

Fabiola Molina del Valle

fabiola.molina@cbbanorte.com.mx

5169-9385

**12 de agosto de 2004.****VITRO A / VTO**

Precio: Mx / ADR

**P\$ 10.31 US\$ 2.73**

Precio Objetivo

Nivel de riesgo

**ALTO**

Rango 52 Semanas:

Ps. \$15.00 a Ps. \$7.30

Acciones en Circulación

300.6 millones

Valor de Capitalización

Ps. \$3,099.7 millones

Valor de la Empresa

Ps. \$20,458.6 millones

Importe Op. Prom. Diario

Ps. \$5.7 millones

	<b>Ps/acción</b>	<b>US\$/ADR</b>
UPA trimestral	-1.60	-0.42
UPA 12M	-1.74	-0.46
UAFIDA 12M	13.89	3.65
Flujo Efectivo Neto 12M	7.71	2.03
Valor en Libros	18.32	4.81

	<b>12M</b>
P/U	-5.94x
P / VL	0.56x
P / FEPA	1.34x
VE / UAFIDA	4.90x

	<b>12M</b>	<b>2T04</b>
ROE	-8.9%	-34.9%
ROA	5.8%	6.1%
Cobertura de Intereses	2.11x	1.93x
Deuda Total a UAFIDA	3.82x	3.94x

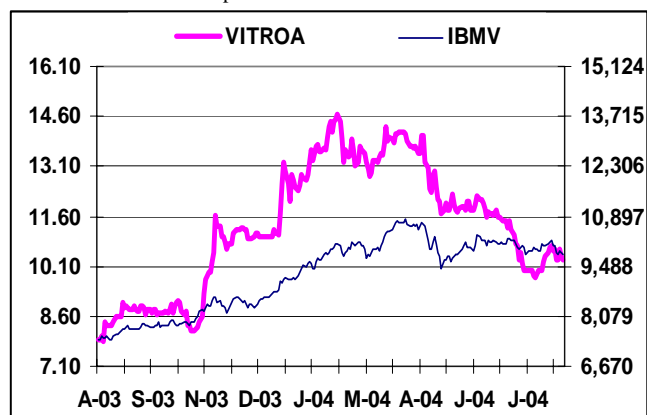
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.



### *La UAFIDA de Vitro aumenta 7% vs. el 2T03, debido al fuerte desempeño de la unidad de envases.*

- **A pesar del aumento de las ventas en el 1T04 vs. el 1T03, una vez más, las ventas consolidadas de Vitro por US\$570 millones cayeron; en esta ocasión en 0.8% al compararse con el 2T03, debido a las débiles ventas en las subsidiarias de vidrio plano y cristalería.** Es importante destacar, que las ventas de exportación crecieron 12% (impulsadas por las ventas provenientes de las unidades de vidrio plano y envases), mientras que las ventas domésticas cayeron 6.9%. **Por su parte, la UAFIDA por US\$93 millones creció 7% vs. el 2T03, beneficiándose del aumento del 20.4% en la UAFIDA de la unidad de envases de vidrio.**
- **El apalancamiento y la cobertura de intereses permanecieron estables con respecto al 1T04.** La deuda de la empresa cayó en US\$12 millones al ubicarse en US\$1,383 millones. Del 2T03 a la fecha, la deuda ha caído 6.9%, y más importante, la deuda de corto plazo disminuyó 18.2%. La mejora en el perfil de la deuda en el trimestre, se atribuye principalmente a la colocación por US\$170 millones de obligaciones garantizadas de VENA (la subsidiaria de envases de vidrio), realizada el 23 de julio. Los recursos obtenidos fueron usados para liquidar la deuda que tenía esta unidad, y algo de deuda de VENA hacia la controladora. Como resultado de lo anterior VITRO mejoró la vida promedio de su deuda de 3.9 años en el 1T04 a aprox. 4.5 años.

Deuda a EBITDA	2Q04	1Q04	4Q03	3Q03	2Q03
	3.8x	3.8x	3.8x	4.1x	4.2x
Deuda CP	\$373	\$426	\$400	\$480	\$456
Deuda LP	\$1,010	\$969	\$1,009	\$931	\$1,030
<b>Total</b>	<b>\$1,383</b>	<b>\$1,395</b>	<b>\$1,409</b>	<b>\$1,411</b>	<b>\$1,486</b>

Fuente: Comunicado de prensa de Vitro. Cifras en millones de dólares.

- **Vitro espera que el 2004 sea un año de eficiencias y mejoras en UAFIDA; la compañía estima un aumento del 7% en la UAFIDA para el año, y una generación de flujo de efectivo de US\$30 millones. Será hasta el 2005 cuando las ventas comiencen a recuperarse más agresivamente, ya que han asegurado contratos con las principales armadoras en el sector de vidrio plano, y estiman que esto podría generar ventas adicionales por US\$150 millones para el 2005. Finalmente, su meta principal en el 2004 seguirá siendo la reducción de deuda, misma que se realizará a través de desinversiones (planean vender su participación del 50% en Plancan, y su participación del 100% en Plásticos Bosco), y la generación de flujo de efectivo. Además, Vitro planea continuar migrando la deuda de la controladora a las compañías operativas.**

Aunque los resultados trimestrales fueron mixtos, la valuación es atractiva, y el futuro parece promisorio; de esta forma, **nuestra recomendación para la acción es de MANTENER (considerando que el riesgo es ALTO).** Nuestra única preocupación es la apertura de la planta de Guardian en el 2S04, ya que esto podría implicar una mayor competencia para la compañía en el 2005.

12 de agosto de 2004.

**ESTADO DE RESULTADOS**

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
<b>Ventas Netas</b>	<b>12,810</b>	<b>12,585</b>	<b>1.8%</b>	<b>6,562</b>	<b>6,470</b>	<b>1.4%</b>
Utilidad Bruta	3,400	3,422	-0.7%	1,791	1,792	-0.1%
<b>UAFIDA</b>	<b>1,862</b>	<b>1,804</b>	<b>3.2%</b>	<b>1,012</b>	<b>924</b>	<b>9.5%</b>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>799</b>	<b>853</b>	<b>-6.4%</b>	<b>471</b>	<b>478</b>	<b>-1.4%</b>
<b>Costo Intgral. de Finan.</b>	<b>1,090</b>	<b>685</b>	<b>59.1%</b>	<b>940</b>	<b>168</b>	<b>460.8%</b>
Intereses Pagados	997	945	5.4%	539	489	10.3%
Intereses Ganados	49	81	-39.1%	28	37	-23.6%
Pérd. (Ganancia) Camb.	433	110	292.7%	492	-164	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-291	-290	0.1%	-63	-121	-48.1%
Otros Gastos Financ.	-252	67	#N/A	64	52	22.7%
Util. antes de Impuestos	-39	101	#N/A	-532	258	#N/A
Impuestos	72	202	-64.3%	-61	191	#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	56	123	-54.7%	9	70	-86.8%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-167</b>	<b>-224</b>	<b>-25.3%</b>	<b>-480</b>	<b>-3</b>	<b>#N/A</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.2%</b>		<b>27.3%</b>	<b>27.7%</b>	
<b>Margen UAFIDA</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.3%</b>		<b>15.4%</b>	<b>14.3%</b>	
<b>Margen Operativo</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.8%</b>		<b>7.2%</b>	<b>7.4%</b>	
<b>Margen Neto</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-1.8%</b>		<b>-7.3%</b>	<b>0.0%</b>	

Días Cuentas por Cobrar	58	54
Días de Inventarios	76	78
Días Cuentas por Pagar	42	45
Cap. de Trabajo a Vtas.	18.3%	18.2%

**BALANCE**

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
<b>Activo total</b>	<b>30,632</b>	<b>30,495</b>	<b>32,281</b>
Efectivo y valores	1,304	1,244	1,870
Otros Activos Circ.	8,074	8,023	7,702
Largo plazo	811	742	770
Fijo (Neto)	18,618	18,669	19,877
Diferido	1,826	1,816	2,061
Otros Activos	0	0	0
<b>Pasivo total</b>	<b>22,406</b>	<b>22,038</b>	<b>23,321</b>
Deuda con costo C.P.	4,302	4,766	4,981
Otros pasivos C.P.	4,700	4,523	4,983
Deuda con costo L. P.	11,642	10,837	11,279
Otros Pasivos	1,761	1,913	2,079
<b>Capital Contable</b>	<b>8,226</b>	<b>8,456</b>	<b>8,960</b>
Interés Minoritario	2,718	2,641	2,787

**ANÁLISIS FINANCIERO**

Liquidez	1.0x	1.0x	1.0x
Deuda CP/Deuda Total	27.0%	30.5%	30.6%
Pvo mon extr a Ptotal	64.1%	53.8%	49.1%
Deuda Nta a Cap Cont	178.0%	169.8%	160.6%
PTotal a Cap Cont	272.4%	260.6%	260.3%

**Ventas**

Ventas	2T04	%	1T04	1T03	TaT	AaA
<b>Vidrio plano</b>	<b>\$273</b>	<b>48%</b>	<b>\$274</b>	<b>\$276</b>	<b>(0%)</b>	<b>(1%)</b>
<b>Envases vidrio</b>	<b>\$231</b>	<b>41%</b>	<b>\$215</b>	<b>\$230</b>	<b>7%</b>	<b>0%</b>
<b>Cristalería</b>	<b>\$58</b>	<b>10%</b>	<b>\$52</b>	<b>\$64</b>	<b>11%</b>	<b>(9%)</b>
<b>Total</b>	<b>\$568</b>	<b>100%</b>	<b>\$545</b>	<b>\$573</b>	<b>4%</b>	<b>(1%)</b>

Fuente: Vitro. Cifras en millones de dólares.

- Las ventas de la división de Vidrio Plano cayeron 1.1% vs. el 2T03.** La disminución se atribuye principalmente a la venta de Vitro Fibras realizada en el 1T04; excluyendo éstas, las ventas hubiesen crecido 3.4%. Una vez más, las ventas domésticas cayeron, ésta vez en 13.7%, por las menores ventas en el segmento distribuidor; mientras que las ventas de exportación crecieron 21.7%, impulsadas en su mayoría por mayores ventas a las principales armadoras en EEUU. **La UAFIDA se contrajo 5.7% con respecto al 2T03,** debido a la venta de Vitro Fibras, los mayores precios del gas natural y mayores costos de distribución. **Para el 2004, VITRO planea expandir su presencia en la construcción residencial en EEUU, y espera que los volúmenes de construcción doméstica continúen desempeñándose bien.** Del lado negativo, esperamos que las presiones en los precios continúen, afectando las ventas del segmento de construcción doméstica, especialmente cuando Guardian comience operaciones en el 2S04.
- Las ventas en la división de Envases de Vidrio crecieron en 0.9% al compararse con el 2T03,** impulsadas por un incremento del 5.1% en las exportaciones, debido a las mayores ventas de botellas para vino y perfumes. **La UAFIDA mejoró en 20.4% como resultado de los menores costos fijos y las mayores tasas de capacidad utilizada.**
- Las ventas de la unidad de Cristalería reportaron una caída del 8.9%,** debido principalmente a la venta de Envases Cuautitlán en septiembre del 2003; excluyendo éstas, las ventas cayeron en solo 0.7%. Es importante hacer notar, que las exportaciones subieron 4.2%, impulsadas por mayores ventas de cristalería a América Central y El Caribe. **La UAFIDA cayó 23.1% debido a los mayores costos de los energéticos y a una débil mezcla de ventas.**

**UAFIDA**

UAFIDA	2T04	%	1T04	1T03	TaT	AaA
<b>Vidrio Plano</b>	<b>\$34</b>	<b>36%</b>	<b>\$42</b>	<b>\$36</b>	<b>(20%)</b>	<b>(6%)</b>
Margen	12%		12%	13%	0.5pp	(0.6pp)
<b>Env. Vidrio</b>	<b>\$49</b>	<b>52%</b>	<b>\$29</b>	<b>\$40</b>	<b>67%</b>	<b>20%</b>
Margen	21%		19%	18%	1.7pp	3.4pp
<b>Cristalería</b>	<b>\$9</b>	<b>10%</b>	<b>\$8</b>	<b>\$12</b>	<b>13%</b>	<b>(23%)</b>
Margen	16%		12%	18%	3.2pp	(2.8pp)
<b>Total</b>	<b>\$93</b>	<b>100%</b>	<b>\$95</b>	<b>\$87</b>	<b>(2%)</b>	<b>7%</b>
<b>Margen</b>	<b>16%</b>		<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>(1.0pp)</b>	<b>1.2pp</b>

Fuente: Vitro. Cifras en millones de dólares (US\$).

- El Flujo Libre de Efectivo Operacional (FLEO) ascendió a Ps 296 millones, que se compara favorablemente con la ganancia de apenas Ps 4 millones registrada en el 2T03; esto se explica por una menor inversión en Capital de Trabajo y CAPEX.**

### **Certificación del Analista**

Yo, **Fabiola Molina del Valle**, 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:

<b>Riesgo Recomendación</b>	<b>Bajo</b>	<b>Medio</b>	<b>Alto</b>
<b>COMPRA</b>	<b>&gt;13.5%</b>	<b>&gt;16.5%</b>	<b>&gt;19.5%</b>
<b>MANTENER</b>	<b>&lt;13.5% &gt; 9.0%</b>	<b>&lt; 16.5% &gt; 11%</b>	<b>&lt; 19.5% &gt; 13%</b>
<b>VENTA</b>	<b>&lt;9.0%</b>	<b>&lt;11%</b>	<b>&lt;13%</b>

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.