

12 de Agosto de 2004
IMSA UBC / IMY

 Precio: Mx / ADR **Ps 28.30 US\$ 21.12**

Precio Objetivo

Nivel de riesgo

Rango 52 Semanas:	Ps. \$12.86 a Ps. \$30.70
Acciones en Circulación	562.4 millones
Valor de Capitalización	Ps. \$15,914.9 millones
Valor de la Empresa	Ps. \$15,241.0 millones
Importe Op. Prom. Diario	Ps. \$4.2 millones

	Ps/acción	US\$/ADR
UPA trimestral	1.09	0.86
UPA 12M	2.36	1.86
UAFIDA 12M	6.48	5.11
Flujo Efectivo Neto 12M	6.71	5.29
Valor en Libros	37.14	29.25

	12M
P/U	12.01x
P / VL	0.76x
P / FEPA	4.22x
VE / UAFIDA	4.18x

	12M	2T04
ROE	7.6%	11.8%
ROA	8.7%	13.3%
Cobertura de Intereses	13.76x	18.80x
Deuda Total a UAFIDA	2.07x	1.42x

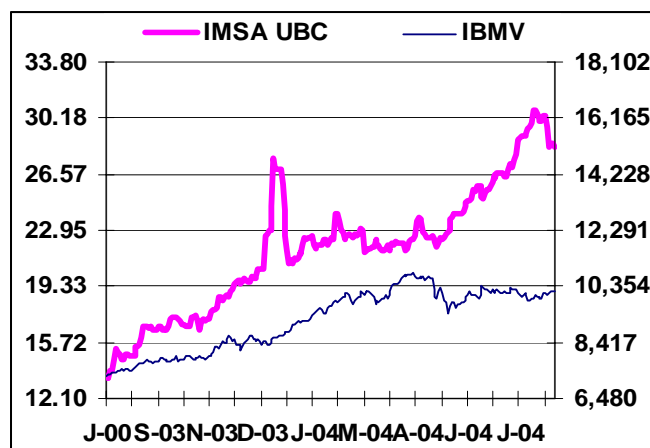
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.



Excelentes resultados, pero los márgenes se deteriorarán. Valuación atractiva, y la venta de Enermex dará flexibilidad para que incurcione en adquisiciones y pague dividendos extraordinarios.

- **Presentamos cifras ajustadas del 2T04 para incorporar los efectos de la venta de Enermex a su socio por US\$ 525 millones incluyendo la absorción de deuda por éste último.** La venta fue en la co-inversión que se mantenía en baterías automotrices con *Johnson Controls* desde 1998. ENERMEX participó con el 13.8% de las ventas totales de IMSA en los últimos doce meses (UDM), y dicho negocio aportó el 23.6% de la UAFIDA UDM de IMSA. ENERMEX contaba con un margen UAFIDA de 22.6% cuando a nivel consolidado IMSA contaba con un margen UAFIDA UDM de 13.2% -de hecho, el resto de los negocios gozaba de un margen UAFIDA UDM de 11.7%.
- **Con la venta, la deuda neta de IMSA se reduciría de Ps 8,908 millones al 2T04 a Ps 2,870 millones.** De acuerdo a cifras del informe anual de la empresa, existiría una ganancia contable (antes de impuestos) cercana a Ps 4,390 millones, por lo que el valor en libros por acción aumentaría de Ps 29.33 al 2T04 a niveles cercanos a Ps 37.14 por acción (antes de impuestos), por lo que el múltiplo P/VL se reduciría de 0.92x a niveles de 0.71x. En suma, IMSA tiene una gran flexibilidad para poder financiar adquisiciones, presumiblemente en el sector acero.
- **La valuación de IMSA es MUY atractiva, y destaca como procesador/distribuidor de acero (su principal negocio) como uno de los líderes en América del Norte. De emisoras en EUA como Reliance Steel & Aluminium, Worthington Industries, Ryerson Tull, Castle, entre otras, IMSA factura más que éstas, tiene menos deuda, y, sin embargo, su valuación presenta descuentos. No descartamos adquisiciones en el sector acero en EUA o México.**

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

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
Ventas Netas	19,385	15,035	28.9%	10,589	7,884	34.3%
Utilidad Bruta	3,683	2,934	25.6%	2,205	1,536	43.6%
UAFIDA	2,746	1,895	44.9%	1,742	1,029	69.4%
Utilidad de operación	1,968	1,186	65.9%	1,345	668	101.2%
Costo Intgral. de Finan.	123	156	(21.5%)	261	-174	#N/A
Intereses Pagados	176	217	(19.0%)	93	119	(21.9%)
Intereses Ganados	33	14	140.0%	7	5	35.1%
Pérd. (Ganancia) Camb.	112	84	32.4%	185	-270	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-132	-132	0.5%	-10	-18	(41.9%)
Otros Gastos Financ.	43	69	(37.9%)	37	5	580.3%
Util. antes de Impuestos	1,802	961	87.6%	1,048	837	25.1%
Impuestos	644	337	90.7%	382	280	36.8%
Subs. no Consolidadas	0	0	#N/A	0	0	#N/A
Gtos. Extraordinarios	0	0	#N/A	0	0	#N/A
Part. Minoritaria	108	127	(15.3%)	51	73	(31.2%)
Utilidad Neta	1,050	496	112.0%	615	484	26.9%

Margen Bruto	19.0%	19.5%	20.8%	19.5%
Margen UAFIDA	14.2%	12.6%	16.5%	13.0%
Margen Operativo	10.2%	7.9%	12.7%	8.5%
Margen Neto	5.4%	3.3%	5.8%	6.1%

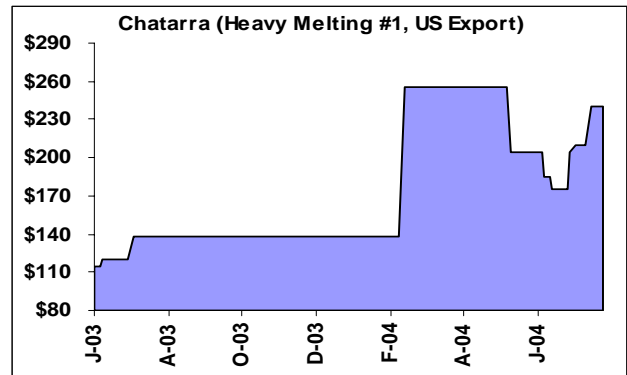
Días Cuentas por Cobrar	54	54
Días de Inventarios	66	91
Días Cuentas por Pagar	34	49
Cap. de Trabajo a Vtas.	34.4%	23.2%

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

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
Activo total	40,528	34,397	34,926
Efectivo y valores	5,352	768	644
Otros Activos Circ.	12,702	11,467	11,451
Largo plazo	109	110	140
Fijo (Neto)	20,719	20,374	20,707
Diferido	699	714	941
Otros Activos	947	965	1,043
Pasivo total	18,797	18,275	19,591
Deuda con costo C.P.	1,122	1,110	2,526
Otros pasivos C.P.	4,703	4,711	5,115
Deuda con costo L. P.	8,747	8,558	8,342
Otros Pasivos	4,225	3,896	3,608
Capital Contable	21,731	16,122	15,335
Interés Minoritario	847	778	1,212

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	3.1x	2.1x	1.6x
Deuda CP/Deuda Total	11.4%	11.5%	23.2%
Pvo mon extr a Ptotal	64.3%	64.4%	71.8%
Deuda Nta a Cap Cont	20.8%	55.2%	66.7%
PTotal a Cap Cont	86.5%	113.3%	127.7%


Cálculos de Casa de Bolsa Banorte

- IMSA ACERO (54% de las ventas)** en máximos históricos: los volúmenes crecieron 10% a 412,753 toneladas métricas, el ingreso medio se sitúa en US\$ 870, un crecimiento del 36% respecto del 2T03. La UAFIDA por tonelada (US\$ 149), prácticamente tres veces más que los US\$ 56 que generó en el 2T03. IMSA Acero aportó el 71% de la UAFIDA consolidada. Destaca la baja en volúmenes respecto del 1T04, lo cual refleja la escasez estructural de los insumos (i.e. planchón), pues hay que recordar que IMSA En estos momentos el mercado favorece a las operaciones integradas y/o con capacidad de sustituir ciertos insumos clave como la chatarra –*ver gráfica*. **IMSA al no contar con estas características, y por las tendencias vistas a la fecha será de esperar una reducción en la rentabilidad en lo que resta del año.**
- ENERMEX (12% de las ventas)** reportó una caída de 4.2% en volúmenes de baterías vendidas (5.7 millones), pero un crecimiento del 4.5% respecto del 2T03. El alza del costo del plomo afectó la rentabilidad de la operación, pues su UAFIDA bajó en 12.5% a US\$ 23 millones.
- IMSATEC (25% de las ventas)**, experimentó una mejoría gracias al desempeño de la construcción no-residencial en EUA. Por la naturaleza del negocio se observa un rezago y no ha sido trasladado el incremento en costos al cliente final. La UAFIDA creció 33% a US\$ 16 millones.
- IMSALUM (9% de las ventas)**, también se beneficia del desempeño del sector construcción en EUA que permite mayores volúmenes y precios, esto último como reflejo del incremento del costo del aluminio.

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:

Riesgo Recomendación	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.