



Abril 29, 2005

**GRUMA, S.A. DE C.V.**  
**GRUMA B / BMV**

*Cobertura Inicial: POSICIONARSE EN MERCADOS ASIÁTICOS: RETO IMPORTANTE PARA GRUMA.*

**Recomendación de Inversión: MARKET PERFORM**

**Precio: \$23.00**

**IPC: 11,622.41**

**IMC30: 216.90**

**DJIA: 10,054.39**

- GRUMA es el mayor productor de tortillas y harina de maíz a escala mundial.
- Sus flujos provienen primordialmente de sus subsidiarias en el extranjero, mayormente de Gruma Corporation, la subsidiaria de Estados Unidos y Europa.
- Las ventas netas de GRUMA se incrementaron en 8%, por un aumento en los precios, que se dieron por cambios en la mezcla y la exitosa expansión de la marca Guerrero® a nuevos mercados en la región centro y sureste de Estados Unidos.
- Se invirtieron 434 millones de pesos en nuevas adquisiciones de plantas en Europa y Estados Unidos.
- La ampliación de la planta de Evansville, Indiana permitirá un incremento del 14% en la capacidad instalada de Gruma Corporation.
- Se redujo su deuda en US\$ 21 millones, además de reestructurarse con un crédito sindicado por US\$ 250 millones, con lo cual se mejoró el costo de la misma.
- Fitch Ratings asignó a GRUMA la calificación de riesgo crediticio de “BBB-“ otorgándole el grado de inversión, por su estabilidad crediticia y sólido perfil de negocios.
- Precio esperado de la acción: \$ 25.99

Valuación ^	2004	2005E	2006E
UPA	\$1.486	\$1.582	\$2.438
P / UPA	15.48	16.42	10.66
UAFIRDA*	\$7.142	\$6.665	\$7.261
P / UAFIRDA	3.22	3.90	3.58

Capitalización	Información de la acción		
Acciones en circulación (miles)	446,831	Rango (52 semanas)	\$14.20 – \$24.30
Valor de capitalización (MDP)**	10,267	Desempeño de la acción 12 meses ^^	58.61%
Valor de la Empresa (MDP)***	16,110	Dividendos pagado (07/05/04)	\$0.70
Volumen diario promedio 6 meses	17,317,566	Valor en libros por acción	\$23.066
		Beta	.63

Todos los datos son a la fecha del reporte

Fuente: BMV, Infosel inversionista y Económica

\* UAFIRDA es calculado usando la utilidad de operación más depreciaciones y amortizaciones dividido entre el número de acciones por acción.

\*\* El valor de capitalización de la empresa se basa en precio de mercado por el número de acciones en circulación.

\*\*\* El valor de la empresa se calcula sumando valor de capitalización, el pasivo a largo plazo y el interés minoritario y se le resta el efectivo y las inversiones temporales.

^ Indicadores al cierre del tercer trimestre.

^^ El desempeño de la acción se calculó considerando los precios de cierre del 1º de Enero al 1º de Noviembre de 2004.

**Analistas:**

Annette García-Alonso

Alicia Durón

Sofía Foyo

Guillermo Zárate

Adrián Rubio

Rubén Vallejo

**Tutores:**

Ma. Concepción del Alto

Miguel Moreno Tripp

José Armando Gómez

Los Reportes Burkenroad para Latinoamérica son llevados a cabo por un selecto grupo de alumnos del ITESM-Campus Monterrey. Este reporte esta basado en información disponible al público y no pretende ser un análisis exhaustivo de toda la información relevante referente a los valores mencionados y su exactitud no puede ser garantizada. Este reporte no pretende ser una oferta de compra o venta de los valores mencionados.

## DESEMPEÑO DE LA ACCIÓN



Fuente: Ecomatrica

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

GRUMA, S.A. de C.V. fue fundada en 1949 por Roberto González Barrera; forma parte de la industria de la transformación, en el ramo de productos alimenticios, bebidas y tabacos.

Actualmente es el mayor productor de tortillas y harina de maíz a escala mundial. Sus operaciones se basan principalmente en la producción, comercialización, distribución y venta de harina de maíz, tortilla empacada y harina de trigo. Sus subsidiarias se encuentran en Estados Unidos, Europa, México, Centroamérica y Venezuela. Asimismo cuenta con 14,958 empleados y 74 plantas distribuidas en dichas regiones.

Gruma tiene presencia en la industria de los alimentos, teniendo muy poca competencia:

Subsidiaria	Producto	Lugar que ocupa
Estados Unidos	Harina de maíz	1
	Tortillas	1 y 2
México	Harina de trigo	1
	Harina de maíz	1
Venezuela	Harina de trigo	1
	Harina de maíz	2
Centro América	Harina de maíz	1

## Antecedentes Históricos

En 1949 se funda Molinos Azteca S.A. de C.V. la primera planta productora de harina de maíz nixtamalizado en el mundo. Tras otro lustro de operaciones, en 1957 se incorpora una nueva planta de maíz iniciando así la expansión continua de GRUMA. La internacionalización de GRUMA inicia en 1973 cuando a petición del gobierno costarricense se inician operaciones

en el mercado de harina de maíz de dicho país. En 1977 GRUMA extiende aún más su presencia internacional al iniciar la producción y venta de tortillas de maíz en el mercado estadounidense.

En el ramo nacional en 1978 GRUMA desarrolla una nueva subsidiaria TECNOMAIZ, dedicada a la producción de maquinaria TORTEC para la industria de la tortilla. Debido al arduo crecimiento de GRUMA en la esfera internacional, en 1987 se inician operaciones en Honduras y tan sólo 5 años mas tarde se expanden operaciones hacia El Salvador, Guatemala y Venezuela impulsando así la consolidación de GRUMA Centroamérica y Venezuela.

Como parte de un proceso de consolidación y diversificación, GRUMA adquiere en 1992 el 10% de Grupo Financiero Banorte colocándolo como uno de los principales socios de dicha entidad. Aunado a este proceso de crecimiento financiero, en 1994 GRUMA realiza una oferta pública inicial de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores.

En el ámbito internacional GRUMA confirma su presencia al desarrollar en 1994 una empacadora de palmito en Costa Rica e iniciar un año mas tarde operaciones en Inglaterra. Su alta presencia global origina que GRUMA emita en 1998 un ADR en el New York Stock Exchange de los Estados Unidos, con clave de pizarra GMK (1:3).

Con una presencia consolidada y un desarrollo continuo GRUMA amplía en 1999 sus operaciones en Venezuela al adquirir MONACA, el segundo productor de harina y trigo en ese país, y dos años después, en 2000 abre una planta de tortilla en Coventry, Inglaterra.

En este 2004 GRUMA adquiere el 100% de la compañía holandesa Ovis Boske Specialbrood, así como el 51% de la productora de maíz italiana Nuova De Franceschi & Figli. De igual manera GRUMA compra una planta en Las Vegas, Nevada y mantiene un arduo proceso de expansión especialmente en la planta de Evansville Indiana, que incrementará en un 14% la capacidad instalada en Gruma Corporation.

<b>Producto</b>	<b>País</b>
Harina blanca	México, Venezuela, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Guatemala y Estados Unidos
Harina precocida	Venezuela
Harina de trigo	México, Venezuela
Tortilla de maíz	México
Fritura	México, Estados Unidos y Costa Rica
Arroz	Venezuela y Costa Rica
Avena	Venezuela
Palmito	Costa Rica
Máquinas batidoras	México
Máquinas tortilladoras	México

Fuente: Elaboración propia con información de la empresa

## **SUBSIDIARIAS**

### **Gruma Corporation**

Sus operaciones se basan en Estados Unidos y Europa, produce y distribuye harina de maíz, tortillas de maíz y trigo, así como otros productos relacionados. Inició sus operaciones en 1977 y es hoy por hoy la subsidiaria con mayor crecimiento y representación para GRUMA, ya

que genera las mayores ventas para el grupo. Ocupa el primer lugar como productor de harina de maíz en el mercado estadounidense y sus productos son distribuidos en más de 30,000 tiendas.

### **Gruma Venezuela**

Es la segunda productora de harina de maíz y trigo en Venezuela, está formada por Molinos Nacionales, C.A. (MONACA) y Derivados de Maíz Seleccionado, C.A. (DEMASECA) Su participación de mercado es del 34% en la industria de harina de maíz y 33% en la de trigo.

### **Gruma Centroamérica**

Realiza operaciones en Guatemala, El Salvador, Honduras y Nicaragua. Su base se encuentra en Costa Rica, produce harina de maíz, tortillas y botanas, además de cultivar corazón de palmito y arroz. Su participación en el mercado de harina de maíz es de 69%.

### **GIMSA**

Grupo Industrial Maseca, S.A. de C.V. se dedica principalmente a la producción, distribución, y venta de harina de maíz en México. Cuenta con 18 plantas distribuidas por todo el país. Su participación de mercado es del 73% y es la segunda división con mayores ventas para el grupo.

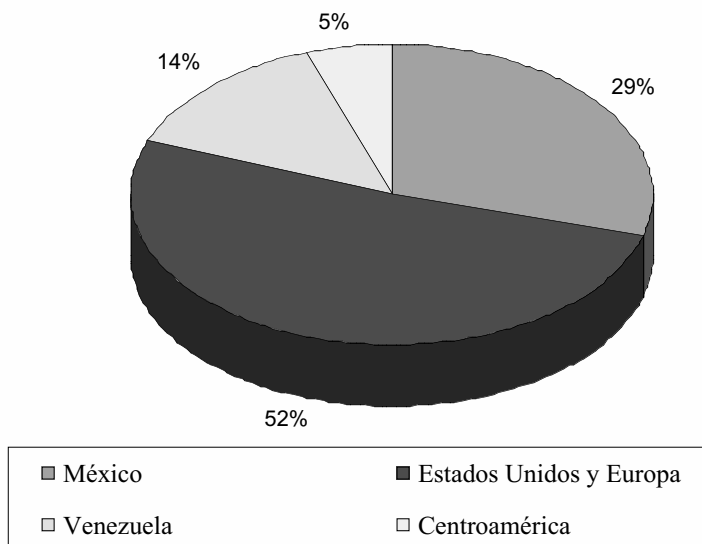
### **Molinera de México, S.A. de C.V.**

Se dedica a la venta de harina de trigo, mantiene una asociación con Archer-Daniels-Midland desde 1996; es el mayor productor de harina de trigo en México.

### **PRODISA**

Productos y Distribuidora Azteca, S.A. de C.V., realiza las operaciones de tortilla empacada en el norte de México.

**Participación en ventas al 3T de 2004**



<b>País</b>	<b>Participación en subsidiarias</b>	<b>% Propiedad</b>
México	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grupo industrial Maseca, S.A. de C.V. (GIMSA)</li> <li>• Molinera de México, S.A. de C.V.</li> <li>• Productos y Distribuidora Azteca, S.A. de C.V. (PRODISA)</li> <li>• TECNOMAIZ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 83</li> <li>• 60</li> <li>• 100</li> <li>• 100</li> </ul>
Estados Unidos y Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gruma Corporation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100</li> </ul>
Venezuela	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gruma Venezuela <ul style="list-style-type: none"> <li>• Molinos Nacionales, C.A. (MONACA)</li> <li>• Derivados de Maíz Seleccionado, C.A. (DEMASECA)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 95</li> <li>• 50</li> </ul>
Centroamérica	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gruma Centroamérica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con información de la empresa

## **CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

### **Roberto González Barrera**

*Presidente del Consejo de Administración y Director General de GRUMA y GIMSA.*

### **Allen Andreas**

*Presidente y Director General de Archer-Daniels-Midland Company.*

### **Roberto González Moreno**

*Presidente del Consejo de Administración de Corporación Noble y de Noble Marketing International, Inc., Consejero de Banco Mercantil del Norte.*

### **Juan Antonio González Moreno**

*Asesor de Proyectos Especiales Gruma.*

### **Carlos Hank Rhon**

*Presidente del Consejo de Administración de Grupo Hermes y Grupo Financiero Interacciones.*

### **Roberto Hernández Ramírez**

*Presidente del Consejo de Administración de Banamex y Acciones y Valores de México.*

### **Juan Manuel Ley López**

*Presidente de Casa Ley.*

### **Eduardo Livas Cantú**

*Consultor en asuntos financieros y estratégicos así como fusiones y adquisiciones, Presidente y Miembro del Comité de Auditoría de GRUMA y GIMSA y Miembro del Comité de Auditoría de Administración de Riesgos de Grupo Financiero Banorte.*

### **Román Martínez Méndez**

*Presidente de Auditoría Interna de Grupo Financiero Banorte.*

### **Paul B. Mulhollem**

*Presidente y Director de Operaciones de la empresa Archer-Daniels-Midland.*

**Bernardo Quintana Isaac**

*Presidente del Consejo de Administración de Empresas ICA, Sociedad Controladora.*

**Alfonso Romo Garza**

*Director General y Presidente del Consejo de Administración de Savia y Seminis, Inc.*

**Javier Vélez Bautista**

*Director de Administración de Value Link Strategic Management, Miembro del Comité de Auditoría de GRUMA y Grupo Financiero Banorte.*

**ESTRATEGIA DE LA EMPRESA**

Gruma ha sustentado su éxito basándose en la investigación y desarrollo de tecnología propia a lo largo de los años. Por todo esto, en la actualidad cuenta con la tecnología más avanzada para la construcción de plantas productoras de harina de maíz y tortilla, produciendo mayores volúmenes a un menor costo de operación, lo que le ayuda a reducir de igual manera sus costos variables.

La expansión e introducción en nuevos mercados potenciales de venta y crecimiento, han hecho de GRUMA una empresa sólida y con un crecimiento sostenible. Este esquema de expansión ha sido principalmente realizado en Estados Unidos y Europa.

Para lograr este posicionamiento a nivel internacional, GRUMA ha utilizado como estrategia la adquisición de plantas locales que posteriormente son adecuadas, mejoradas y equipadas con su propia tecnología. El caso más reciente de adquisiciones son los sucedidos en Italia y Holanda, cuyo potencial de crecimiento y oportunidad permiten a GRUMA penetrar en aquel mercado de manera sólida.

Como seguimiento a este proceso de internacionalización GRUMA tiene proyectadas inversiones en nuevos mercados como lo es China. Para los siguientes años la empresa planea una inversión en dicho país de US\$30 millones anuales que le permitiría a GRUMA establecerse como un país de gran mercado potencial (1,300 millones de habitantes) y punto de partida para los demás países asiáticos, principalmente Corea y Japón.

En el 2004 la empresa terminará una planta en Evansville, Indiana la cual tendrá una capacidad de producción de 63,000 toneladas de tortillas y harina de maíz. Ésta mejora representa un incremento del 9% en la capacidad actual de producción de Azteca Milling Co.

Otra estrategia empleada por GRUMA es el desarrollo de nuevos productos como la elaboración de tortilla baja en carbohidratos y con más proteínas. También se están utilizando a las grandes cadenas de comida, como Taco Bell, para abastecerlas de tortillas, lo que les representa mayores ventas.

**RESUMEN FINANCIERO**

En el tercer trimestre de 2004 el volumen de ventas se incrementó en un 1%, originado por el aumento en volumen de Gruma Corporation y GIMSA, en un 11% y 6% respectivamente, pero viéndose afectados por una disminución en los volúmenes en Molinera de México, debido a los contratos de servicio establecidos con sus principales clientes.

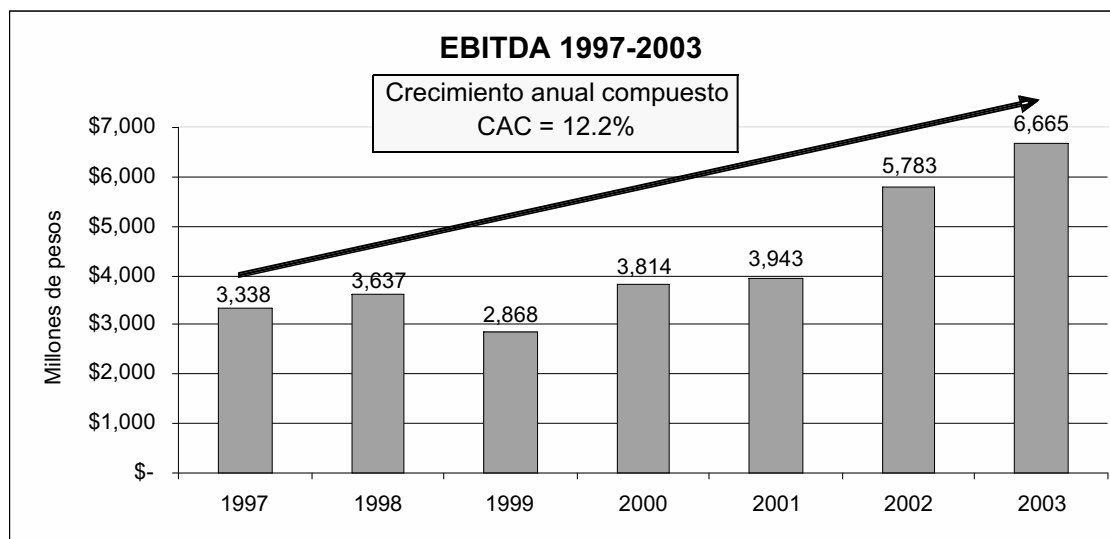
Las ventas netas fueron de \$6,505 millones de pesos, logrando un incremento del 8%, esto es debido a que Gruma Corporation tuvo un aumento del 14% y un 7% en el caso de GIMSA. Estos aumentos se derivan principalmente de mayores niveles de venta, del aumento de precios por un cambio en la mezcla, y de mayores costos del maíz y energía. El costo de ventas aumentó 10%, principalmente por el aumento en el costo de ventas de Gruma Corporation, y en una menor medida también contribuyeron en este aumento GIMSA y Gruma Venezuela.

Los gastos de operación aumentaron 6%, por un mayor gasto de distribución debido al crecimiento de ventas en Estados Unidos y a los gastos de promoción, publicidad y fletes de Gruma Venezuela.

La utilidad de operación se incrementó un 1%, por el incremento de ventas en Gruma Corporation, que expandió su capacidad de harina de maíz.

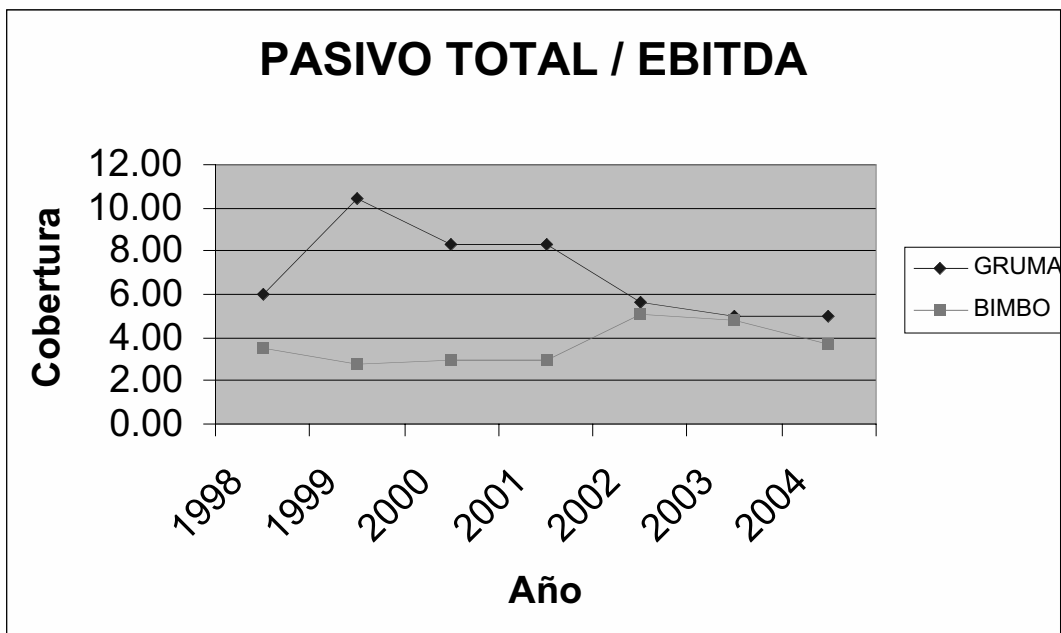
La utilidad neta de Gruma aumentó de 102 a 195 millones de pesos en comparación con el mismo trimestre del año pasado, esto corresponde a menores impuestos y menor costo integral de financiamiento. Se reportó una utilidad neta mayoritaria de \$150 millones de pesos, 170% mayor que la del año pasado.

Para el tercer trimestre del 2004 Gruma redujo su deuda en 70 millones de dólares en comparación con el mismo trimestre del 2003.



Fuente: Elaboración propia con datos de Finsat.

El 99% de la deuda de Gruma esta denominada en dólares y para el 30 de septiembre de 2004 era de \$530 millones. El pasado mes de octubre obtuvo un crédito sindicado por 250 millones de dólares a un plazo de 5 años, con una tasa LIBOR más un spread de 55 puntos base para los primeros tres años y de mas 65 puntos base para los siguientes dos. Este crédito le permitió extender los vencimientos de deuda, mejorar su perfil de endeudamiento, y además logró pactarla a un costo más bajo.



Fuente: Elaboración propia con datos de Invertia Plus

Una parte importante de las inversiones se destinó a las adquisiciones en Europa y Estados Unidos, así como a la expansión de capacidad instalada y el mantenimiento de las plantas. En octubre del 2004 se adquirió una planta en Las Vegas, Nevada, con el fin de proveer productos más frescos en esa región.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria de la masa y la tortilla es una industria en la que las barreras de entrada no son altas, por el contrario son bajas, pues se requiere poca inversión para llevar a cabo la producción del producto. Sin embargo en lo relacionado a la industria de harina de maíz las barreras de entrada son altas. En esta industria, sin bien las condiciones son favorables para realizar inversiones, los canales de distribución están controlados por las plantas independientes y pequeños productores que ocasionan, además, una intensa rivalidad entre la competencia.

El comportamiento de la industria ha sido positivo. La demanda por productos de este tipo se ha incrementado con el paso de los años. Tal es el caso de Estados Unidos en el que las ventas de tortillas se han ido incrementando hasta llegar a sobrepasar el 32% de todo el mercado de pan. Esto coloca a este segmento, el de la tortilla, con el mayor crecimiento en la industria de alimentos y con el mayor potencial para igualar al mercado de pan.

Una de las principales razones por la que se está dando este fenómeno es el crecimiento de hispanos en los Estados Unidos, además de que a nivel mundial se está dando un cambio con respecto a la utilidad de la tortilla y sus beneficios, la popularidad de la tortilla y la comida mexicana está incrementando en todo el mundo, hasta en países que son considerados tradicionales, como los son los europeos y asiáticos.

La compañía Mission Foods, la cual forma parte de Gruma Corporation, es la empresa que más tortillas vende en el mundo, ya que produce el 25% de todas las tortillas del planeta.



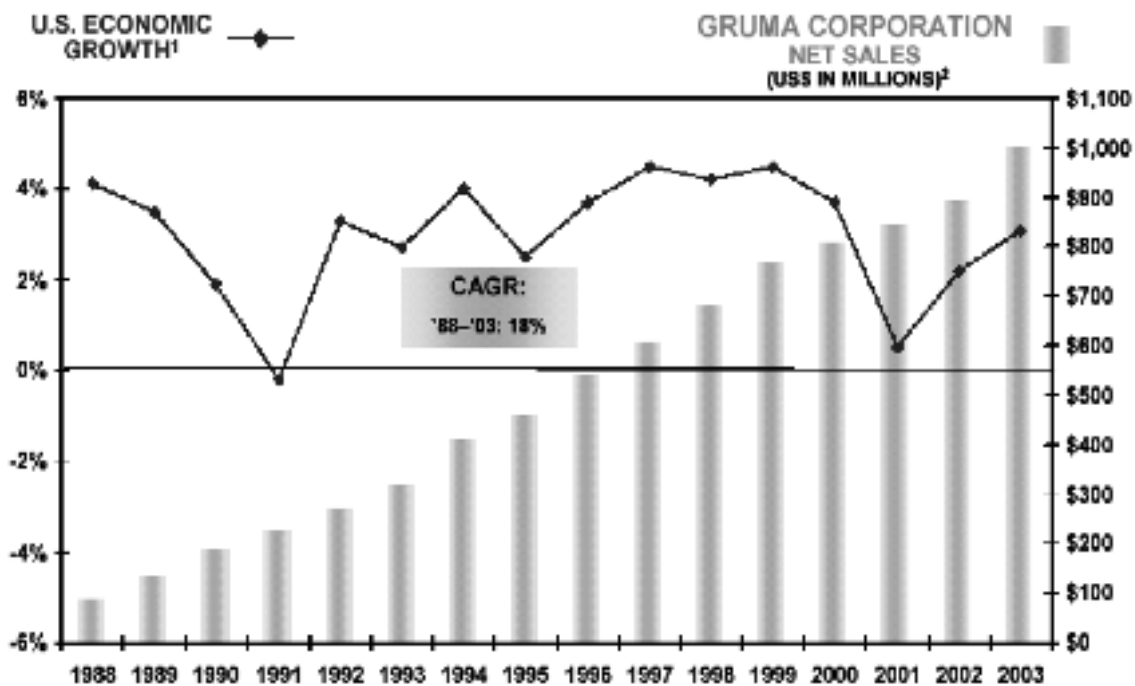
## Factores Macroeconómicos

<i>México</i>	2004	2005	2006
Inflación (%)	4.4	4.2	3.8
PIB (%)	4.3	3.9	3.8
Tipo de Cambio (MX/USD)	11.3	11.6	12
Tasa de interés (CETE) (%)	6.63	7.63	8.1

<i>Estados Unidos</i>	2004	2005	2006
Inflación (%)	2.4%	2.3%	2.2%
PIB (%)	4.7%	3.8%	3.2%
T-bill 3 meses (%)	4.7%	5.4	5.0%
Tasa de interés 10 años (%)	1.3%	2.4%	4.0%

Fuente: Elaboración propia con información de Banamex

Se ha visto que la demanda de la tortilla en EE UU tiene una baja correlación con el crecimiento de la economía en dicho país. En la siguiente gráfica se puede observar que el ascenso de las ventas de GRUMA se ha dado independientemente de la trayectoria del PIB. Esto se ha logrado gracias a la gran aceptación del producto en el mercado americano, y además porque se ha sabido acaparar la población hispana, como se mencionó anteriormente.



Fuente: Información de la empresa.

## Insumos

### 1. Precio del maíz: Pronósticos mundiales

Dos países concentran el 60% de la producción mundial: los EE UU y China. Existen cuatro grandes compradores; Japón, Corea del Sur, México y Taiwán; y únicamente tres oferentes importantes, los EE UU, Argentina y China. El líder en competitividad mundial es EE UU, como productor, consumidor y exportador, y su estrategia radica en bajos costos de producción del grano.

<b>Pronóstico Mundial</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Superficie cosechada (mil ha)	140.02	140.6	141.19	141.77
Rendimiento ton/ha	4.57	4.63	4.69	4.75
Producción (mill. ton)	633.24	643.14	653.05	662.96
Comercio mundial (mill. ton)	72.35	72.82	73.29	73.76
Usado en alimentación (mill. ton)	452.14	460.31	468.49	476.66
Otros usos (mill. ton)	191.54	194.07	196.6	199.13
Consumo (mill. ton)	643.68	654.38	665.09	675.79

Fuente: "Perspectivas de la Red Maíz para el 2003", FIRA (Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura)

En el cuadro anterior se pueden ver estimaciones del comercio mundial del grano, el cual se estima crecerá muy poco: menos de 1 millón de toneladas hasta el 2007. Esto es importante porque hay probabilidades de que el precio del maíz disminuya en los próximos años si es que algún país resulta con una oferta superior a la estimada. También se puede observar que la producción estimada para los próximos años es menor al consumo que se cree que existirá; este problema de abastecimiento se solucionaría, en caso de que sucediera, con un incremento de la producción y una disminución de los inventarios, por esta razón no se espera que GRUMA se vea afectada.

Las posibilidades de una sobreoferta pueden venir de los EE UU, Argentina o China. Incluso Brasil, que con una pequeña oferta mundial, puede hacer caer el precio. Para el año comercial agrícola se espera que el precio del maíz se ubique debajo de los \$90.00 dólares por tonelada, y que poco a poco suba hasta colocarse alrededor de los \$ 95.00 dólares en los años 2010 y 2011. Los precios fijados en los EE UU marcan la pauta en el mercado mundial y el consenso es que en este país los precios se mantendrán bajos y estables por los próximos 10 años.

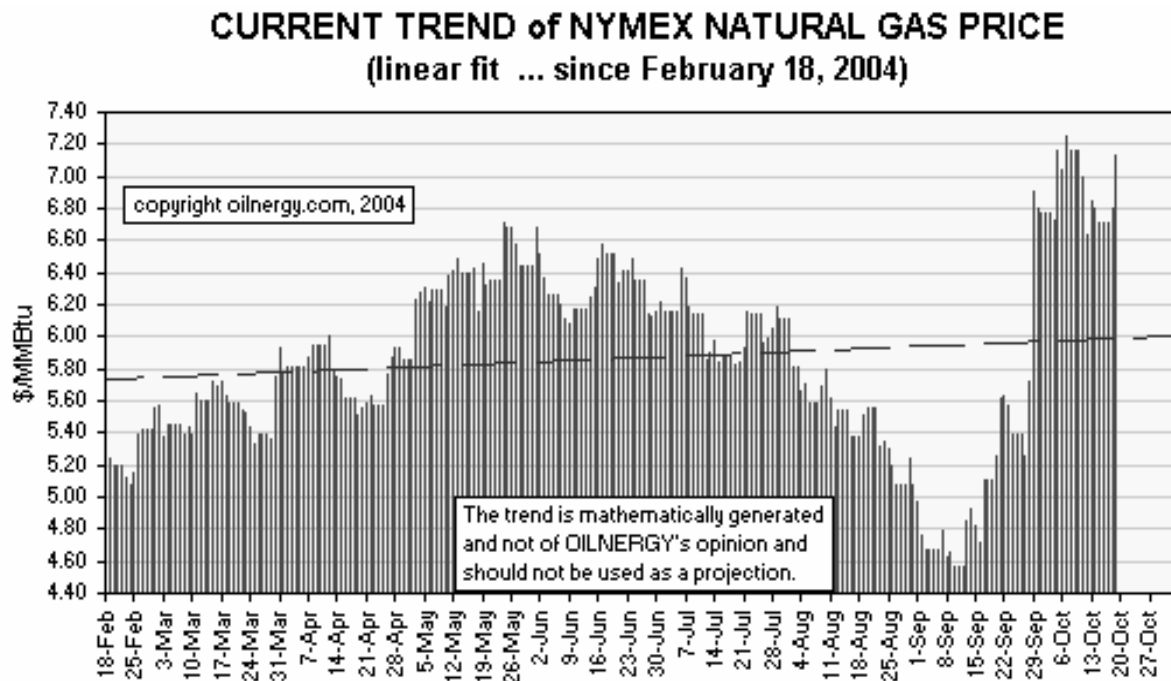


Fuente: "Perspectivas de la Red Maíz para el 2003", FIRA.

## 2. Precio del gas natural

Para llevar a cabo la producción de harina de maíz es necesario la utilización de gas para distintas operaciones entre las que destacan: calentar el agua a un punto de ebullición o bien calentamiento específico así como calentar hornillas que ponen en funcionamiento a las máquinas de producción.

La producción y venta actual de tortilla en EE UU, según el U.S. Census Bureau, es de \$1.1 billones y se sabe que los costos de energía son más caros en los estados donde más se produce tortillas: Texas y California.



Fuente: OILNERGY.COM (<http://www.oilnergy.com/1gnymex.htm>)

Los precios del gas se fortalecieron en EE UU en la segunda mitad de septiembre, debido a la pérdida de producción en el Golfo de México causada por el Huracán Ivan. El promedio del precio para el gas natural en el Henry Hub para el mes de septiembre fue de \$5.15 por mil pies cúbicos, y se espera que estos suban a un promedio de \$6.10 para finales del 2004 y a \$6.18 en el 2005.

Por estas razones, el incremento del precio del gas en los Estados Unidos o en cualquiera de los países en donde opera Gruma, provocaría un incremento en costos de producción, debido a que este commodity (gas) es la segunda materia prima más importante después del maíz.

### Factores Gubernamentales

#### 1. TLCAN

Después de la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, México puede importar cierto volumen de maíz libre de arancel cada año. Dicha cantidad aumenta

paulatinamente cada año hasta el 2008, año en que se eliminarán los aranceles para todo comercio agropecuario.

Cuando esto suceda, GRUMA se podría ver amenazada por una importación masiva de harina desde EE.UU. sin pago de arancel. Actualmente mucha de la harina de maíz (casi el 100%) que se produce en EE.UU. es propiedad de MINSA y MASECA, pero podría existir la posibilidad de que en un futuro se elevara la producción de maíz blanco en dicho país con el fin de producir harina también, estableciendo plantas en la frontera y dedicándose a surtir con precios mucho más competitivos que los de GRUMA.

## **2. Restricciones a la importación de maíz blanco**

El evento político más reciente que podría afectar la rentabilidad de GRUMA es la firma del acuerdo nacional para el campo (algo que para las organizaciones campesinas resulta muy benéfico). Los puntos de este acuerdo son:

1. El ejecutivo federal consultará a los gobiernos de EE UU y Canadá para revisar lo establecido en el TLCAN para maíz blanco y frijol, tratando de sustituirlo por mecanismos que favorezcan los intereses de los productores nacionales, la soberanía y la seguridad alimentaria.
2. Suspender los volúmenes permitidos hasta la fecha de importación de maíz blanco, excepto cuando haya desabasto. Esto con el fin de evitar competencias desleales.
3. Fomentar la producción nacional de maíz para que se logre abastecer con calidad y precio al mercado interno.

Actualmente, el abasto nacional de maíz blanco está asegurado, por las características y volúmenes de producción que hay en el país. Esta estrategia lo que busca es proteger dicha producción, en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte o fuera de él, y que no se vea afectada por las importaciones.

Estas restricciones a la importación de maíz blanco impactarán en primer lugar a la industria harinera en México, pues se reflejara en mayores costos de producción, posibles problemas de calidad de harina y una menor rentabilidad de la industria. La respuesta que GRUMA tiene a esta problemática es destinar mayor inversión hacia el exterior para consolidar los mercados.

## **3. Aumento de inflación y cambios en subsidios: bajo consumo en México**

Si tomamos como referencia el año 1998, la tortilla ha tenido una caída en el consumo de 26% en promedio. Sin embargo, sus precios ha aumentado en un 94% contra 44% del pan, 28% el arroz y 42% del salario mínimo respectivamente.

Asimismo, la tortilla en términos de salario mínimo se ha hecho cara. Actualmente el kilo de tortilla requiere el 15% de un salario mínimo para comprarse, en los años 80's requería el 3%, en los años 90's el 6%.

En 1999 desaparece CONASUPO y el control oficial de precio de la tortilla. Tras años de haber sido fijado por la autoridad, dicha desaparición trajo como consecuencia un salto en el precio y un continuo aumento del mismo. Dicho incremento en precio se ha acompañado con una disminución en el consumo de tortilla, pues tan sólo hace pocos años México tenía 140 Kilos de consumo promedio y ahora se ubica en 104 kilos promedio.

Otra de las causas del elevado precio de la tortilla es la desregulación en el crecimiento del número de tortillerías, lo cual a su vez ha provocado una caída en las ventas (por tortillería) y ha presionado todavía más el precio, ya que cada tortillero, individualmente, desea reponer lo que deja de vender en kilos, y lo hace elevando el precio del producto afectando al consumidor final.

### **Futuro de la industria harinera en México**

En el caso de la industria harinera pueden existir diferentes escenarios basándose en la variación del precio del maíz: si este es elevado se espera que se incrementen los costos de producción, se disminuya la rentabilidad y se necesite un esquema de proveedores nacionales de maíz blanco así como la consolidación en mercados internacionales.

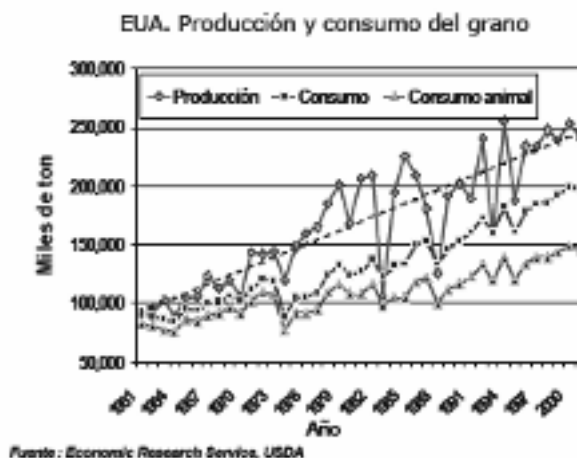
Por otro lado, existe la posibilidad de que el futuro presente un escenario favorable, en el cual se espera una segmentación de mercado masivo con bajos precios, una rentabilidad basada en competitividad, la integración con el productor primario, bajos costos de producción, un crecimiento agresivo del mercado externo, producción de materia prima ideal en base a costo-rendimiento.

Se debe tomar una estrategia conservadora y precavida para poder enfrentar la incertidumbre del insumo de la mejor manera posible. Algunas de las acciones a seguir son las siguientes: mayor eficiencia tecnológica, apertura de nuevos mercados, desarrollar un sistema de proveedores nacionales de maíz, administrar los inventarios e identificar las variedades específicas con alta calidad harinera.

### **Factores sociales: Producción y aumento de consumo en EUA**

Se sabe que más de la mitad de las ventas de GRUMA provienen de EE.UU., y es interesante observar que en los últimos 41 años, el consumo de maíz para alimentación humana e industrial en este país aumentó a una tasa media de crecimiento anual de 16.47%, y en los últimos 10 años al 29%.

Los hábitos alimenticios en dicho país se están moviendo hacia el consumo humano y para la obtención de productos industriales, con mayor velocidad que el consumo animal. Hace 40 años sólo el 8% del consumo era de alimentación humana y uso industrial, y para el año 2001 creció a un 26%.



## ANÁLISIS DE OPORTUNIDADES

En la industria de la masa y la tortilla debe buscarse mejorar la calidad orgánica de la tortilla, mejorar el rendimiento industrial, diferenciación del productos y presentaciones, texturas, colores y sabores distintos, así como otros productos derivados.

Para la industria harinera es importante trabajar en consolidar la oferta, estandarizar la materia prima, mejorar la calidad harinera y la eficiencia en planta, así como optimizar la logística de aprovisionamiento de maíz. Estos son puntos que Gruma está tomando en cuenta para diversificar y asegurar su mercado, con el fin de tener ventajas sobre sus competidores.

### Mercados potenciales

En los Estados Unidos la población hispana forma el 15% del total de la población y se espera que continúe aumentando, así como el número de restaurantes de comida mexicana. Otro mercado que está creciendo considerablemente es el de los no hispanos que son los principales consumidores de la comida mexicana en restaurantes y cadenas importantes como Taco Bell y Kentucky, que poco a poco han ido desarrollando un gusto por este tipo de comida.

### Mercados potenciales de harina de maíz



Fuente: Información de la empresa.

Con la información reflejada en los gráficos anteriores se puede observar que todavía existe un mercado potencial en los países donde Gruma tiene participación, sobre todo en lo que se refiere a la harina de maíz, que es un mercado que se mueve lentamente pero que está tendiendo a la utilización de la harina de maíz en vez del método tradicional, en especial en los Estados Unidos.

Europa y Asia son los mercados potenciales en los que Gruma esta implementando una estrategia de entrada lenta pero con una proyección de crecimiento muy importante. Así mismo esta estrategia es parte del proceso de expansión hacia medio oriente en específico China, ya que dicho país está experimentando un cambio en el patrón de consumo de alimentos, derivado de la transformación económica que se está llevando a cabo, así como la migración de la gente del campo a las ciudades.

La tendencia actual muestra un reciente auge en aperturas de cadenas de restaurantes y supermercados internacionales en países como China, trayendo como consecuencia un impulso al consumo de productos exóticos, por lo que la industria de la tortilla y sus derivados.

Actualmente GRUMA tiene participación tanto en Europa como en Asia, pero en una manera moderada comparada con sus operaciones en Estado Unidos o América Latina. En Europa se cuenta con pequeñas plantas con las que se pretende entrar en ese mercado, y en Asia, específicamente en China, solamente se cuenta con ventas, las cuales son abastecidas por Gruma Corporation desde Estados Unidos y Europa. Sin embargo, se proyectan inversiones de alrededor de US\$30 millones anuales en China para los próximos años con la intención de abastecer demanda de aquel país.

## ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA

Sus principales competidores son MINSA, Grupo BIMBO, Avebe, Cerestar, Interestate Bakeries Corp. y Kraft Foods, Inc. MINSA y Grupo Bimbo son compañías mexicanas que compiten tanto en el mercado nacional como internacional y la competencia se da en distintos mercados, como son el de la tortilla, el de la harina de maíz y el de la harina de trigo.

MINSA es el segundo productor de harina de maíz en México, fue fundada en octubre de 1993, sus productos son la harina de maíz nixtamalizado y las tortillas de maíz empacadas, actualmente cuenta con seis plantas de maíz en la República Mexicana, dos en Estados Unidos y una en Guatemala, el número de empleados con los que cuenta es de 1,037.

BIMBO es de las empresas de panificación más grandes del mundo, cuenta con 73 plantas y 890 centros de distribución localizados en 15 países de América y Europa, fabrica más de 4,500 productos y entre estos se encuentran galletas, pasteles, tortillas, botanas saladas, etc., en la actualidad cuenta con 72,254 empleados.

### Comparación con principales competidores

Cifras al III Trimestre del 2004 y Precios al 1 de noviembre de 2004

Empresa	Ticker	Índice de Bursatilidad	Valor de Capitalización	ROE	ROA	P/VL	P/UPA	P/EBITDA
GRUMA	GRUMAB	7.52 / MEDIA	10,573 ^	6.6	3.7	1.03	15.32	3.5
BIMBO	BIMBOA	8.18 / ALTA	29,513 ^	10.3	5.3	1.83	17.78	6.48
MINSA	MINSAB	3.17 / MINIMA	241, 244 ^^	-67.9	-25.9	0.28	-.42	1.10

Empresa	Pasivo/ Activo %	FV/EBITDA	Margen neto %	Número de empleados	AC/PC	Margen de operación %	UPA \$
GRUMA	56.5	5.1	3.15	15,288	1.83	7.8	1.76
BIMBO	47.9	4.6	4.34	72,254	1.53	8.1	1.84
MINSA	60.7	ND	-21.84	1,037	1.47	2.6	-3.13

Fuente: Elaboración propia con información de Invertia Plus y Económica

^ Millones de pesos

^^ Miles de pesos

## TESIS DE INVERSIÓN

- **Posicionamiento de mercado**

Con el paso de los años Gruma se ha ido posicionando de una manera dominante en los mercados claves, los cuales tienen un gran potencial de crecimiento, y uno de los principales motivos es el incremento de la popularidad de la comida mexicana. El gran desarrollo en operaciones que tiene en Estados Unidos, ha permitido que se posicione de una mejor manera.

- **Líder en el mercado**

Principal productor de harina de maíz y de tortillas; No cuenta con fuerte competencia directa y tiene un alto reconocimiento de marca apoyado con una gran línea de productos.

- **Red de distribución**

La red de distribución con la que cuenta, principalmente en Estados Unidos y Venezuela, es muy importante, ya que al tener un sistema bien establecido pueden distribuir sus productos con mayor eficiencia y calidad, así como otros productos que le ayudan a bajar los costos.

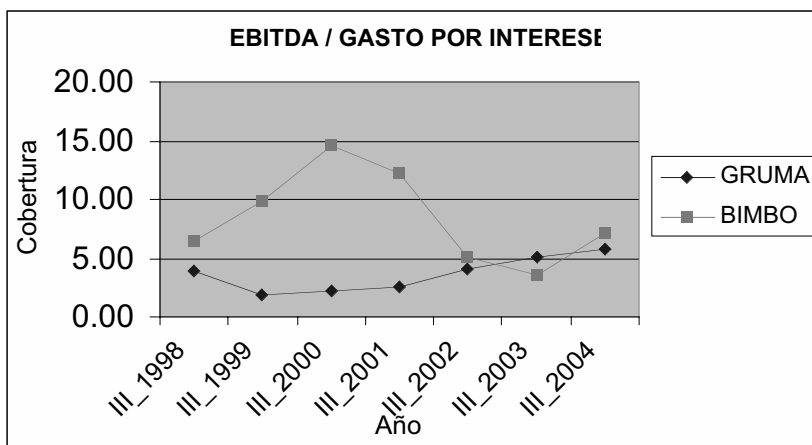
- **Tecnología propia**

Posee la tecnología más avanzada del mercado, que ha sido desarrollada a través de los años debido a la inversión en investigación y fabricación de mejores máquinas, lo que le ayuda a ser más eficiente en su producción y ser la número uno en la mayoría de los mercados en que incursiona.

La tecnología es uno de sus principales activos y para estar en un constante desarrollo tiene su propia compañía para la fabricación de dicha maquinaria, TECNOMAIZ.

- **Fortaleza Financiera**

Las finanzas de GRUMA han mejorado durante este último trimestre debido a la obtención de un crédito sindicado, el cual le permitió una reestructuración de su deuda y mejorar el costo de la misma. El endeudamiento ha sido siempre bien sustentado con buenas inversiones y gracias a su capacidad de pago logró obtener una calificación de BBB- por parte de Fitch Ratings. Su rotación de activos y de patrimonio se han mantenido estables durante el último año en 1.1 y 2.4 respectivamente, el margen bruto es de 36.1% y su margen neto de 3.1%, al 3T04.



Fuente: Elaboración propia con datos de Invertia Plus



## ANÁLISIS DE RIESGOS

- Gruma tiene una cierta dependencia a tres factores:
  1. Los precios de su materia prima (maíz y trigo), el cual puede reducir el margen de operación de la empresa y sus resultados.
  2. El precio del gas, como fuente de energía para su proceso de transformación.
  3. Los cambios económicos y políticos de los países en los que opera.
- **Débil economía mexicana:** Otra de las debilidades de la empresa que puede llegar a afectar su desempeño operativo es una depresión de la economía mexicana. Esto provocaría una reducción de la demanda de los productos y además incrementaría la producción informal de la tortilla con el método tradicional de masa húmeda, la cual es actualmente el principal obstáculo para el crecimiento de Gruma en México.
- **El deterioro de la situación política en Venezuela:** Cualquier evento negativo puede reducir la contribución de la subsidiaria en Venezuela, la cual opera en un sector muy sensible, ya que el gobierno puede fijar el precio de la tortilla, restringir las materias primas o expropiar las compañías.
- **Riesgo por tipo de cambio:** Al ser una empresa principalmente internacional, Gruma asume riesgos por posibles depreciaciones de las monedas de cada país en donde tiene ventas. Una nueva devaluación del bolívar, por ejemplo, podría reducir el impacto de los ingresos obtenidos en Venezuela, pues al consolidar estas ventas tendrán menos valor debido a la paridad del tipo de cambio. Actualmente Gruma no tiene coberturas para el tipo de cambio, pues trata de cubrirse con activos y capital de EE UU, por lo tanto existe un riesgo que puede afectar no tanto al flujo, sino al estado de resultados de la empresa.
- **Falta de capacidad de expansión en EE UU:** La demanda en el mercado estadounidense está creciendo y existe un posible riesgo si se llega a presentar insuficiencia en la capacidad instalada de la harina de maíz en dicho país ya que se está trabajando al límite. Esto podría causar pérdida de oportunidades para crecer en ese mercado si la producción no se incrementa lo suficiente.
- **Sucesión de la administración:** Aunque Roberto González, el actual presidente del consejo de administración y fundador de la compañía, es una persona muy capaz, tiene ya 73 años de edad y esto puede ser una fuente de incertidumbre para el mercado dado que la sucesión no es clara aún.
- **Consumo de tortilla en México:** En México se tiene que dar más promoción a la tortilla y lograr que el consumo de la gente no se apague por el fuerte incremento de precio que ha sufrido este alimento. Gruma necesita que la población mexicana vuelva a sus antiguos niveles de consumo.

## RESUMEN DE INVERSIÓN

Tras reflejar una sólida estructura financiera, liderazgo en el mercado y crecimiento sustentable, GRUMA tiene un gran potencial de crecimiento en ventas y utilidades. Apoyados en el estudio de sus fundamentales, valuación por flujo libre de caja descontado y valuación por Múltiplos (Valor Empresa/EBITDA, Valor Empresa/Ventas, Precio/Valor en Libros) se ha llegado a un precio objetivo de 25.99 \$/Acción, un 13% mayor al valor actual. Por estas razones la recomendación final es de **Market Perform** debido a que se considera con cautela su dependencia a factores macroeconómicos como los precios de insumos, regulaciones gubernamentales y ciclos económicos.

En el corto plazo GRUMA se ve beneficiado por el impulso de la economía estadounidense, una estructura de pasivos sólidos, y un crecimiento en ventas acorde a los niveles presentados en los últimos años. En el largo plazo GRUMA presenta un potencial de crecimiento en países de Asia y Europa, su posición financiera y solidez en ventas al extranjero le brindan cierta seguridad sin descartar las presiones antes mencionadas.

# GRUMA

## Estado de Resultados

\*\* En pesos mexicanos constantes a septiembre del 2004. Cifras en miles.

	2004 E				2005 E				2006 E					
	FA 2002	FA 2003	31-Mar-04	30-Jun-04	30-Sep-04	31-Dec-04 E	FA 2004 E	31-Mar-05 E	30-Jun-05 E	30-Sep-05 E	FA 2005 E	31-Mar-06 E	30-Jun-06 E	30-Sep-06 E
VENTAS NETAS	20,966,599	23,416,445	5,794,135	6,310,562	6,281,098	6,361,740	24,747,534	6,112,812	6,370,576	6,342,390	25,250,399	6,349,638	6,442,066	6,415,421
Costo de Ventas	13,131,640	14,910,302	3,707,943	4,005,343	4,059,780	4,047,013	15,820,080	4,027,316	4,067,720	4,048,299	16,165,625	3,986,252	4,063,621	4,083,205
RESULTADO BRUTO	7,864,959	8,506,143	2,086,192	2,305,219	2,221,317	2,314,727	8,927,455	2,084,522	2,349,260	2,274,669	9,084,774	2,363,386	2,378,445	2,322,215
Gastos de Operación	6,230,868	6,729,371	1,693,389	1,824,740	1,731,464	1,919,506	7,175,099	1,913,442	1,949,505	1,920,418	7,709,254	1,841,014	1,867,813	1,835,996
RESULTADO DE OPERACIÓN	1,634,091	1,776,772	392,803	480,479	489,853	395,221	1,752,356	165,080	399,755	354,251	1,375,520	522,372	510,633	486,219
Costo Integral de Financiamiento	669,210	1,468,270	78,326	51,670	(19,608)	(194,692)	(83,304)	(40,288)	(72,570)	(101,210)	(153,064)	(162,159)	(22,171)	(131,112)
RESULTADO DESPUES DEL COSTO INTEGRAL DE FINAN	964,881	1,308,503	314,477	428,809	502,462	589,913	1,835,660	242,824	327,185	455,461	1,528,584	689,926	532,804	617,331
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	1,066,894	1,308,503	320,880	403,284	300,462	589,913	1,814,529	242,824	327,185	455,461	1,528,584	689,926	532,804	617,331
Provision para Impuestos y P.T.U.	628,734	682,202	167,416	204,084	182,389	261,635	815,894	127,530	197,117	304,436	869,019	362,347	320,995	412,632
RESULTADO NETO DESPUES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	468,120	448,735	153,464	199,200	117,893	328,077	798,635	115,294	130,068	151,025	300,636	659,565	327,579	204,689
RESULTADO NETO POR OPERACIONES CONTINUADAS (NE	290,707	687,412	201,061	274,483	181,395	390,208	1,047,157	177,424	192,199	213,156	908,088	389,710	273,940	266,830
RESULTADO NETO CONS. ANTES DE PART. EXTRAORD.	290,707	687,412	201,061	274,483	181,395	390,208	1,047,157	177,424	192,199	213,156	908,088	389,710	273,940	266,830
Participacion Minoritaria	214,978	186,417	47,144	46,412	26,676	61,444	181,675	44,556	62,113	32,264	200,984	46,282	62,810	32,636
RESULTADO NETO MAYORITARIO	75,728	500,995	153,917	228,081	154,719	328,764	865,482	132,868	130,085	180,892	707,103	343,428	211,129	234,195

### BASE COMÚN (como porcentaje de ventas)

	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
VENTAS NETAS	62.54%	63.67%	63.99%	63.47%	64.63%	63.61%	63.93%	65.90%	63.12%	64.14%	64.02%	62.78%	63.08%	63.80%
Costo de Ventas	37.48%	36.33%	36.01%	36.53%	35.37%	36.39%	36.07%	34.10%	36.88%	35.86%	35.98%	37.22%	36.92%	36.20%
RESULTADO BRUTO	7.78%	7.99%	6.78%	7.61%	7.70%	6.21%	7.08%	7.10%	6.28%	5.59%	5.45%	8.23%	7.93%	7.58%
RESULTADO DESPUES DEL COSTO INTEGRAL DE FINAN	4.69%	5.59%	5.43%	6.80%	8.00%	9.27%	7.42%	3.97%	5.14%	7.18%	6.05%	10.87%	8.27%	9.62%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	5.22%	4.83%	5.54%	6.39%	4.78%	9.27%	6.59%	3.97%	5.14%	7.18%	6.05%	10.87%	8.27%	9.62%
RESULTADO NETO	1.38%	2.94%	3.47%	4.35%	2.89%	6.13%	4.23%	2.90%	3.02%	3.36%	3.60%	6.14%	6.25%	4.16%

### CAMBIO PORCENTUAL AÑO CON AÑO

	2005 E	2006 E
VENTAS NETAS	11.52%	11.52%
RESULTADO BRUTO	6.50%	5.02%
RESULTADO DESPUES DEL COSTO INTEGRAL DE FINAN	58.45%	8.15%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS Y P.T.U.	38.77%	36.61%
RESULTADO NETO	-30.38%	136.46%



# GRUMA

## Estado de Cambios en la Situación Financiera

\*\* En pesos mexicanos constantes a diciembre del 2003. Cifras en miles.

	2004 E			2005 E			2006 E		
	31-Mar-04	30-Jun-04	31-Dic-04	31-Mar-05	30-Jun-05	30-Sep-05	31-Mar-06	30-Jun-06	30-Sep-06
FA 2002	645,534								
FA 2003	687,412								
FA 2004	201,061	475,554	360,208	1,248,218	1,248,218	1,248,218	1,248,218	1,248,218	1,248,218
FA 2005				1,542,234	1,542,234	1,542,234	1,542,234	1,542,234	1,542,234
FA 2006									
RESULTADO NETO	1,272,412	574,012	463,878	413,482	416,181	423,167	437,121	439,302	446,830
(+/-) Part. aplic. a Res. sin req. Util. de Recur.	1,917,945	1,043,586	796,086	590,907	608,380	636,343	626,631	713,242	714,857
Flujo Derivado del Resultado Neto del Ejercicio	1,582,871	1,356,012	893,267	1,170,734	1,170,734	1,170,734	1,170,734	1,170,734	1,170,734
RECURSOS GENERADOS (UTIL.) POR LA OPERACION	(886,645)	(19,824)	(194,309)	21,248	42,496	111,553	32,808	790,405	872,481
RECURSOS GENERADOS (UTIL.) MEDIANTE FINANC.	(611,764)	(403,086)	(188,414)	(544,600)	(461,600)	(470,000)	(120,000)	(480,000)	(480,000)
RECURSOS GENERADOS (UTIL.) EN ACT. DE INVERSION	84,461	(46,425)	610,544	2,318,808	341,080	445,569	189,543	310,405	392,481
Incr. (Decr.) neto en Efectivo e Invers. Temp.	448,798	373,787	327,362	1,662,847	2,088,394	2,429,475	2,694,061	2,694,061	2,694,061
Efectivo e Invers. Temp. al Inicio del Periodo	533,259	375,253	1,662,847	2,694,061	2,429,475	2,875,043	1,971,093	1,129,422	1,439,827
Efectivo e Invers. Temp. al Final del Periodo			937,906	2,088,394	2,429,475	2,875,043	1,129,422	1,439,827	1,832,308

**GRUMA**  
**Razones Financieras**

	2003 E			2004 E			2005 E						
	31-Mar-03 A	30-Jun-03 A	31-Sep-03 A	31-Mar-04	30-Jun-04	30-Sep-04	31-Dec-04 E	FA 2004 E	31-Mar-05 E	30-Jun-05 E	30-Sep-05 E	31-Dic-05 E	FA 2005 E
<b>Razones de Productividad</b>													
Relación de Cuentas por cobrar	8.80	2.47	2.49	2.34	2.39	2.32	2.37	9.06	2.14	2.23	2.31	2.37	9.31
Relación de Inventarios	4.86	1.36	1.69	1.37	1.26	1.34	1.23	5.03	1.40	1.54	1.42	1.55	6.21
Relación de Capital en Trabajo	6.97	1.59	1.59	1.42	1.75	1.54	1.31	6.84	2.47	2.38	2.02	1.84	7.22
Relación de Activos Fijos Netos	1.57	0.40	0.44	0.46	0.49	0.49	0.50	1.97	0.49	0.51	0.51	0.52	2.06
Relación de Activos Fijos Brutos	1.01	0.26	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29	1.14	0.28	0.28	0.28	0.28	1.10
Relación de Activos Totales	0.89	0.23	0.26	0.25	0.27	0.26	0.26	1.01	0.25	0.25	0.26	0.28	1.11
# de días de Cuentas por Cobrar	39	37	37	40	39	38	38	40	43	39	38	38	0
# de días de Inventarios	70	66	63	70	71	69	73	67	62	60	61	58	59
# de días de Cuentas por Pagar	23	18	18	16	20	25	26	20	21	22	27	26	26
<b>Medidas de Liquidez</b>													
Razón Circulante	1.84	1.92	2.17	2.52	2.21	1.83	2.28	2.28	1.36	1.40	1.42	1.93	1.93
Prueba del Ácido	1.04	1.07	1.24	1.42	1.14	0.98	1.33	1.33	0.88	0.94	0.95	1.16	1.16
Razón de Efectivo	1.04	1.07	1.45	1.42	1.14	0.98	1.33	1.33	0.88	0.94	0.95	1.16	1.16
Flujo de Efectivo Operativo	0.43	0.09	0.59	0.22	0.23	0.25	0.31	0.93	0.06	0.12	0.12	0.31	0.67
Capital en Trabajo	3,064,631	2,961,978	3,828,827	4,277,517	3,865,328	3,323,268	4,846,529	4,846,529	2,369,664	2,596,336	2,784,084	3,497,950	3,497,950
<b>Razones de Riesgo Financiero</b>													
Razón de Pasivo/Capital	0.84	0.83	0.84	0.75	0.79	0.81	0.83	0.83	0.79	0.79	0.80	0.58	0.58
Razón de Pasivo/Capital (exc. Impto)	0.78	0.77	0.72	0.67	0.70	0.72	0.74	0.74	0.70	0.70	0.71	0.50	0.50
Razón de Pasivo LP/Capital	0.51	0.51	0.53	0.47	0.45	0.41	0.46	0.46	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
Razón de Pasivo LP/Capital (exc. I)	0.45	0.46	0.43	0.38	0.36	0.32	0.37	0.37	0.15	0.15	0.16	0.15	0.15
Razón de Cobertura de Intereses (I)	2.63	2.19	3.67	3.28	4.04	3.77	2.97	3.50	4.41	2.71	9.22	3.50	3.88
Razón de Cobertura de Intereses (U)	1.77	1.11	2.34	2.68	3.39	2.34	4.43	3.23	6.48	2.22	11.86	4.14	4.32
Razón de Deuda Total	0.46	0.45	0.46	0.43	0.44	0.45	0.45	0.45	0.44	0.44	0.44	0.37	0.37
Razón de deuda excluyendo imptos	0.44	0.44	0.43	0.40	0.41	0.42	0.43	0.43	0.41	0.41	0.42	0.33	0.33
<b>Rentabilidad</b>													
Margen de Utilidad Bruta	37.46%	35.71%	36.45%	36.01%	36.53%	35.37%	36.39%	36.07%	34.10%	36.88%	35.86%	36.99%	35.98%
Margen de Utilidad de Operación	7.78%	5.63%	8.17%	6.78%	7.61%	7.70%	6.21%	7.08%	2.70%	6.28%	5.56%	7.10%	5.45%
Rendimiento de Activos	1.24%	-0.02%	-0.20%	0.86%	1.16%	0.79%	1.58%	4.26%	0.72%	0.77%	0.89%	1.89%	3.96%
Rendimiento de Capital	2.27%	-0.03%	-0.36%	1.52%	2.09%	1.36%	2.89%	7.70%	1.29%	1.37%	1.49%	2.51%	6.28%

Los Reportes Burkenroad Latinoamérica son análisis financieros de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y evaluación de proyectos de pequeñas y medianas empresas de Latinoamérica elaborados por estudiantes de las carreras de Contador Público y Finanzas, así como de Licenciado en Administración Financiera con el apoyo de profesores del Departamento Académico de Contabilidad y Finanzas del ITESM, Campus Monterrey.

El Tec de Monterrey, el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela y la Universidad de los Andes de Colombia, con la cooperación de la Universidad de Tulane de Estados Unidos de América y con el apoyo financiero del Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo llevan a cabo el Programa Burkenroad Latinoamérica que permite enriquecer el capital humano de la región al proveer entrenamiento en técnicas de análisis financiero, específicamente para la elaboración de reportes financieros de empresas en la Bolsa y de evaluación de proyectos de inversión para pequeñas y medianas empresas. El programa también tiene el objetivo de proveer información financiera a inversionistas y a instituciones financieras para facilitar a las empresas el acceso a diferentes fuentes de financiamiento.

Los reportes que se desarrollan en este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas Latinoamericanas. Los reportes financieros de compañías que cotizan en la Bolsa se distribuyen a inversionistas nacionales e internacionales a través de publicaciones y sistemas de información financiera como Infosel Financiero, Finsat y otros. Los reportes de evaluación de proyectos de inversión son distribuidos únicamente a las compañías beneficiarias para su presentación privada a instituciones financieras o potenciales inversionistas. Anualmente se realiza una conferencia en la que las compañías analizadas son invitadas a presentar sus planes, situación financiera y proyectos de inversión a la comunidad financiera.

Para mayor información del Programa Burkenroad Latinoamérica favor de visitar la página web:

**María Concepción del Alto**

*mdelalto@itesm.mx*

Directora de Investigación  
Reportes Burkenroad México  
Departamento Académico de  
Contabilidad y Finanzas  
ITESM, Campus Monterrey  
Tel y Fax:+52 (81) 8328-4196

**Miguel Moreno Tripp**

*morenotrip@itesm.mx*

Coordinador Empresas Públicas  
Burkenraod México  
Departamento Académico de  
Contabilidad y Finanzas  
ITESM, Campus Monterrey  
Tel y Fax:+52 (81) 8328-4196



TECNOLÓGICO  
DE MONTERREY

A.B.  
FREEMAN  
School of Business  
Tulane

