

3 de Agosto de 2004
Homex * / HXM

Precio: Mx / ADR

Ps 33.72 US\$ 17.84

Precio Objetivo

Nivel de riesgo

ALTO

Rango 52 Semanas:	Ps. \$33.05 a Ps. \$34.78
Acciones en Circulación	313.9 millones
Valor de Capitalización	Ps. \$10,583.2 millones
Valor de la Empresa	Ps. \$9,688.5 millones
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$16.3 millones

	Ps/acción	US\$/ADR
UPA trimestral	0.24	0.13
UPA 12M	1.18	0.62
UAFIDA 12M	2.57	1.35
Flujo Efectivo Neto 12M	2.34	1.23
Valor en Libros	10.18	5.33

	12M	2004e
P/U	28.56x	17.07x
P / VL	3.31x	2.53x
P / FEPA	14.39x	4.18x
VE / UAFIDA	11.94x	7.67x

	12M	2T04
ROE	17.5%	9.6%
ROA	26.2%	21.6%
Cobertura de Intereses	7.16x	7.61x
Deuda Total a UAFIDA	1.06x	0.93x

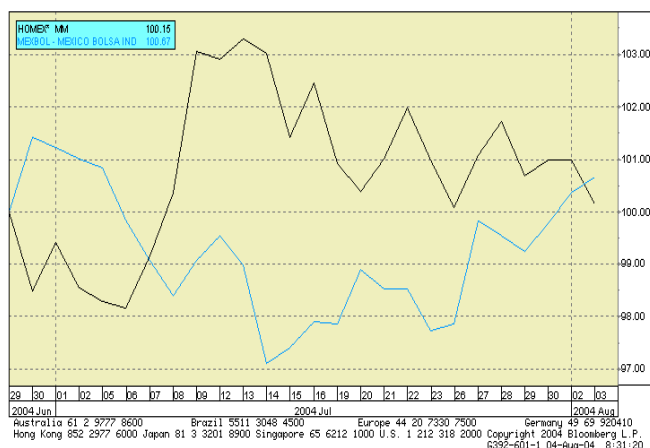
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.



Extraordinarios crecimientos y excelente salud financiera. Valuación relativamente cara, ROA atractiva, ROE no tanto.

- Presentamos cifras ajustadas por la colocación de capital que incluyen **57.09 millones de acciones en la parte primaria de colocación (incluida la opción de sobreasignación)**, así como **8.48 millones de acciones suscritas por la familia De Nicolás previo a la colocación de capital**. Además de la colocación en su parte primaria, se realizó una oferta secundaria, tanto de *ZN Trust* como de la *familia De Nicolás* por un total de 12.6 millones de acciones. *EIP* (entidad que forma parte de los negocios ligados a Sam Zell), no ofreció acciones en la oferta secundaria. **HOMEX es la única emisora de la industria de vivienda en México que cotiza en el mercado principal (NYSE), mientras que sus competidores en México solamente cotizan bajo la Regla 144A - restringido a inversionistas calificados.**
- **HOMEX con anterioridad a la colocación de capital gozaba de una gran salud financiera; la colocación de capital incrementará la capacidad de esta compañía para financiar su crecimiento.** Los recursos serán empleados para financiar compra de tierra, necesidades de capital de trabajo y el fortalecimiento del balance. La deuda reportada al 2T04 era de Ps 855 millones, y según nuestros cálculos los recursos netos obtenidos por la oferta pública de capital ascendieron a cerca de Ps 1,664 millones, por lo que el efectivo disponible superaría a los pasivos con costo en cerca de Ps 931 millones.
- **La estrategia de HOMEX de explotar zonas geográficas cuya disponibilidad de créditos no puede ser satisfecha eficientemente por desarrolladores locales es atinada pero no deja de ser agresiva. Otros puntos a favor de la inversión son 1) la participación de Sam Zell en el capital 2) el cotizar en el mercado principal (NYSE), y 3) su control de las operaciones Sin embargo, y a pesar del crecimiento esperado para este año, la valuación no luce atractiva a estos precios.**

3 de agosto de 2004
ESTADO DE RESULTADOS
(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var. %	2T04	2T03	var. %
Ventas Netas	1,941	862	125.1%	1,008	473	113.2%
Utilidad Bruta	606	258	135.1%	320	138	130.8%
UAFIDA	439	168	162.1%	231	96	140.1%
Utilidad de operación	437	166	163.7%	229	95	141.4%
Costo Intgral. de Finan.	55	52	5.9%	27	20	31.8%
Intereses Pagados	52	49	6.5%	31	21	48.6%
Intereses Ganados	9	1	672.9%	5	1	308.3%
Pérd. (Ganancia) Camb.	-0	-3	(99.6%)	-0	0	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	12	8	64.0%	0	0	(12.5%)
Otros Gastos Financ.	-43	-58	(26.1%)	-41	-56	(26.4%)
Util. antes de Impuestos	424	171	147.7%	244	130	86.9%
Impuestos	227	32	611.6%	167	-2	#N/A
Subs. no Consolidadas	0	0	#N/A	0	0	#N/A
Gtos. Extraordinarios	0	0	#N/A	0	0	#N/A
Part. Minoritaria	-1	0	#N/A	-0	0	#N/A
Utilidad Neta	197	139	41.7%	77	132	(42.0%)

Margen Bruto	31.2%	29.9%	31.7%	29.3%
Margen UAFIDA	22.6%	19.4%	22.9%	20.3%
Margen Operativo	22.5%	19.2%	22.8%	20.1%
Margen Neto	10.2%	16.2%	7.6%	28.0%

Días Cuentas por Cobrar	225	244
Días de Inventarios	195	168
Días Cuentas por Pagar	75	80
Cap. de Trabajo a Vtas.	70.5%	84.0%

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

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
Activo total	4,249	3,704	1,898
Efectivo y valores	1,786	166	37
Otros Activos Circ.	2,273	3,464	1,775
Largo plazo	5	5	5
Fijo (Neto)	74	31	29
Diferido	71	37	36
Otros Activos	39	1	15
Pasivo total	2,738	2,161	853
Deuda con costo C.P.	626	815	204
Otros pasivos C.P.	1,323	972	364
Deuda con costo L. P.	230	0	64
Otros Pasivos	559	374	220
Capital Contable	3,179	1,425	1,046
Interés Minoritario	36	32	0

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	2.1x	2.0x	3.2x
Deuda CP/Deuda Total	73.1%	100.0%	76.0%
Pvo mon extr a Ptotal	0.0%	0.0%	0.0%
Deuda Nta a Cap Cont	-29.3%	45.6%	22.1%
PTotal a Cap Cont	86.1%	151.7%	81.5%

	2T04	%	2T03	%
Ventas	1,008	100.0%	473	100.0%
UAFIDA	231	22.9%	96	20.3%
Cuentas or Cobrar	(288)	(28.5%)	135	28.6%
Inventarios	(169)	(16.7%)	(108)	(22.9%)
Proveedores	236	23.4%	76	16.0%
Inversión en Capital de Trabajo	(221)	(21.9%)	102	21.7%
Inversión en Otros Circulantes	40	3.9%	22	4.6%
Intereses Netos	(26)	(2.6%)	(20)	(4.2%)
Impuestos en Efectivo	(0)	(0.0%)	(1)	(0.1%)
CAPEX	(48)	(4.8%)	(18)	(3.7%)
Flujo Libre Oper.	(25)	(2.5%)	182	38.6%

Cálculos de Casa de Bolsa Banorte

- **Los volúmenes crecen 64% a 4,093 unidades.** La compañía reportó un incremento del 55% en volúmenes del segmento de interés social que suman 3,861 unidades y con un precio promedio de Ps 209,500. En este segmento, HOMEX reporta ventas de cuatro plazas nuevas no existentes en el 2T03: Tapachula, Tijuana, Acapulco y Monterrey. Por su parte, las unidades vendidas en el segmento de interés medio ascendieron a 232 viviendas con un precio promedio de Ps 825,500, cifra que, de acuerdo a HOMEX se ubica por arriba del promedio histórico. Las plazas que se operan en este segmento son Culiacán, Metepec, Tijuana y Tuxtla.
- **Las ventas crecieron en 113%, producto del fuerte incremento en volúmenes y de la mejoría en la mezcla de ventas.**
- **La mejoría en la mezcla de ventas, y los mayores volúmenes que permiten absorber costos y gastos fijos explican la mejoría en márgenes.** El margen UAFIDA experimentó una expansión de 2.6pp. Destaca la menor incidencia de los gastos de operación en las ventas totales pues ahora representan 9.0% de las ventas cuando hacía un año representaba el 9.2% a pesar de la apertura de nuevas plazas durante el trimestre, es decir, se espera que este rubro presente todavía mejorías adicionales en la medida en que el componente fijo del gasto tienda a absorberse con mayores volúmenes a lo largo del año.
- **Los impuestos diferidos por Ps 107 millones impactaron fuertemente a la utilidad neta, sin embargo, las ganancias en efectivo crecieron 88% a Ps 185 millones, el 18.5% de las ventas.**

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:

Recomendación \ Riesgo	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.