bajos registrado en los últimos 5 años. Nuestro precio objetivo 12 meses asciende a Ps\$ 33.50 y tomando en consideración el dividendo decretado de Ps\$ 0.8523, el rendimiento que ofrece la acción es de 24%, cifra que nos lleva a recomendar **la COMPRA de la acción.**
- **Las condiciones climatológicas afectan el comportamiento del mercado nacional.** Como resultado, el volumen de ventas consolidado reflejó un aumento de 2.7%, dado el desempeño de las ventas de exportación. En el siguiente cuadro presentamos el desempeño de los volúmenes durante el trimestre.

Volúmenes de cerveza en millones de hectolitros

Mercado	2T03	%	2T04	%	Var.
Doméstico	8,242	70.9	8,007	67.0	-2.9%
Exportación	3,391	29.1	3,944	33.0	16.3%
Total	11,633	100.0	11,951	100.0	2.7%

- El mercado doméstico parece enfrentar un entorno competido y podríamos pensar que Gmodelo puede estar perdiendo mercado en el Norte de la República, ya que al parecer su competidor ha empezado a despertar.
- **La exportación continúa siendo parte clave del negocio, especialmente con Corona Extra.** En otras ocasiones hemos comentado que ésta marca se encuentra posicionada como una de las 10 cervezas más vendidas en los EUA. En este segmento las ventas se incrementaron en 30.4% en el trimestre, dado el aumento en los volúmenes de venta y la asimilación del incremento en el precio de las cervezas. Además, el tipo de cambio favoreció el desempeño del negocio en el trimestre. Estamos optimistas en el comportamiento de la exportación en el año, especialmente por la reactivación en la economía de los EUA.

21 de julio de 2004.

COMPRA
ESTADO DE RESULTADOS

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
Ventas Netas	21,548	20,406	5.6%	12,358	11,298	9.4%
Utilidad Bruta	12,131	11,435	6.1%	6,900	6,336	8.9%
UAFIDA	7,338	6,501	12.9%	4,364	3,713	17.5%
Utilidad de operación	6,496	5,706	13.9%	3,953	3,309	19.5%
Costo Intgral. de Finan.	-165	-290	-43.2%	-192	-184	4.6%
Intereses Pagados	0	0	105.0%	0	0	65.0%
Intereses Ganados	364	403	-9.5%	187	173	8.1%
Pérd. (Ganancia) Camb.	-10	-16	-37.9%	-22	6	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	209	128	63.4%	17	-16	#N/A
Otros Gastos Financ.	-293	-188	56.3%	-64	-122	-47.5%
Util. antes de Impuestos	6,954	6,183	12.5%	4,209	3,615	16.4%
Impuestos	3,141	2,780	13.0%	1,854	1,578	17.5%
Part. Minoritaria	911	811	12.2%	563	486	15.9%
Utilidad Neta	2,903	2,593	12.0%	1,792	1,551	15.5%
Margen Bruto	56.3%	56.0%		55.8%	56.1%	
Margen UAFIDA	34.1%	31.9%		35.3%	32.9%	
Margen Operativo	30.1%	28.0%		32.0%	29.3%	
Margen Neto	13.5%	12.7%		14.5%	13.7%	

Días Cuentas por Cobrar	15	14
Días de Inventarios	87	99
Días Cuentas por Pagar	23	21
Cap. de Trabajo a Vtas.	37.8%	37.6%

BALANCE

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
Activo total	65,910	66,495	61,748
Efectivo y valores	12,672	13,452	10,141
Otros Activos Circ.	7,976	8,169	9,117
Largo plazo	3,556	3,888	2,774
Fijo (Neto)	39,541	39,018	37,997
Diferido	938	759	517
Otros Activos	1,228	1,210	1,201
Pasivo total	12,169	12,027	11,254
Deuda con costo C.P.	37	0	27
Otros pasivos C.P.	4,347	4,475	3,906
Deuda con costo L. P.	0	0	0
Otros Pasivos	7,785	7,553	7,321
Capital Contable	53,741	54,468	50,494
Interés Minoritario	12,608	13,062	12,187

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	4.7x	4.8x	4.9x
Deuda CP/Deuda Total	100.0%	#DIV/0!	100.0%
Pvo mon extr a Ptotal	3.1%	3.0%	2.5%
Deuda Nta a Cap Cont	-23.5%	-24.7%	-20.0%
PTotal a Cap Cont	22.6%	22.1%	22.3%

- **El margen bruto presentó una contracción de 0.3 pp, para colocarse en 55.8%.** Esto se atribuyó al mayor desplazamiento de cervezas en el extranjero, lo que implicó mayores costos de la botella de vidrio. Estos fueron absorbidos en su totalidad con las mayores eficiencias en la distribución y la reducción en el gasto publicitario. Así, la **utilidad de operación** se incrementó en 19.5% estando 7% por arriba de nuestra estimación. Finalmente el margen operativo terminó en 32%, es decir, que reflejó un crecimiento de 2.7 pp. Creemos que el margen alcanzado es muy alto y que difícilmente volveremos a ver un crecimiento tan importante como éste en lo que resta del año. La compañía seguirá reflejando eficiencias pero no de esa magnitud.
- **La situación financiera continúa muy sólida.** Entre los puntos más sobresalientes del trimestre, destaca la mayor rotación de inventarios. La inversión del período ascendió a Ps\$ 726.3 M, destinándose a la modernización de las instalaciones del área de fábricas y a la ampliación de Cía. Cervecera del Trópico, ubicada en Tuxtepec, Oaxaca.
- **La perspectiva es favorable para el 2H04,** de hecho, el volumen doméstico deberá estar reflejando un crecimiento cercano al 4% para concluir el año con un aumento de 1% a 1.5%. En el mercado de exportación, que parte de una alta base de comparación, podría estar reflejando en el año un crecimiento de 4%, lo que se verá favorecido con el aumento de 7% en término de dólares. Esto los llevará a reflejar crecimientos de doble dígito en las ventas de dicho mercado.
- **La valuación de la acción** medida con el VE/UAFIDA aún muestra un potencial interesante, y de hecho esperamos que caiga de su múltiplo actual de 6.50x a 5.4x estimadas al cierre del ejercicio en curso. Esto aunado a una favorable perspectiva nos lleva a considerar un precio objetivo 12m a razón de Ps\$ 33.50, lo que aunado al dividendo decretado de Ps\$ 0.8523 por acción ofrece un rendimiento potencial de 24%, lo que nos lleva a recomendar la **COMPRA** de la acción. Además, estamos convencidos de que la acción es una buena inversión patrimonial, especialmente para aquellos inversionistas que gustan del bajo riesgo. Por el momento el único punto que nos preocupa es la agresividad de su competidor, ya que en los últimos 5 años, Gmodelo le quitó mercado. Además, ahora el grupo tendrá que prepararse para enfrentar las estrategias comerciales que Femsa pueda realizar en los EUA con su nuevo socio comercial.