

2 de agosto de 2004.

**VENTA**
**GSANBOR B-1**

Precio: Mx	<b>Ps 18.65</b>
Precio Objetivo	<b>Ps 21.00</b>
Nivel de riesgo	<b>Alto</b>
Rango 52 Semanas:	Ps. \$20.80 a Ps. \$12.00
Acciones en Circulación	965.9 millones
Valor de Capitalización	Ps. \$18,013.8 millones
Valor de la Empresa	Ps. \$22,881.1 millones
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$3.1 millones

	<b>Ps/acción</b>	
UPA trimestral	0.37	
UPA 12M	1.79	
UAFIDA 12M	3.85	
Flujo Efectivo Neto 12M	3.46	
Valor en Libros	9.43	
	<b>12M</b>	<b>2004e</b>
P/U	10.40x	
P / VL	1.98x	
P / FEPA	5.39x	
VE / UAFIDA	6.15x	6.00x
	<b>12M</b>	<b>2T04</b>
ROE	20.9%	15.9%
ROA	13.9%	12.4%
Cobertura de Intereses	6.17x	5.89x
Deuda Total a UAFIDA	1.09x	1.17x

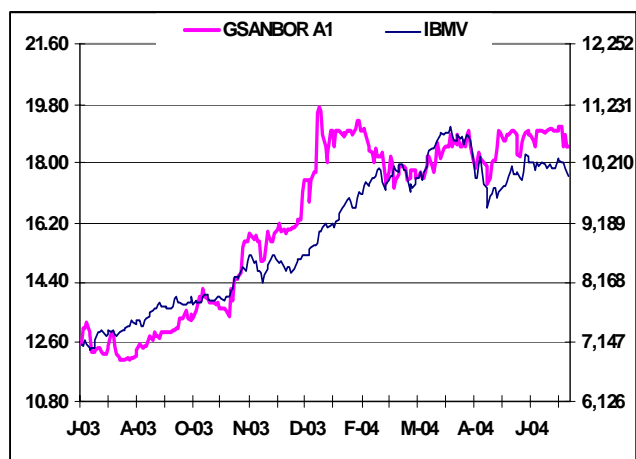
12M = Últimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.


**Sólido trimestre en término de ventas, pero los márgenes continúan presionados.**

- Los márgenes del Globo siguen presionando la rentabilidad de Gsanbor.** Los resultados fueron buenos en la mayoría de las subsidiarias. De hecho, las ventas se incrementaron en 10.7%, estando 4.4% por arriba de nuestra estimación. Por su parte, la utilidad de operación se incrementó en 8.6%, dados los sólidos resultados de Sanborns y Sears. Esta cifra estuvo 4.2% por arriba de nuestra estimación. Sin embargo, el margen operativo reflejó un decremento de 30 pb, dada la reestructura del Globo. **En nuestra opinión, la perspectiva para el 2S04 es positiva.** Sanborns continuará promoviendo el uso de la tarjeta de crédito, y su margen deberá mejorar por el cambio en la mezcla de ventas. Sears pretende mejorar sus ventas por m<sup>2</sup> y mejorar su presencia como cadena comercial. Las tiendas JC Penny deberán cobrar fuerza en el grupo y ahora están en proceso de remodelación y están definiendo su estrategia. El Globo seguirá deberá recoger los frutos de las nuevas plantas y mejorará la rentabilidad conforme se consoliden las adquisiciones. Los centros comerciales deberán de mejorar su ocupación. Nosotros creemos que Gsanbor podría invertir alrededor de US\$ 60-70 M, con lo cual podrían incrementar el piso de ventas y el número de asientos. Cabe resaltar que los esfuerzos del grupo estarán concentrados en mejorar la rentabilidad a través de la reducción en costos, de fortalecer su participación de mercado con campañas promocionales, de centralizar las compras y de la sistematización de inventarios. Nuestro precio objetivo 12 meses asciende a Ps\$ 21, lo que nos arroja un rendimiento nominal de 12.6%, que nos lleva a recomendar la **VENTA** de la acción.
- Sears de México (46.6% de los ingresos):** Reportó ventas de Ps\$ 2,504.9 M, reflejando un incremento de 8.5%, derivado del crecimiento del 4.3% en las ventas mismas tiendas y del aumento en el piso de ventas. La compañía continúa incrementando el número de cuentas activas (22.8%), y promoviendo el uso de su tarjeta de crédito. La **utilidad de operación** reflejó un crecimiento de 9.9% y el margen se incrementó en 20 pb para concluir en 16.1%. En el corto plazo el objetivo del grupo es mejorar las ventas por m<sup>2</sup> al igual que su rentabilidad. La compañía continuará siendo altamente promocional, considerando el ingreso disponible y el entorno tan competido. Conforme mejore el ingreso disponible la división tenderá a incrementar su nivel de ventas.
- Sanborns Hermanos, Sanborns Café y Promusa (48.6% de los ingresos):** En conjunto logró ventas de Ps\$ 2,289.1 M, cifra 7% superior al 2T03. Las ventas mismas tiendas combinadas, registraron un crecimiento de 4.6%. La mezcla de ventas se orientó a productos de valor agregado por lo que el margen operativo se incrementó en 1.1 pp para colocarlo en 10.5%. Así la utilidad de operación reflejó un crecimiento de 19% y la UAFIDA

2 de agosto de 2004.

**VENTA**
**ESTADO DE RESULTADOS**

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
<b>Ventas Netas</b>	<b>10,015</b>	<b>9,119</b>	<b>9.8%</b>	<b>5,155</b>	<b>4,658</b>	<b>10.7%</b>
Utilidad Bruta	4,470	4,117	8.6%	2,271	2,074	9.5%
<b>UAFIDA</b>	<b>1,720</b>	<b>1,629</b>	<b>5.6%</b>	<b>866</b>	<b>806</b>	<b>7.4%</b>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>1,412</b>	<b>1,325</b>	<b>6.6%</b>	<b>712</b>	<b>656</b>	<b>8.6%</b>
<b>Costo Integral de Finan.</b>	<b>165</b>	<b>247</b>	<b>-33.0%</b>	<b>156</b>	<b>101</b>	<b>54.2%</b>
Intereses Pagados	294	385	-23.7%	148	170	-12.7%
Intereses Ganados	12	10	26.4%	7	-1	#N/A
Pérd. (Ganancia) Camb.	20	31	-34.6%	30	-57	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-136	-160	-14.6%	-15	-13	13.0%
Otros Gastos Financ.	-101	-1	#N/A	-49	-6	657.1%
Util. antes de Impuestos	1,348	1,079	24.9%	605	561	7.9%
Impuestos	501	430	16.5%	220	225	-2.0%
Subs. no Consolidadas	46	34	36.2%	20	15	39.0%
Part. Minoritaria	87	68	28.1%	44	30	47.0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>805</b>	<b>615</b>	<b>31.0%</b>	<b>362</b>	<b>321</b>	<b>12.6%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>44.6%</b>	<b>45.1%</b>		<b>44.1%</b>	<b>44.5%</b>	
<b>Margen UAFIDA</b>	<b>17.2%</b>	<b>17.9%</b>		<b>16.8%</b>	<b>17.3%</b>	
<b>Margen Operativo</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.5%</b>		<b>13.8%</b>	<b>14.1%</b>	
<b>Margen Neto</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.7%</b>		<b>7.0%</b>	<b>6.9%</b>	
Días Cuentas por Cobrar	59	52				
Días de Inventarios	133	128				
Días Cuentas por Pagar	56	56				
Cap. de Trabajo a Vtas.	20.2%	16.7%				

**BALANCE**

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
<b>Activo total</b>	<b>23,005</b>	<b>22,979</b>	<b>21,858</b>
Efectivo y valores	427	508	476
Otros Activos Circ.	7,463	7,319	6,290
Largo plazo	681	679	720
Fijo (Neto)	14,114	14,123	13,869
Diferido	320	350	504
Otros Activos	0	0	0
<b>Pasivo total</b>	<b>12,658</b>	<b>13,094</b>	<b>13,211</b>
Deuda con costo C.P.	2,658	1,827	2,725
Otros pasivos C.P.	3,848	3,799	3,721
Deuda con costo L. P.	1,400	2,524	2,671
Otros Pasivos	4,752	4,943	4,094
<b>Capital Contable</b>	<b>10,347</b>	<b>9,886</b>	<b>8,647</b>
Interés Minoritario	1,236	1,326	1,199

**ANALISIS FINANCIERO**

Liquidez	1.2x	1.4x	1.0x
Deuda CP/Deuda Total	65.5%	42.0%	50.5%
Pvo mon extr a Ptotal	11.9%	11.3%	12.2%
Deuda Nta a Cap Cont	35.1%	38.9%	56.9%
PTotal a Cap Cont	122.3%	132.4%	152.8%

de 15.3%. Por su parte, **Sanborns y Sanborns Café** registraron un aumento de 6.5% en sus ventas, motivado por el crecimiento de las ventas mismas tiendas, el cual fue de 4.8% para Sanborns y de 3.1% para Sanborns Café. Las ventas de las **tiendas de música** fueron de Ps\$ 358.3 M, 8.3% superiores a las del 2T03. En el trimestre cerraron una tienda de música para concluir con 64 unidades. Sanborns permaneció con 126 tiendas Sanborns y 33 Sanborns Café. Esta división ha realizado un cambio importante en la mezcla de sus ventas, y por segundo trimestre consecutivo sus resultados lucen atractivos.

- Pastelería Francesa El Globo (4.8% de los ingresos):** Los resultados de esta división no son totalmente comparables, ya que se consolidaron las 13 panaderías y las 2 fábricas en Monterrey (Pastelerías Monterrey), que se adquirieron en el 3T03. En el 2T04, las ventas del Globo se incrementaron en 19.9%, lo cual fue motivado por el mayor piso de ventas. En el trimestre la utilidad de operación decreció en 1.6%. Al parecer el decremento empieza a disminuir y ahora el reto es alcanzar una rentabilidad sólida. La compañía está muy optimista en su desarrollo, sin embargo, a nosotros nos gustaría ver una consistencia en los resultados de esta división. En el trimestre se abrieron ocho tiendas para concluir con 177 unidades.
- La situación financiera** sigue mejorando, y en el trimestre su deuda pasó de US\$ 493 M en junio de '03 a US\$ 353.7 M en junio de '04. Como se observa, el objetivo de la empresa se está cubriendo y han estado pagando deuda trimestre con trimestre, tal cual se lo permiten sus flujos. Además, la compañía está realizando esfuerzos importantes por mejorar su capital de trabajo. Por el momento, su cobertura de intereses 12 meses es de 5.9x, la cual es suficiente para cubrir el servicio de su deuda.