

13 de agosto de 2004.

PARTICIPAR EN ESTRUCTURADOS
Xignux *

Calificaciones	S&P	Moody's	Fitch
Global	BB-	B2	N.A.
Perspectiva	NEG	NEG	N.A.

Mantenemos una perspectiva de mejoría gradual y nuestra recomendación de PARTICIPAR en emisiones estructuradas

Banorte Califica (Recomendación / Protección)

Emisión	Recom.	Protección
CEBURE Corto Plazo	N.A.	Baja
CEBURE '06	Participar	Alta
CEBURE '08	Participar	Alta

Calificaciones en Moneda Extranjera

Notas '04	B+	B3	N.A.
Notas '09	B+	B3	N.A.

Calificaciones en Moneda Local

Emisor	mxBBB+		
CEBURES Corto Plazo	mxA-2		F2(mex)
CEBURES '06	mxA+		A+(mex)
CEBURES '08	mxA+		A+(mex)

Calificaciones de los Estados Unidos Mexicanos

Moneda Local	A-	Baa1	BBB
Perspectiva	Estable	Positiva	Estable
Moneda Extranjera	BBB-	Baa2	BBB-
Perspectiva	Estable	Positiva	Estable

	12M	2T04
ROE	-0.1%	-3.3%
ROA	7.0%	7.1%
Cobertura de Intereses	4.87x	3.65x
Cob. Int. neto de CAPEX	3.85x	2.85x
Deuda Total a UAFIDA	3.94x	3.82x
Deuda Neta a UAFIDA	2.79x	2.71x

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

ROA= Ut.Op. 12m a Activos Promedio

ROE= Ut. Neta 12m a Cap. Contable Prom.

	2T04	%	2T03	%	Var. %
Ventas	5,079	100.0%	4,039	100.0%	26%
UAFIDA	439	8.7%	340	8.4%	29%
Cuentas por Cobrar	217	4.3%	48	1.2%	356%
Inventarios	305	6.0%	95	2.4%	221%
Proveedores	(132)	(2.6%)	198	4.9%	(167%)
Inversión en Capital de Trabajo	390	7.7%	341	8.4%	15%
Inversión Neta en Otros Circulantes	4	0.1%	120	3.0%	(97%)
Intereses Netos	(105)	(2.1%)	(72)	(1.8%)	47%
Impuestos en Efectivo	(69)	(1.4%)	(63)	(1.6%)	9%
CAPEX	(100)	(2.0%)	(65)	(1.6%)	55%
Flujo Libre Operacional	559	11.0%	601	14.9%	(7%)

Durante el trimestre Xignux generó muy buenos crecimientos en ventas, UAFIDA, y Ganancias en Efectivo, además de sus principales razones financieras, y el Flujo Libre Operacional mejoró respecto del trimestre anterior pero todavía está bajo presión. El margen UAFIDA, que es bajo, registró una modesta mejoría de 0.3pp a 8.7%, pero mejoró notablemente en 1.0pp respecto del nivel reportado del 1T04. Producto del mejor desempeño operativo y de -menores provisiones de impuestos y PTU, las ganancias en efectivo aumentaron sustancialmente a Ps 264 millones (5.4% de las ventas), de niveles negativos del año anterior.

Durante el trimestre, la deuda neta se redujo en Ps 301 millones a Ps 4,761 millones. Sin embargo, y a pesar de lo alto de su apalancamiento, la compañía pago Ps 55 millones a sus accionistas.

Perspectiva de los negocios y evolución esperada de las razones financieras clave del emisor: gradual mejoría. Xignux opera en un entorno competido y de alzas en costos de insumos clave, pero la rentabilidad mejorará en la medida en que las alzas en costos sean trasladadas al cliente final. Ya se cuenta con efectivo para los vencimientos próximos, y esperamos una mejoría en el perfil de vencimientos y una mayor generación de efectivo.

Se espera que a lo largo del año la perspectiva de las calificaciones de riesgo crediticio de Xignux mejore de negativa a estable. No esperamos, sin embargo, que este año se otorgue un aumento en sus calificaciones.

Principal debilidad: existe un desequilibrio entre carga de la deuda en la tenedora y la generación a la cual puede acceder. *Ello no es sostenible y por ello preferimos las emisiones estructuradas.*

13 de agosto de 2004.

PARTICIPAR EN ESTRUCTURADOS
ESTADO DE RESULTADOS

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
Ventas Netas	9,883	7,986	23.8%	5,079	4,039	25.7%
Utilidad Bruta	1,999	1,675	19.4%	1,018	801	27.1%
UAFIDA	810	702	15.3%	439	340	29.2%
Utilidad de operación	521	410	27.1%	296	192	54.3%
Costo Intgral. de Finan.	240	212	13.0%	293	-96	#N/A
Intereses Pagados	231	209	10.6%	126	102	24.3%
Intereses Ganados	26	24	5.5%	21	30	(29.8%)
Pérd. (Ganancia) Camb.	127	99	27.9%	188	-169	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-93	-72	29.3%	0	1	(35.6%)
Otros Gastos Financ.	26	27	(6.0%)	13	74	(82.2%)
Util. antes de Impuestos	256	170	50.1%	-10	214	#N/A
Impuestos	91	44	104.7%	-9	130	#N/A
Subs. no Consolidadas	-16	13	#N/A	-10	4	#N/A
Gtos. Extraordinarios	1	105	(98.7%)	5	74	(93.7%)
Part. Minoritaria	50	38	32.6%	6	1	335.4%
Utilidad Neta	98	-4	#N/A	-22	13	#N/A

Margen Bruto	20.2%	21.0%	20.0%	19.8%
Margen UAFIDA	8.2%	8.8%	8.7%	8.4%
Margen Operativo	5.3%	5.1%	5.8%	4.8%
Margen Neto	1.0%	0.0%	-0.4%	0.3%

Días Cuentas por Cobrar	50	59
Días de Inventarios	58	64
Días Cuentas por Pagar	62	60
Cap. de Trabajo a Vtas.	18.0%	19.8%

BALANCE

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
Activo total	16,769	16,738	15,089
Efectivo y valores	1,956	1,522	1,057
Otros Activos Circ.	5,737	6,154	5,343
Largo plazo	492	513	429
Fijo (Neto)	7,394	7,360	7,341
Diferido	800	806	649
Otros Activos	391	383	269
Pasivo total	12,020	11,984	10,706
Deuda con costo C.P.	2,371	2,355	1,979
Otros pasivos C.P.	4,140	4,163	3,235
Deuda con costo L. P.	4,346	4,229	4,092
Otros Pasivos	1,162	1,238	1,400
Capital Contable	4,749	4,754	4,383
Interés Minoritario	2,050	2,015	1,930

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	1.2x	1.2x	1.2x
Deuda CP/Deuda Total	35.3%	35.8%	32.6%
Pvo mon extr a Ptotal	69.2%	67.8%	70.8%
Deuda Nta a Cap Cont	100.3%	106.5%	114.4%
PTotal a Cap Cont	253.1%	252.1%	244.3%

Apalancamiento

Alto. El nivel de apalancamiento de la emisora es todavía alto a pesar de la importante recuperación en la UAFIDA y la disminución en la deuda neta.

Servicio de la Deuda

Ligeramente holgado, aún neto de la inversión en activo fijo (CAPEX), los niveles son muy adecuados.

Liquidez

Relativamente Alta. Además de sostener niveles relativamente altos de efectivo desde el año pasado, Xignux realizó un intercambio de notas en marzo por nuevas notas con vencimiento al 2009 y emitió notas adicionales hasta por US\$ 92 millones. **Actualmente tiene reservado en efectivo US\$ 50 millones para el remanente de las notas que vencen en breve.**

Subordinación

Desfavorable. Existe una alta concentración de la deuda de Xignux en la controladora (HoldCo), cuando también existe deuda en las subsidiarias operativas pero, además, en una estructura en la que la mayoría de sus negocios la emisora no cuenta con la libertad para poder usar libremente los excedentes de efectivo de dichos negocios.

Características para las emisiones estructuradas

Garantía Parcial: Un 26% del principal, así como un 26% del cupón en curso de intereses ordinarios con valores gubernamentales o bancarios con calificación mxAAA de S&P, bajo contrato de caución bursátil.

En la nueva emisión, la garantía parcial la otorga el FMO.

Avales: AVAL TOTAL de las subsidiarias Industrias Xignux, S.A. de C.V; Xignux Eléctrica, S.A. de C.V; Viakable, S.A; de C.V; Conductores CM, S.A. de C.V; Conductores Monterrey, S.A. de C.V; Magnekon, S.A. de C.V; y Prolec S.A. de C.V.

Eventos de vencimiento anticipado: Existen obligaciones de Hacer y No Hacer, condiciones de mantenimiento de calificaciones crediticias, y otros factores que se deben cumplir durante toda la vida de la emisión.

Viakable mostró una alta generación de UAFIDA y logró trasladar en su totalidad los incrementos en los precios del cobre al cliente final. Esto es una excelente noticia, pues Viakable y sus subsidiarias son garantes de las emisiones de Certificados Bursátiles y **Xignux consolida el 100%**. La utilidad neta acumulada por Ps 38 millones se compara favorablemente con la pérdida de Ps 85 millones. Las ganancias en efectivo a junio suman Ps 123 millones. Con resultados a junio, la razón Deuda Neta a UAFIDA es de 1.4x y la cobertura de intereses de 6.6x.

Xignux-Yazaki reportó utilidades por Ps 118 millones, casi el doble al año anterior, y ganancias en efectivo por Ps 178 millones. Su cobertura de intereses es de 19.5x, y una razón deuda neta a UAFIDA de 0.77x. **Xignux tiene el 50% del JV.**

En el primer semestre, **Qualtia Alimentos** mostró una pérdida de operación por Ps 1 millón derivado, principalmente, de la secuela de la gripa aviaria. La perspectiva es, sin embargo, de una notable mejoría en el resto del año. **Xignux tiene el 50% del JV.**

En **Primex**, la utilidad neta creció 119% a Ps 90.8 millones, y las ganancias en efectivo sumaron Ps 136 millones. La razón deuda neta a UAFIDA fue de solo 0.35x y la cobertura de intereses de 33x.

Prolec tiene una cobertura de intereses de 2.9x a pesar de un abaja en la UAFIDA en el trimestre (este negocio traslada de forma rezagada el costos de insumos), y su razón Deuda Neta a UAFIDA es de sólo 1.8x.

Breve descripción del portafolio de negocios de Xignux y sus sinergias

En lo general, la generación de utilidades de Xignux guarda una sensibilidad al ciclo económico y, en lo particular, a la recuperación del sector industrial de América del Norte. Un 52% de las ventas son exportaciones, y solamente un 12% de las ventas las representa una industria (Qualtia alimentos), que no tiene una sensibilidad alta al ciclo económico.

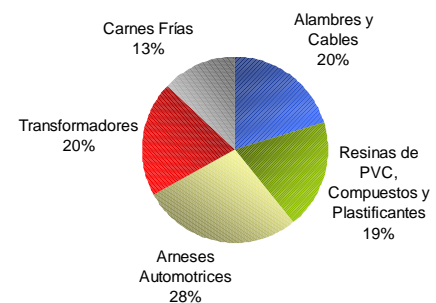
En **Prolec-GE**, Xignux tiene un 50% de participación y General Electric (GE) es el socio estratégico. Tiene 3,700 empleados y manufactura transformadores, tanto de distribución como de potencia. **Viakable** es el negocio más antiguo de Xignux, y que precisamente conformó la base para el resto. Xignux tiene una participación del 100% cuenta con nueve plantas y con un total 3,400 empleados. El negocio manufactura alambre y cable eléctrico a través de sus subsidiarias Conductores Monterrey, Conductores CM, Magnekón y Conductores del Norte Internacional. **Primex** es el negocio petroquímico de Xignux con un 60% del capital y el restante es propiedad de **Conдумex (GCARSO)**. A través de **Xignux-Yazaki** se manufacturan arneses para automóviles, así como tableros. Xignux-Yazaki contaba con 20 naves industriales y 11,700 empleados. Yazaki

tiene aproximadamente el 28% del mercado de arneses en el mundo.

Los cables para los transformadores manufacturados por **Prolec-GE**, o el utilizado en los circuitos de los paneles de instrumentos o arneses automotrices por **Xignux-Yazaki** proviene de **Viakable**. Asimismo, los aislantes plásticos o de PVC para todo tipo de cable eléctrico proviene de **Primex**.

Si bien el único negocio que no tiene una relación clara con el resto es el de **Qualtia Alimentos**, con quien se tiene la asociación estratégica con **Sara Lee**, este negocio atenúa el sesgo eminentemente cíclico del portafolio de negocios de Xignux.

Distribución de la UAFIDA de 2003 (US\$ 144 MM)



Significado de las calificaciones para el Certificado Bursátil por parte de Standard & Poor's y Fitch:

Standard & Poor's mxA+: "Tiene una fuerte capacidad de pago, tanto de intereses como del principal, aún cuando es susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores. El signo de (+) destaca su relativa fortaleza dentro de esta categoría".
<http://www.standardandpoors.com.mx>

Fitch A+ (mex): "Alta calidad crediticia. Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones calificadas con categorías superiores". <http://www.fitchmexico.com>

GUÍA A NUESTRAS RECOMENDACIONES

Por un lado, nuestro análisis de instrumentos de deuda tiene la finalidad de emitir recomendaciones para una emisión o emisor dados, tratando siempre de tener clara una expectativa de la capacidad futura de pago de la emisión y/o emisor independientemente de la calificación asignada por parte de *Standard & Poor's*, y/o *Moody's*, y/o *Fitch*.

Por el otro, nuestro análisis evalúa la capacidad de que la emisión y/o el emisor pueda honrar sus compromisos financieros en situaciones extremas, **dado el nivel de riesgo crediticio asignado al papel por parte de la(s) calificador(a)s.**

Nosotros NO calificamos el riesgo crediticio, pues éste trabajo ya se realizó por las calificadoras. La calificación asignada a la emisión es responsabilidad de dichas calificadoras e indica el nivel de riesgo crediticio, es decir, indica que tan probable el emisor pagará puntualmente tanto el principal como sus intereses. Es importante ver si el perfil de riesgo del inversionista es el adecuado para el nivel de riesgo de una emisión en particular de acuerdo a las calificaciones de la emisión.

Recomendación.- Nuestra opinión indica la probabilidad de que las calificaciones crediticias del papel en estudio mejoren, permanezcan estables o sufran modificaciones ya sea durante la vida de la emisión, o, si se especifica, en un lapso de tiempo determinado. Lo anterior porque si las calificaciones cambian ello tendrá implicaciones en los precios del papel. Por ejemplo, un papel cuya calificación se modifique a la baja, ello implicará una pérdida importante en el valor del título en cuestión. Por el contrario, un papel con una mejoría en su calificación al menos aumentará la probabilidad de que el capital del inversionista se preservará.

Grado de Protección Bajo Condiciones Adversas.- Nuestra opinión da una indicación del riesgo de que el emisor incurra en incumplimiento ante cambios dramáticos y no esperados en las condiciones económicas, políticas, ya sea a nivel local o a nivel mundial que cambien sustancialmente el entorno en el que el emisor y/o el país en su conjunto operan. Un ejemplo de ello sería una reducción en la calificación de riesgo crediticio del país, que implique un aumento sustancial en el riesgo de refinanciamiento de las empresas o costos sustancialmente mayores de financiamiento, y/o afectaciones importantes en los mercados donde el emisor opere y que ello presione en forma extraordinaria sus indicadores financieros. Otro ejemplo lo representan conflictos regionales y/o mundiales, y/o ataques terroristas de gran magnitud que repercutan en una extraordinaria inestabilidad financiera y con implicaciones negativas sustanciales en el crecimiento de los mercados clave del emisor.

RECOMENDACIONES FACTIBLES

PARTICIPAR	Existe una alta probabilidad de que las calificaciones crediticias permanezcan o mejoren durante la vida de la emisión.
NO PARTICIPAR	Existe una alta probabilidad de que las calificaciones crediticias sufran un deterioro en un lapso de seis meses.

GRADO DE PROTECCIÓN BAJO CONDICIONES ADVERSAS

ALTO	En situaciones de estrés extraordinario, la emisión tiene alta probabilidad de pago oportuno con el servicio y pago de principal, o, en el peor de los casos, un límite al descuento del valor del papel.
BAJO	En situaciones de estrés extraordinario, la emisión pudiera caer en incumplimiento de pagos y/o no existe un límite claro en el descuento al que se pueda incurrir en el peor de los escenarios.