

MEXICHEM**COMPRA****PRECIO OBJETIVO: P\$67.6****GCARSO****MANTENER****PRECIO OBJETIVO: P\$48.0**

Gcarso Vende Negocio de Tubos de PVC a Mexichem, y Negocio de Cobre y Aluminio a Mexalit

Noticias/Análisis: El 13 de marzo, Grupo Carso anunció que llegó a un acuerdo en principio para vender 55% de las operaciones de aluminio y cobre de Nacobre a Mexalit, y el 100% de la empresa “Tubos Flexibles”, también de Nacobre, a Amanco México (subsidiaria de Mexichem). Mexichem emitió un comunicado de prensa después que Gcarso confirmando el evento. Mexalit no es una empresa pública, y entendemos que pertenece al Grupo Kaluz, el grupo de accionistas mayoritarios de Mexichem, pero las compañías operan de manera independiente. Por lo tanto, es importante mencionar que Mexichem únicamente adquirirá el negocio de tubos flexibles, el cual incluye tubos y conexiones de PVC, así como de polietileno y polipropileno. Mientras tanto, los activos del negocio de cobre y aluminio serán adquiridos por Mexalit. Además, Gcarso mantendrá el 45% de participación en Mexalit, no en Mexichem.

Valuación: Las compañías no revelaron ninguna información financiera. En este momento, nuestra mejor estimación es que la operación pudiera ser valuada en el rango de un múltiplo FV/EBITDA de 6.0-7.0, considerando las cifras de 2007. Esto implicaría un descuento en el múltiplo FV/EBITDA 2007 de 7.2 veces de Mexichem y en el de Gcarso de 8.3 veces. Estimamos que durante 2007 las operaciones relacionadas con esta adquisición generaron cerca de US\$85-90 millones de dólares en EBITDA (aproximadamente 8% del EBITDA consolidado de Gcarso), con el margen más débil en los productos de plástico (la adquisición de Mexichem), debido a que no están integrados. Estimamos que las operaciones de los tubos de plástico pudieran tener un EBITDA aproximadamente de US\$5-7 millones, o casi 1.5% de nuestro EBITDA consolidado estimado para Mexichem en 2008, sin incluir sinergias. Considerando este EBITDA y un múltiplo de 6.5 veces, estimamos que Mexichem pudiera haber pagado aproximadamente US\$40 millones. Actualizaremos nuestras estimaciones tan pronto como tengamos mayor información de Mexichem o Gcarso.

En el caso de Gcarso, es más difícil estimar el efecto de estas ventas ya que la compañía recibirá cierto efectivo más el 45% de participación en una compañía privada de la cual no tenemos en este momento ninguna información financiera. Creemos que Mexalit se enfocará en el mercado de materiales para la construcción. Por otro lado, también creemos, que desde un punto de vista estratégico, es relevante que Gcarso este vendiendo la participación mayoritaria de un negocio maduro en el cual no tiene una ventaja competitiva importante, por una participación minoritaria en una compañía que debe enfocarse en un mercado más dinámico, creando sinergias dentro de su portafolio de productos.

Conclusiones: *En nuestro punto de vista, para Mexichem, la operación tiene un impacto financiero muy bajo debido al tamaño de las operaciones de plástico. Además, dado que actualmente no contamos con la información financiera, creemos que el efecto pudiera ser neutral. Para Gcarso, creemos que esta noticia pudiera ser moderadamente positiva, ya que están reduciendo su exposición a un negocio cuyos márgenes estaban bajo presión debido a los mayores costos de materias primas y a la competencia.*

Valuación y Riesgos a Nuestra Tesis de Inversión:

Mexichem. Nuestro precio objetivo está basado en un modelo de FED, con un CCPP de 8.4% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1.5%. Nuestro precio objetivo implica que la acción estaría cotizando a un múltiplo FV/EBITDA conocido de 7.5 veces al cierre del año 2008 y a un múltiplo estimado de 6.3 veces, lo cual implica que la compañía deberá mantener sus actuales niveles de valuación. Los principales riesgos incluyen: (1) sobreprecio por adquisiciones; (2) una desaceleración económica en Latinoamérica; (3) exposición a los precios de los commodities; (4) crecimiento del sector construcción más lento al esperado; (5) diversificación en otros negocios no relacionados.

Gcarso. Nuestro precio objetivo está basado en un múltiplo FV/EBITDA adelantado de 5.9 veces y en un múltiplo conocido de 7.3 veces para el CA2008. Esta cifra representa un premio frente a su promedio de cinco años de 5.6 veces. También utilizamos un modelo de FED como referencia cruzada. Los principales riesgos incluyen: (1) un crecimiento más débil al esperado en México; (2) un incremento más fuerte en el backlog de CICSA; (3) riesgos de ejecución en nuevos proyectos y potenciales adquisiciones; (4) una demanda más débil por parte de las compañías de telecomunicaciones en CICSA; (5) intensificación de la competencia en las operaciones comerciales; y (6) mayores costos de materia prima en Condumex.

Luís Miranda, Diego Laresgoit



El presente informe ha sido preparado por el Departamento de Análisis de Grupo Financiero Santander, mismo que forma parte de Santander Central Hispano (Grupo Santander) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una petición de una oferta de compra.

Cualquier decisión de compra, por parte del receptor deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor y, en su caso, atendiendo al contenido del prospecto proporcionado a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores correspondiente, así como a través de las propias entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Canadá.

En los últimos doce meses, Grupo Santander o sus filiales han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Sare, Ica, Cemex, América Móvil, Alsea y Ara. En los últimos doce meses, Grupo Santander ha recibido compensación por servicios de banca de inversión de América Móvil e Ica, Cemex, Sare, Alsea y Gap. En los próximos tres meses, Grupo Santander espera recibir o intentará recibir compensación por servicios de banca de inversión por parte de América Móvil, Cemex, Ica, Sare, Telmex, Gissa, Alsea, Ara, Liverpool, Geo, Mexichem, Gruma, Comerci, Televisa, Kimberly Clark, Famsa y Lamosa.

La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido en fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Financiero Santander, sus filiales o subsidiarias y cualquiera de sus funcionarios y/o consejeros podrán en cualquier momento tener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants referenciados a las compañías aquí mencionadas.

Grupo Financiero Santander o sus filiales podrán en cualquier momento prestar servicios de banca de inversiones, banca comercial, banca corporativa o de cualquier otro tipo, o solicitar operaciones de banca de inversión, banca comercial, banca corporativa o de cualquier otro tipo a cualquier compañía citada en el presente informe, lo anterior buscando en todo momento evitar cualquier conflicto de interés. Ni Grupo Financiero Santander ni sus sociedades filiales o subsidiarias, así como ninguno de los funcionarios que laboran para las mismas aceptan responsabilidad alguna por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por los receptores del mismo con ningún fin.