Inicio de cobertura

NEMAK: Sofisticada empresa automotriz de clase mundial ruge en bolsa

NEMAK A

(NEMAKA.MX - Reuters / NEMAKA MM - Bloomberg)

COMPRA	VI: 12M	$ 27.00
Precio (MXN) (serie A)		23.01
Máx/mín (18M)		23.66 / 22.08
Rendimiento esperado		17.3%
Valor de mercado (MXN M)		70,888
Valor de la empresa (MXN M)		91,582
Acciones en circulación (M)		3,081
Flotante		18%
Importe prom. 60 días (MXN M)		52

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 14 de Marzo de 2016

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de la BMV*

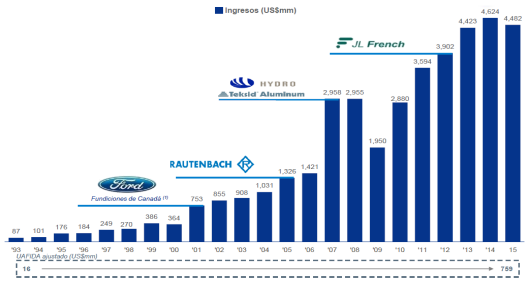
Ubicación de las plantas de producción

(35 plantas en 15 países)

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Prospecto de colocación y presentación del Roadshow*

Evolución de los Ingresos y UAFIDA

(millones de USD)



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

- *Empresa altamente especializada en el sector de autopartes e independiente a las OEM´s (Original Equipment Manufacturer) cuenta con más de 30 años de relación con las armadoras en prácticamente todas las marcas de vehículos ligeros en el mundo, su ventaja comparativa siguiendo la tendencia internacional en materia de regulación ambiental se basa en la producción de componentes de aluminio que permiten "aligerar" el peso de los vehículos obteniendo un mayor rendimiento en el consumo de combustible y en la emisión de bióxido de carbono.*
- *La favorable perspectiva de la industria automotriz en EUA y la tendencia global en el uso de autos menos contaminantes, posicionan a Nemak como una empresa*

Resumen

Iniciamos cobertura de NEMAK, S.A.B. de C.V. (BMV: NEMAK A) con una recomendación fundamental de COMPRA y un Valor Intrínseco estimado a doce meses (finales de 2016) de MXN 27.0 equivalente a un rendimiento potencial de 17.3% a precios actuales (MXN 23.01 del 14.mar.16), el cual supera sustancialmente nuestro objetivo para el IPC que es de +5.8% (estimado 2016 en 47,300 puntos).

Nemak es líder global en componentes de aluminio complejos y de alta tecnología para la industria automotriz conforme a las revistas especializadas Automotive News y Crain Communications Inc., asimismo, inició operaciones en 1981, listándose en la Bolsa Mexicana de Valores el pasado 1.jul.15. Nemak tiene presencia en 15 países a través de 35 plantas y cuenta con un portafolio diversificado de productos con más de 50 clientes a nivel mundial, donde proveen con productos para plataformas de vehículos (entre 650 a 1,200), asimismo, cuenta con un equipo directivo altamente experimentado; Nemak estima que 1 de cada 4 vehículos ligeros vendidos en el mundo tiene un componente de Nemak.

Consideramos que la inversión en NEMAK es recomendable bajo un horizonte patrimonial, debido a que nuestra premisa se basa en el impulso que se estará dando en los próximos 10 años a las iniciativas internacionales (Consejo Internacional de Transporte Limpio) tendientes a la reducción del peso de los vehículos ligeros impulsado por mayores regulaciones de "millas por galón" (MPG) y emisiones de bióxido de carbono (CO2) mediante un mayor contenido de aluminio por vehículo en el que se espera un aumento en las categorías de los productos de Nemak y que estima capturar un 75% del crecimiento del mercado.

Antecedentes

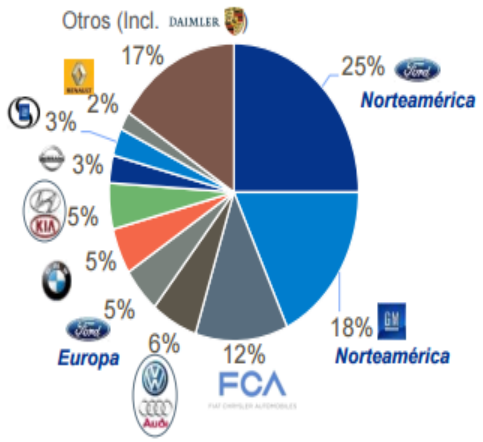
El primer día del mes de julio del 2015 inició operaciones en la BMV la subsidiaria de Alfa dedicada a la fabricación de autopartes de aluminio de alta complejidad, Nemak, SAB de C.V. (BMV:NEMAK). Al cierre del 2015 dicha empresa generó el 27.5% de los ingresos de Alfa (USD 4,482 millones) y el 34.3% de la uafida (ajustada, por USD 759 millones).

Marzo 29, 2016

Rafael Escobar
@VECTORANALISIS

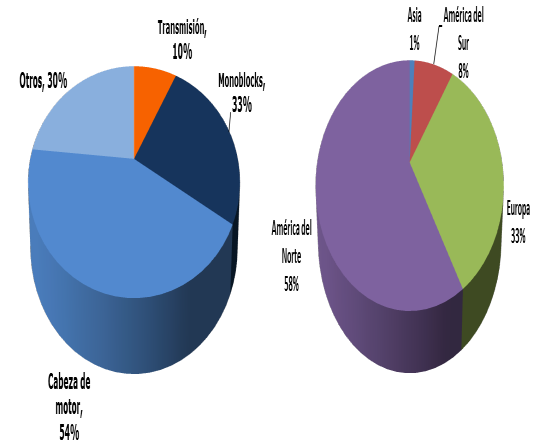
rescobar@vector.com.mx x3734
Teléfono: (52) 5262-3600

Distribución de volumen por cliente



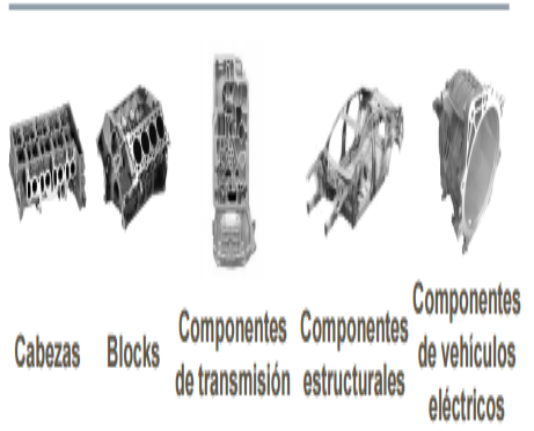
▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

Ingresos por producto y por región



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Press-release de la emisora*

Portafolio de productos



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Prospecto de colocación y presentación del Roadshow de Nemak*

Nemak ha registrado desde el 2011 una tasa anual de crecimiento en ingresos del 9% y en uafida del 23%. De acuerdo a sus características es una empresa independiente a las OEM´s (Original Equipment Manufacturer) altamente especializada en el sector de autopartes relacionada con prácticamente todas las marcas de vehículos ligeros en el mundo con más de 30 años de relación con las armadoras y en 645 plataformas distintas. Nemak está posicionada en componentes automotrices de aluminio que a diferencia de otros materiales, “aligera” el peso de los vehículos con lo que se obtiene un mayor rendimiento en el consumo de combustible y en la emisión de bióxido de carbono, siguiendo la tendencia internacional en materia de regulación ambiental.

Los recursos de la oferta fueron destinados en su mayoría para el pago de distribuciones a los accionistas de ese entonces de Nemak proporcionalmente, Alfa (con el 93.24%) y Ford (con el 6.76%), así como para fines corporativos en general, incluyendo financiar los planes de crecimiento de la Compañía.

Valuación

La metodología de valuación que determinamos, se basa en la proyección y descuento de flujos libres de efectivo (DCF, por sus siglas en inglés) a su costo promedio ponderado de capital (asumiendo un WACC del 9.5%, crecimiento residual del 2.5%). Nuestros estimados incluyen un crecimiento con un CAGR en uafida del 7% proveniente de la operación; de esta forma, nuestra valuación fundamental arroja un valor intrínseco 2016e en MXN 27.00. Los múltiplos implícitos con nuestro V.I. 12 meses se ubican en 7.7x y 8.5x VE/UAFIDA 2016e y 2017e, que si bien reflejarían niveles superiores al promedio de la industria, tienen justificación debido al potencial de crecimiento de la empresa, adecuados niveles de rentabilidad y una sólida posición financiera.

Asimismo, el promedio de sus peers (comparativos) internacionales se ubica en niveles de múltiplos en 7.1x VE/UAFIDA y 14.9x P/U que son los niveles que consideramos para nuestra valuación por múltiplos.

De esta forma el rendimiento potencial eventualmente considerando el precio actual en MXN 22.98 (con un V.I. 12 meses en MXN 27.0) sería superior al que estaríamos esperando para el promedio del mercado en el 2016 (+17.5 vs +6.7% IPC en 47,300 en 2016), por lo que en esos niveles tenemos una opinión de inversión en COMPRA bajo un horizonte patrimonial.

Descripción de la empresa

Nemak es un productor independiente líder a nivel global de componentes de aluminio complejos de alta tecnología para la industria automotriz; su portafolio de componentes, el cual consiste en cabezas de motor, monoblocks, componentes de transmisión, componentes estructurales y otros componentes, permite que sus clientes reduzcan el peso y mejoren el rendimiento y eficiencia de los vehículos que producen. La reducción de peso es un factor fundamental que permite a los OEMs (productores originales de equipos) cumplir con estrictas regulaciones globales sobre emisiones de CO2 y eficiencia de consumo de combustible.

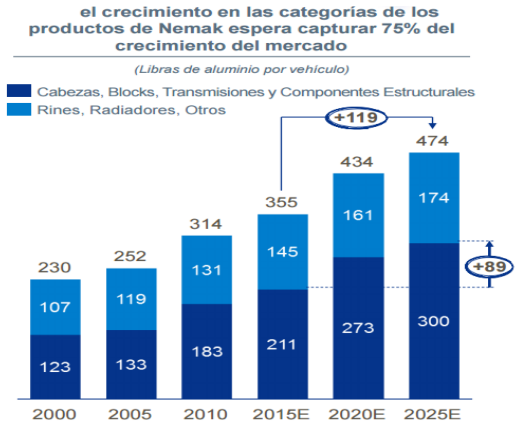
Nemak suministra sus componentes principalmente como proveedor directo, o de primer nivel a los OEMs. Su presencia global, que consiste en 35 plantas modernas en 15 países a través de Norteamérica, Europa, Sudamérica y Asia, y una planta adicional en México que actualmente se encuentra en construcción, le permite suministrar de manera eficiente a los fabricantes automotrices más importantes a nivel global. Nemak se enfoca en la producción de componentes complejos de aluminio para la industria automotriz, utilizados principalmente en componentes del tren motriz, la estructura del vehículo y en motores eléctricos, así como, componentes estructurales para aplicaciones en vehículos.

Nemak tiene una relación con sus clientes OEM´s

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

Uno de los catalizadores es el aligeramiento del

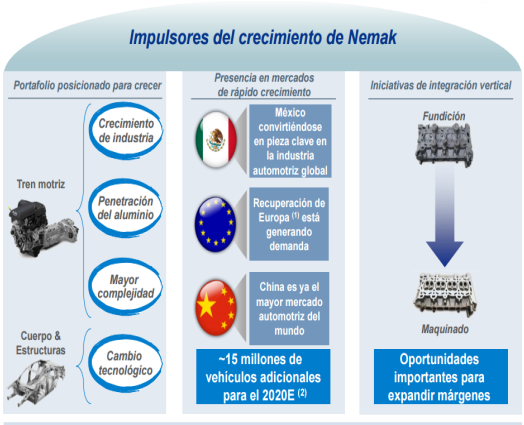
Basado en el crecimiento esperado en libras de



▲ *Fuente: Ducker Worldwide*

Estrategia de crecimiento de Nemak

Para capitalizar la tendencia de aligeramiento de



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

Los componentes de tren motriz consisten en partes del motor (cabezas de motor, monoblocks y otros) y, componentes de transmisión (caja de cambios, caja de convertidor y otros) de un vehículo. La cabeza y los componentes de motores eléctricos (carcasas de motores eléctricos), así como las cabezas de motor y el monoblock forman la estructura principal del motor. Las cajas de cambios y las cajas del convertidor conforman la parte exterior del sistema de transmisión. Los motores eléctricos son usados en vehículos híbridos y en vehículos eléctricos. Los componentes estructurales son elementos que conforman la estructura y el chasis del vehículo. Estos componentes incluyen, pilares o postes, torres de suspensión, estructura de puerta, travesaño, soporte de motor, brazos de suspensión y largueros, entre otros componentes.

Recientemente Nemak incursionó en el negocio de componentes estructurales y desde principios de 2014, ha obtenido seis nuevos contratos de producción con cuatro OEMs importantes. Los motores eléctricos son usados en vehículos híbridos y en vehículos eléctricos “plug-in” de los principales OEMs Premium, el más reciente en Febrero 2016, Nemak ganó un nuevo programa con una armadora Europea premium para producir componentes estructurales por USD 60 millones de ingresos anuales.

Nemak utiliza diversas tecnologías de fundición para la producción de sus productos, las cuales incluyen la inyección o vaciado de aluminio fundido a un molde, ofreciendo una amplia variedad de procesos de fundición, así mismo, la Compañía tiene una amplia experiencia en procesos de maquinado. Lo anterior genera una ventaja competitiva en el mercado, la cual permite ofrecer a sus clientes la mejor tecnología para el diseño y producción de sus componentes. La colaboración de Nemak con sus clientes en las primeras etapas del diseño e ingeniería en el desarrollo de productos, genera una importante relación con los clientes que se traduce en una fuerte ventaja competitiva para asegurar nuevos negocios.

Dentro de la amplia base de clientes de la Compañía, compuesta por más de 50 clientes que tienen relaciones comerciales con la Compañía a nivel mundial, se encuentran los 10 principales grupos automotrices y sus subsidiarias tales como BMW, Daimler, Fiat-Chrysler, Ford, GMC, Hyundai-KIA, PSA, Renault-Nissan, Toyota y Volkswagen Group. Se estima que al 31 de marzo de 2015, Nemak suministró a más de 130 componentes de motores.

Plan de crecimiento y destino de los recursos

Conforme a su prospecto de colocación, el destino de los recursos brutos de la Oferta Global por MXN 12,364.8 millones (aproximadamente USD 788.5 millones y 618.24 millones de acciones) fueron para cubrir aprox. USD 160 millones para fines corporativos en general, así como financiar los planes de crecimiento de Nemak, y pagar descuentos, comisiones y gastos de la oferta y el remanente USD 628 para pagar distribuciones a sus accionistas originales (previo a la oferta) Alfa y Ford (con 93.24% y 6.76% respectivamente).

Consideraciones de inversión

Consideramos conveniente la inversión en la emisora debido a la posición de liderazgo de mercado que mantiene como proveedor de las principales armadoras automotrices, dónde ofrece un portafolio de productos con un alto componente tecnológico desarrollado por el propio Nemak a través del apoyo de una fuerza laboral altamente calificada y un equipo directivo con una amplia experiencia en el sector automotriz alrededor del mundo.

Factores positivos

Posición líder en mercados de alto crecimiento. Nemak es líder en la producción de componentes de aluminio complejos de alta tecnología para la industria automotriz global; el mercado de componentes complejos de aluminio tiene altas barreras de entrada y el alto volumen de producción de Nemak.

Impulsores del crecimiento de Nemak

Millones de USD

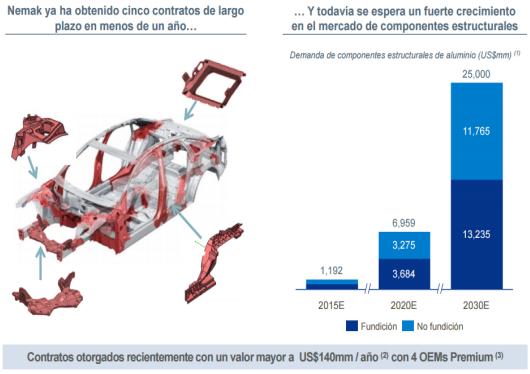
Tamaño de Mercado (1)	2014	2020	2014	2020
Cabezas de Aluminio (2)	7,996	9,256	98%	99%
Cabezas de Hierro	187	128	2%	1%
Blocks de Aluminio	9,718	13,356	75%	83%
Blocks de Hierro	3,275	2,730	25%	17%
Transmisiones complejidad Alta	331	1,561	9%	34%
Transmisiones complejidad Media y Baja	3,493	3,089	91%	66%
Demanda Total (Ventas totales)	25,000	30,120		

	2014	2020	Tasa Anual de Crecimiento Esperada
Ingresos NEMAK	4,633	6,129	4.8%
Participación de mercado	*18.5%*	*20.3%*	

▲ *Fuente: IHS Automotive y Nemak Research. (1) Se refiere a demanda global, (2) Nemak tiene la posición uno en cabezas a nivel global*

Otro impulsor del crecimiento de Nemak

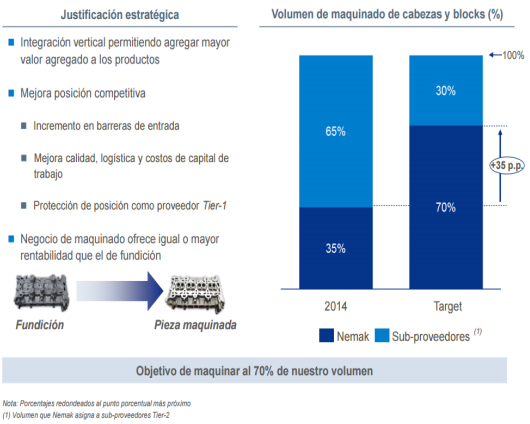
Componentes estructurales clave en el crecimiento



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

Otro impulsor del crecimiento de Nemak

Mejora en márgenes a través de maquinado



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información del Roadshow de Nemak*

Resulta en importantes economías de escala y oportunidades de reducción de costos para sus clientes, la mayoría de las cabezas de motor y monoblocks que no son producidos por Nemak, son elaborados por los OEMs (Original Equipment Manufacturer) a través de sus fundidoras internas, conforme a Nemak uno de cada cuatro vehículos nuevos vendidos alrededor del mundo contiene uno de sus componentes.

Amplio portafolio de tecnologías de fundición con altos estándares de calidad. Nemak ofrece una amplia variedad y sofisticación de tecnologías de fundición de aluminio, superior al de la mayoría de los fabricantes independientes de componentes de fundición de aluminio, entre las tecnologías más importante incluyen: GSPM, ROTACASTTM, Paquete de Arena y HPDC, al respecto, Nemak ofrece otras tecnologías como LPDC y Lost Foam; en contraste, Nemak considera que la mayoría de sus competidores generalmente se enfocan sólo en uno o dos procesos de fundición y únicamente algunos de los grandes competidores independientes tienen la capacidad de ofrecer hasta tres de las tecnologías de fundición.

Relaciones sólidas con clientes que ofrecen una fuente de ingresos diversificada. Nemak tiene una amplia base de clientes diversificados geográficamente, y cuenta con alrededor de 20 años de relación con sus clientes, actualmente se suministran más de 130 componentes de motores y transmisiones a más de 50 clientes a nivel global, incluyendo a los 10 OEMs más importantes.

Instalaciones con presencia global en ubicaciones cercanas a clientes clave. Nemak cuenta con 35 plantas operando en 15 países ubicados en Norteamérica, Europa, Sudamérica y Asia, así como una planta adicional en construcción en México, la mayoría de las plantas se encuentran estratégicamente localizadas cerca de las plantas de los clientes, lo cual es factor clave para la reducción de costos de transporte, permitiendo entregar los componentes a tiempo.

Equipo directivo con amplia experiencia. El equipo directivo cuenta con un promedio de 21 años de experiencia en la industria de fundición de aluminio.

Factores de riesgo

Nemak es una empresa internacional y está expuesta a riesgos en los mercados en los que opera. Nemak cuenta con plantas y operaciones en México, Estados Unidos, Canadá y en algunos países de Sudamérica, Asia y Europa, de esta forma la habilidad para conducir y expandir el negocio y desempeño financiero está sujeta a los riesgos inherentes a operaciones internacionales, como el control de divisas, expatriación, cambios en las condiciones laborales locales y asuntos de integración operativa.

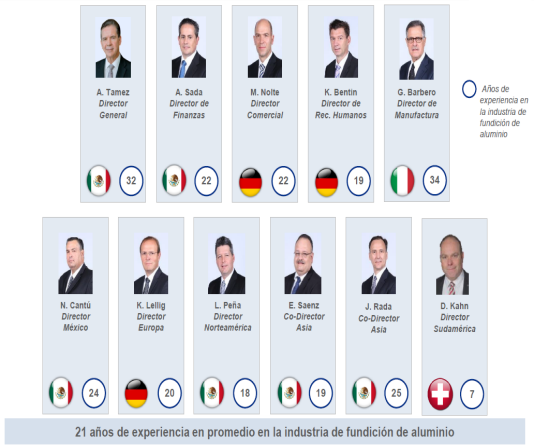
Una disminución en los niveles de producción de los clientes de Nemak podría afectar la condición financiera, así como reducir los niveles de ventas y afectar su rentabilidad. La demanda de productos está directamente relacionada con la producción de vehículos automotrices de sus principales clientes. La venta automotriz y su producción pudieran verse afectadas por las condiciones económicas generales y de la industria, temas laborales, precios del combustible, requerimientos regulatorios, iniciativas gubernamentales, acuerdos comerciales, disponibilidad y costo del crédito, confianza del consumidor, disponibilidad de incentivos gubernamentales y otros factores.

Eventualidades. Podrían surgir retrasos inesperados, menores volúmenes de ventas o mayores costos a los estimados al momento de lanzar nuevos programas y plataformas, que podrían afectar adversamente la rentabilidad. Su estrategia requiere el desarrollo y lanzamiento de fabricación de nuevos componentes en los tiempos y costos proyectados, asimismo, los nuevos programas generalmente requieren inversiones importantes para diseñar y desarrollar las herramientas y compras de

Nemak - Ventajas competitivas

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de la emisora*

Nemak - Equipo directivo, experiencia y



▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de Nemak*

Guidance 2016

Guía de Resultados 2016 (Millones de USD)

	Ingresos				UAFIDA						CAPEX	
	2015	2016	% Crec.		2015	Part. Extr.	2015 Norm. **	2016	% Crec.		2015	2016
ALFA	16,315	15,775	-3.3%		2,420	210	2,210	2,167	-1.9%		1,606	1,320
Sigma	5,901	5,900	0.0%		869	161	708	680	-4.0%		660	360
Alpek	5,284	4,800	-9.2%		630	26	604	630	4.3%		317	320
Nemak	4,482	4,500	0.4%		759	-	759	777	2.4%		460	495
Alestra/Axtel	389	380	-2.3%	2.4%	166	23	143	130	-9.1%	6.0%	101	110
Newpek	89	57	-36.0%		40	-	40	10	-75.0%		59	30

Margen	2015	2016 e
ALFA	13.5%	13.7%
Sigma	12.0%	11.5%
Alpek	11.4%	13.1%
Nemak	16.9%	17.3%
Alestra/Axtel	36.8%	34.2%
Newpek	44.9%	17.5%

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de la emisora*

Altos costos de materias primas podrían afectar negativamente la rentabilidad de Nemak. Los costos de materias primas, energía y productos básicos han sido volátiles a nivel global en los últimos años, en el pasado, las estrategias para mitigar el impacto de dichos costos más altos, junto con las negociaciones comerciales con los clientes y proveedores, no han logrado y podrían tampoco lograr en un futuro compensar completamente este impacto negativo.

Cambio tecnológico. Si el uso de aluminio en monoblocks y componentes estructurales no continúa su tendencia actual de mayor penetración en el mercado, el crecimiento que Nemak anticipa podría no ser obtenido. El crecimiento del negocio depende en parte del uso continuo de aluminio como substituto del hierro en los monoblocks de diésel y gasolina. Uno o más de otros metales o elementos, o combinaciones de éstos, podrían surgir como alternativa al aluminio para fabricar estos componentes.

Estrategia de Negocio

La Compañía ha basado su estrategia en el fortalecimiento de su capacidad para producir componentes de aluminio de alta tecnología para la industria automotriz con base en una estructura de costos bajos. Se busca mantener un alto estándar de calidad, mientras se mejora la capacidad de desarrollar nuevos productos en tiempos récord.

Mantener enfoque en productos complejos de aluminio de alto valor agregado. Los componentes, tales como cabezas de motor, monoblocks y componentes de transmisiones automáticas complejas requieren un alto grado de sofisticación tecnológica para su fabricación.

Impulsar el crecimiento orgánico de monoblocks. El plan de Nemak es continuar incrementando las ventas de monoblocks de aluminio, los cuales se consideran productos con relativamente altos márgenes y alto potencial de crecimiento.

Enfoque regional. Aumentar el enfoque en regiones de rápido desarrollo para servir mejor a los clientes a nivel global. Al mismo tiempo que Nemak continuará con el esfuerzo de aumentar participación en sus mercados principales, países como China (el mayor mercado automotriz del mundo), India y Rusia representan atractivas oportunidades de crecimiento debido a que la mayoría de los principales clientes han construido o tienen planes de construir instalaciones productivas en estos países.

Liderazgo. Asegurar una posición de liderazgo en componentes estructurales de aluminio. Conforme a Nemak, estima que el aluminio sustituirá al acero en los componentes estructurales debido al gran ahorro en peso que obtienen los grandes OEMs a través de esta estrategia; la reducción de peso es un componente clave para que los OEMs puedan cumplir con estrictos requerimientos de emisiones de CO2 y de ahorro de combustible.

Acontecimientos Relevantes

A partir del 11 de Enero, Nemak ingresó a la muestra del IPC (Indice de Precios y Cotizaciones) de la Bolsa Mexicana de Valores, el cual está compuesto por las 35 empresas con mayor capitalización bursátil y volumen de transacciones.

En Noviembre, Fitch Ratings aumentó la calificación crediticia de Nemak BB a BB+, reflejando sus fuertes métricas crediticias, sólida rentabilidad y generación de flujo así como su posición líder en la industria. En el cuarto trimestre de 2015, Nemak refinanció U.S. $500 millones a través de un crédito sindicado, combinado con otras facilidades de crédito bilaterales. Con los recursos obtenidos, Nemak pagó por anticipado deuda de corto plazo y certificados bursátiles.

Sensibilidad del Valor Intrínseco

Sensibilidad de la VI calculada por DCF: Residual vs. WACC						
		Escenarios de Crecimiento Residual				
	28.80	1.5%	2.0%	**2.5%**	3.0%	3.5%
Escenarios para niveles de WACC	10.5%	22.70	23.60	24.50	25.60	26.80
	10.0%	24.40	25.40	26.50	27.80	29.30
	9.5%	26.40	27.50	**28.80**	30.30	32.10
	9.0%	28.50	29.90	31.40	33.30	35.40
	8.5%	31.00	32.60	34.50	36.80	39.40

Sensibilidad de la VI calculada por múltiplo: VE/UAFIDA Objetivo vs. Cambios en UAFIDA						
		Escenarios múltiplo objetivo VE/UAFIDA				
		6.5x	6.8x	**7.1x**	7.4x	7.7x
Cambios en UAFIDA	1.0%	21.40	22.80	24.20	25.50	26.90
	0.5%	21.30	22.70	24.00	25.40	26.70
	0.0%	21.10	22.50	**23.90**	25.20	26.60
	-0.5%	21.00	22.30	23.70	25.00	26.40
	-1.0%	20.80	22.20	23.50	24.90	26.20

Sensibilidad de la VI calculada por múltiplo: P/U Objetivo vs. Cambios en UPA						
		Escenarios múltiplo objetivo P/U				
		13.9x	14.4x	**14.9x**	15.4x	15.9x
Cambios en UPA	1.0%	22.80	23.70	24.50	25.30	26.10
	0.5%	22.70	23.60	24.40	25.20	26.00
	0.0%	22.60	23.40	**24.30**	25.10	25.90
	-0.5%	22.50	23.30	24.10	24.90	25.80
	-1.0%	22.40	23.20	24.00	24.80	25.60

▲ *Fuente: VectorAnálisis Estimaciones*

Valor Intrínseco o Fundamental

Método de valuación	Precio	Ponderación
FED	28.80	70%
VE/UAFIDA	23.90	15%
P/U	24.30	15%
Valor Intrínseco (VI) Ponderado 12M	**27.0**	100%
Precio actual	23.01	
Rendimiento potencial del PO	17.3%	
Rendimiento por dividendos	0.0%	
Rendimiento total esperado	**17.3%**	
Opinión de Inversión:	**COMPRA**	

▲ *Fuente: VectorAnálisis Estimaciones*

Resultados financieros recientes

Nemak reportó ingresos en el 2015 por USD 4,482 millones, inferior a su Guía revisada de resultados por USD 4,730 millones (un -5.2%), pero totalmente alineada a nuestras proyecciones que ubicaban ventas en USD 4,496 millones; reporta una UAFIDA de USD 759 millones, arriba que su Guía anual por USD 745 millones (un +2%) y la misma que nuestras estimaciones por USD 760 millones. En términos de crecimientos, para el 4T15 y el 2015, la UAFIDA registró un crecimiento del 3.8% y 8.1%, respectivamente, como resultado de una mejor mezcla de venta, incluyendo más productos de mayor valor agregado, así como mejorías en costos y eficiencias. En su comunicado de prensa destacaron que durante el 2015, crecieron en volumen y UAFIDA en todas sus regiones operativas, debido principalmente al incremento de las ventas de productos con mayor valor agregado, asimismo, continuaron invirtiendo en iniciativas de integración vertical, lo cual favoreció aún más el desempeño operativo, facilitó mejoras de calidad en beneficio de los clientes y mejoró los márgenes. Asimismo se dieron pasos importantes para fortalecer las bases para el crecimiento futuro y ganaron nuevos contratos por un total de USD 1.2 mil millones en ingresos anuales, casi la mitad de los cuales representaron ingresos incrementales. Estos contratos abarcan la producción de cabezas, monoblocks, cajas de transmisión y componentes estructurales. En términos de la inversión en activo fijo ascendió a USD 130 millones durante el 4T15, básicamente en aumento de capacidad, actualización de equipo de producción existente y mejoras en la eficiencia operativa; incluyendo inversiones en dos proyectos en México, el primero, en la construcción de la nueva planta de fundición de alta presión y el segundo, en la construcción de una nueva planta de maquinado. Destacan que Nemak continúa desarrollando iniciativas para maximizar la utilización de sus activos, así como para reducir la inversión por unidad de capacidad instalada, para el cierre del 2015, la inversión en activo fijo ascendió a USD 460 millones. En términos sectoriales, durante el 4T15, la tasa de ventas anualizadas de vehículos eliminando la estacionalidad (SAAR por sus siglas en inglés) en los Estados Unidos de América fue 6.6% mayor que en el 4T14, debido principalmente a condiciones de crédito automotriz más favorables, menor desempleo y menores precios de gasolina, asimismo, tanto la producción de vehículos como la producción de los clientes de Nemak en Norteamérica aumentaron a una tasa anual del 1.9%. Por su parte en Europa, la tasa SAAR del 4T15 aumentó 3% respecto del 4T14 debido a la recuperación de Europa Occidental, compensando la caída en ventas en Rusia; así, la producción de vehículos en Europa aumentó 2.3% respecto del 4T14 debido a la recuperación de Europa Occidental comentada, por otra parte, la producción de clientes de Nemak en Europa aumentó a una tasa anual del3.6%, debido a una mayor participación de mercado de varios clientes de Nemak.

Valuación

La metodología de valuación que determinamos, se basa en la proyección y descuento de flujos libres de efectivo (DCF, por sus siglas en inglés) a su costo promedio ponderado de capital (asumiendo un WACC del 9.5%, crecimiento residual del 2.5%). Nuestros estimados incluyen un crecimiento con un CAGR en uafida del 7% proveniente de la operación; de esta forma, nuestra valuación fundamental arroja un valor intrínseco 2016e en MXN 27.00. Los múltiplos implícitos con nuestro V.I. 12 meses se ubican en 7.7x y 8.5x VE/UAFIDA 2016e y 2017e, que si bien reflejarían niveles superiores al promedio de la industria, tienen justificación debido al potencial de crecimiento de la empresa, adecuados niveles de rentabilidad y una sólida posición financiera.Asimismo, el promedio de sus peers (comparativos) internacionales se ubica en niveles de múltiplos en 7.1x VE/UAFIDA y 14.9x P/U que son los niveles que consideramos para nuestra valuación por múltiplos. De esta forma el rendimiento potencial eventualmente considerando el precio actual en MXN 23.01 (con un V.I. 12 meses en MXN 27.0) sería superior al que estaríamos esperando para el promedio del mercado en el 2016 (+17.3 vs +5.8% IPC en 47,300 en 2016), por lo que en esos niveles tenemos una opinión de inversión en COMPRA bajo un horizonte patrimonial.

Valuación comparativa de empresas de la industria de autopartes automotrices

COMPARATIVOS SECTOR AUTOMOTRIZ A NIVEL INTERNACIONAL

Nombre	Valor de Mercado (en USD)	Valor de la empresa (en USD)	VE/EBITDA 12M	VE/EBITDA Año Actual	P/EBITDA	P/E	P/E Estimado Año Actual	Rend. Dividendo Año Actual	P/VL	Margen Operativo	Precio a Ventas	Margen de la Uafida	Precio a Uafida	Deuda Neta a uafida	Retorno de Capital (ROE)	Retorno de Activos (ROA)	Rendimiento Esperado (Precio Objetivo)
MÉXICO																	
TENEDORA NEMAK SA DE CV	4,147	5,361	7.78x	6.75x	3.75x	10.04x	13.86x	-	2.60x	10.45	0.63	16.94	3.75	1.74	18.61	7.02	16%
GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO	655	644	8.09x	6.59x	8.23x	17.78x	14.00x	-	1.16x	8.24	1.02	12.35	8.23	(0.17)	6.79	4.41	21%
RASSINI SAB DE CV	657	757	6.56x		8.84x	20.15x		-	4.69x	11.23	1.38	15.62	8.84	0.78	26.13	7.83	
PROMEDIO MÉXICO	**1,312.01**	**700.56**	**7.32x**	**6.59x**	**8.54x**	**18.97x**	**14.00x**		**2.92x**	**9.73**	**1.20**	**13.99**	**8.54**	**0.31**	**16.46**	**6.12**	
CANADA																	
MAGNA INTL	16,822.69	16,692.69	5.16x	4.70x	5.23x	9.29x	8.16x	2.10	1.88x	7.24	0.52	9.97	5.23	(0.09)	**22.84**	**10.66**	**26%**
LINAMAR CORP	3,075.67	3,226.82	4.90x	4.15x	4.67x	9.36x	8.28x	0.64	1.80x	11.56	0.79	16.87	4.67	0.24	22.23	12.94	30%
AUTOMODULAR CORP					8.69x	#N/A N/A		0.00	0.92x	21.88	#N/A N/A	21.82	8.69	(6.27)	10.02	7.95	
PROMEDIO CANADA	19,898.36	9,959.76	5.03x	4.42x	6.19x	9.33x	8.22x	0.92	1.53x	13.56	0.65	16.22	6.19	(2.04)	18.36	10.52	
E.U.A.																	
AMER AXLE & MFG	1,115.14	2,211.64	4.0x	3.8x	1.99x	5.0x	4.9x	0.00	3.7x	9.17	0.28	14.26	1.99	1.97	111.59	7.31	35%
AMERIGON INC					9.30x	15.9x	4.4x	0.00	3.7x	14.17	1.65	17.79	9.30	(0.31)	28.12	15.88	
COOPER TIRE & RU	1,991.75	1,834.40	3.9x	3.8x	4.29x	9.7x	9.3x	1.17	2.0x	11.92	0.69	16.01	4.29	(0.41)	23.34	8.64	21%
DREW INDS INC	1,522.91	1,560.61	9.9x	8.2x	9.61x	19.8x	16.7x	6.40	3.5x	8.29	1.08	11.25	9.61	0.24	17.84	12.74	11%
FEDERAL MOGUL	1,529.82	4,529.82	13.1x	6.6x	4.27x		8.6x	0.00	2.0x	0.08	0.20	4.65	4.27	8.31	(13.96)	(1.54)	-23%
FUEL SYSTEMS SOL	105.13	43.97		5.1x				0.00	0.7x	(14.23)	0.41	(10.13)			(24.13)	(17.06)	55%
GENTEX CORP	4,441.65	4,118.67	7.6x	6.9x	8.36x	14.2x	13.0x	2.18	2.6x	29.72	2.92	34.94	8.36	(0.60)	19.34	15.27	8%
GENUINE PARTS CO	14,637.58	15,063.62	11.9x	11.2x	11.73x	21.1x	20.6x	2.51	4.7x	7.36	0.97	8.28	11.73	0.33	21.89	8.61	-4%
GOODYEAR TIRE	8,580.92	13,082.92	5.8x	5.0x	3.85x	10.7x	8.3x	0.78	2.2x	9.43	0.53	13.68	3.85	1.90	8.15	1.78	4%
JOHNSON CONTROLS	24,795.00	32,682.00	11.4x	8.2x	8.68x	11.2x	10.2x	2.80	2.4x	5.55	0.68	7.87	8.68	2.35	14.12	4.81	17%
LKQ CORP	9,301.61	10,798.91	13.0x	11.3x	11.11x	21.6x	18.2x	0.00	3.0x	9.80	1.29	11.58	11.11	1.80	14.51	7.61	20%
MODINE MFG CO	499.09	575.19	12.0x	6.2x	10.23x	19.7x	14.5x	0.00	1.4x	3.52	0.36	3.51	10.23	1.50	(3.24)	(1.31)	25%
STANDARD MOTOR	755.30	784.00	8.4x	7.2x	8.15x	15.8x	12.8x	1.80	1.9x	7.80	0.78	9.62	8.15	0.31	12.01	6.79	20%
SUPERIOR INDS	553.22	500.24	7.1x	5.8x	8.22x	20.4x	15.8x	3.28	1.4x	4.99	0.80	9.73	8.22	(0.75)	5.61	4.28	16%
TENNECO INC	2,860.76	3,868.76	5.4x	4.7x	4.11x	10.2x	9.1x	0.00	6.6x	6.33	0.36	8.81	4.11	1.28	53.12	6.20	16%
TITAN INTL INC	282.74	670.97		14.0x				0.38	0.8x	(1.74)	0.20	3.25			(20.52)	(5.46)	41%
WABCO HOLDINGS	5,907.75	5,902.05	16.1x	11.8x	16.35x	18.5x	18.8x	0.00	7.5x	10.31	2.29	13.99	16.35	(0.15)	33.80	10.96	6%
AMETEK INC	11,469.85	13,030.97	12.3x	11.8x	11.11x	19.2x	19.0x	0.74	3.5x	22.84	2.95	26.60	11.11	1.48	18.20	9.03	13%
UNITED TECH CORP	82,786.06	97,744.06	10.7x	9.1x	9.26x	15.2x	15.2x	2.59	3.0x	13.00	1.47	15.91	9.26	1.42	25.98	8.52	8%
GENERAL ELECTRIC	289,046.12	418,728.12	35.0x	23.2x	35.43x	26.3x	20.7x	2.96	3.0x	6.18	2.48	7.01	35.43	14.19	(5.43)	(1.07)	8%
BORGWARNER INC	8,060.69	10,126.89	8.0x	6.8x	6.59x	13.0x	11.4x	1.41	2.3x	11.71	1.03	15.70	6.59	1.58	17.01	7.59	8%
DANA HOLDING	1,998.92	2,723.92	4.7x	4.2x	3.72x	9.5x	7.9x	1.71	2.8x	6.68	0.35	9.52	3.72	1.08	17.59	3.44	3%
VISTEON CORP	3,057.89	808.89	2.5x	2.5x	9.14x	23.7x	22.4x	0.00	3.0x	4.59	0.75	8.28	9.14	(6.48)	237.67	45.66	11%
MERITOR INC	671.09	1,624.09	8.5x	4.9x	3.67x	4.8x	4.5x	0.00		3.65	0.20	5.59	3.67	4.83		2.78	15%
ICAHN ENTERPRISE	8,380.60	8,348.60		4.14x			13.28x	9.41x	2.10x	(7.83)	0.53	(2.08)			(24.81)	(3.31)	-4%
SPARTAN MOTORS	137.06	108.89	#N/A N/A	10.37x	#N/A N/A		53.33x	3.75x	0.92x	(2.27)	0.25	(0.92)	#N/A N/A	#N/A N/A	(10.68)	(7.23)	-13%
STRATTEC SEC	214.49	219.27	6.51x		6.21x	15.83x	13.59x	0.85x	1.48x	7.56	0.54	8.71	6.21	(0.24)	8.56	5.20	46%
SUPREME INDS-A	150.75	138.94	6.16x		6.61x	11.86x	10.40x	4.31x	1.68x	6.93	0.54	8.11	6.61	(0.52)	15.18	11.12	23%
BOWLES FLUIDICS										6.55		9.65			6.73	5.35	
ALLISON TRANSMIS	4,511.22	6,636.82	10.8x	10.9x	7.60x	17.9x	12.0x	2.28	3.8x	21.60	2.34	30.93	7.60	3.46	14.10	4.02	9%
HAYES LEMMERZ IN										(13.25)		(13.58)				(29.01)	
HASTINGS MFG CO										3.37		3.17			(9.60)	(1.08)	
OLDCO M MACHININ										7.32		12.12			14.41	5.34	
TOWER AUTOMOTIVE										0.76		8.20				(8.20)	
AIRGAS INC	10,259.86	12,915.11	13.7x	13.2x	11.14x	29.5x	28.8x	1.66	5.2x	12.09	1.97	17.71			17.13	5.72	1%
PROMEDIO E.U.A.	499,624.96	23,151.12	10.1x	8.2x	8.8x	16.3x	14.9x	1.77	2.9x	6.68	1.03	9.99	8.78	2.29	20.11	4.27	
EUROPA																	
EATON CORP PLC	28,485.17	36,534.17	11.2x	11.0x	8.86x	13.4x	14.7x	3.54	1.9x	11.23	1.39	15.67	8.86	2.45	12.78	6.13	-4%
INGERSOLL-RAND	15,631.77	19,196.47	10.5x	9.9x	8.88x	16.8x	15.6x	1.91	2.7x	10.96	1.22	13.70	8.88	1.92	11.26	3.91	3%
AUTOLIV INC	9,996.71	10,214.71	9.8x	8.1x	9.55x	17.5x	16.8x	1.96	2.9x	7.94	1.09	11.42	9.55	0.20	13.27	6.10	-7%
PROMEDIO EUROPA	54,113.65	21,981.78	10.5x	9.7x	9.1x	15.9x	15.7x	2.47	2.5x	10.04	1.23	13.59	9.10	1.52	12.44	5.38	-2.7%
ASIA																	
CHINA AUTOMOTIVE	131.70	81.76	1.7x	1.8x	2.78x	5.0x	4.9x	0.00	0.4x	9.52	0.29	10.31	2.78	(1.22)	10.88	4.88	
ZHONGCHAI MACHIN										12.17		20.42			28.16	13.10	
CHINA VEHICLE CO	225.95	320.30	30.7x		15.26x			0.00	2.7x	7.97	0.98	6.95	15.26	8.72	(5.19)	(1.49)	
PROMEDIO ASIA	357.64	201.03	16.2x	1.8x	9.0x	5.0x		0.00	1.6x	9.89	0.63	12.56	9.02	2.88	11.28	5.50	
PROMEDIO TOTAL	**573,994.61**	**13,823.42**	**10.5x**	**7.4x**	**8.0x**	**13.9x**	**10.9x**	**1.29**	**2.1x**	**10.04**	**0.89**	**13.09**	**8.27x**	**1.16**	**15.55**	**6.42**	

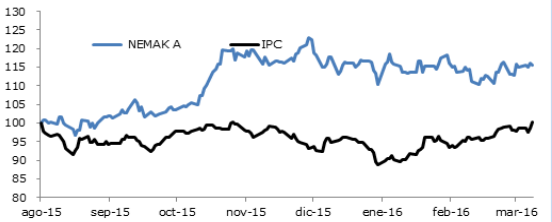
▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de Bloomberg y Thomson Reuters*

Resumen financiero trimestral al 4T15

Cifras en Millones de MXN

NEMAK 4T15 (Millones de pesos nominales)

RESULTADOS INTEGRALES	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	15-4/14-4	2014	2015	Ult.12m	14-4 acum.	15-4 acum.	15-4/14-4
Ingresos netos	**14,952**	**17,437**	**17,885**	**17,973**	**17,532**	***17.3%***	**61,490**	**70,891**	**70,891**	**61,490**	**70,891**	***15.3%***
Costo de ventas	12,888	14,549	14,809	14,795	14,989	*16.3%*	52,456	59,143	59,143	52,456	59,143	*12.7%*
Margen bruto	*13.8%*	*16.6%*	*17.2%*	*17.7%*	*14.5%*		*14.7%*	*16.6%*	*16.6%*	*14.7%*	*16.6%*	
Gastos generales	922	1,036	1,100	1,156	1,101	*19.4%*	3,587	4,393	4,393	3,587	4,393	*22.5%*
Otros ingresos y gastos netos	0	-2	38	-28	17	*4744.9%*	61	43	43	61	43	*-29.9%*
Utilidad de operación	**1,143**	**1,849**	**2,014**	**1,994**	**1,459**	***27.7%***	**5,508**	**7,398**	**7,398**	**5,508**	**7,398**	***34.3%***
Margen operativo	*7.6%*	*10.6%*	*11.3%*	*11.1%*	*8.3%*		*9.0%*	*10.4%*	*10.4%*	*9.0%*	*10.4%*	
UAFIDA o EBITDA (1)	**2,361**	**2,947**	**3,124**	**3,176**	**2,755**	***16.7%***	**9,479**	**12,007**	**12,007**	**9,479**	**12,007**	***26.7%***
Margen UAFIDA	*15.8%*	*16.9%*	*17.5%*	*17.7%*	*15.7%*		*15.4%*	*16.9%*	*16.9%*	*15.4%*	*16.9%*	
Ingresos (gastos) financieros netos	-146	-397	-267	-515	-114	*-22.1%*	-699	-1,293	-1,293	-699	-1,293	*84.8%*
Intereses pagados	253	263	285	271	302	*19.2%*	952	1,120	1,120	952	1,120	*17.7%*
Tasa efectiva de interés (12m)	*4.8%*	*4.9%*	*4.8%*	*4.8%*	*5.0%*		*4.8%*	*5.0%*	*5.0%*	*4.8%*	*5.0%*	
Intereses ganados	6	7	7	15	9	*35.7%*	19	38	38	19	38	*98.3%*
Util. o pérd. en cambios neta	-428	117	-160	-146	-262	*-38.7%*	-571	-452	-452	-571	-452	*-20.9%*
Util. o pérd. por derivados neta	318	19	144	401	53	*-83.4%*	306	617	617	306	617	*101.9%*
Variación de valor instr. fin. netos	0	0	0	0	0	*N.S.*	0	0	0	0	0	*N.S.*
Otros ingresos (gastos) financieros	9	5	6	4	30	*245.8%*	33	45	45	33	45	*38.7%*
Participación en asociadas	19	-4	22	12	18	*-8.0%*	39	48	48	39	48	*22.7%*
Utilidad antes de impuestos	**1,016**	**1,448**	**1,769**	**1,491**	**1,364**	***34.2%***	**4,848**	**6,153**	**6,153**	**4,848**	**6,153**	***26.9%***
Impuestos a la utilidad	211	424	589	159	355	*68.6%*	1,453	1,552	1,552	1,453	1,552	*6.8%*
Tasa efectiva de imptos (12m)	*30.0%*	*29.4%*	*28.4%*	*24.2%*	*25.2%*		*30.0%*	*25.2%*	*25.2%*	*30.0%*	*25.2%*	
Utilidad neta	**805**	**1,023**	**1,179**	**1,332**	**1,009**	***25.3%***	**3,389**	**4,599**	**4,599**	**3,389**	**4,599**	***35.7%***
Margen neto	5.4%	5.9%	6.6%	7.4%	5.8%		5.5%	6.5%	6.5%		6.5%	
Participación no controladora	1	1	1	0	0	*N.S.*	5	2	2	5	2	*-56.9%*
Operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	*N.S.*	0	0	0	0	0	*N.S.*
POSICION FINANCIERA												
Activos totales	**59,091**	**61,440**	**65,272**	**72,166**	**72,018**	***21.9%***						
Activos circulantes	16,998	19,338	20,946	23,793	22,780	*34.0%*						
Efectivo y equivalentes de efectivo	976	996	1,724	1,721	1,793	*83.7%*						
Propiedades, planta y equipo	32,535	32,575	34,271	37,458	38,263	*17.6%*						
Activos intangibles	6,911	7,091	7,236	7,979	8,032	*16.2%*						
Pasivos totales	**37,593**	**39,875**	**53,323**	**46,037**	**44,079**	***17.3%***						
Pasivos circulantes	19,000	21,283	34,525	25,529	18,771	*-1.2%*						
Deuda corto plazo	4,616	5,397	6,798	6,874	729	*-84.2%*						
Pasivos no circulantes	18,593	18,592	18,797	20,508	25,308	*36.1%*						
Deuda largo plazo	15,087	14,896	14,709	15,300	21,758	*44.2%*						
Deuda total	**19,703**	**20,293**	**21,507**	**22,174**	**22,487**	***14.1%***						
Pasivos en moneda extranjera	17,753	18,547	19,911	21,182	23,271	*31.1%*						
Capital contable	**21,498**	**21,566**	**11,950**	**26,129**	**27,939**	***30.0%***						
Participación controladora	21,481	21,548	11,950	26,129	27,939	*30.1%*						
Participación no controladora	17	17	0	0	0	*N.S.*						
OTROS												
Amortización y depreciación oper.	1,033	1,017	1,115	1,182	1,295	*25.3%*	3,784	4,609	4,609	3,784	4,609	*21.8%*
Deuda neta	18,727	19,297	19,784	20,453	20,694	*10.5%*	18,727	20,694	20,694	18,727	20,694	*10.5%*
Valor de mercado					70,950	*N.S.*			70,950		70,950	*N.S.*
Valor de la empresa					91,644	*N.S.*			91,644		91,644	*N.S.*
RAZONES												
ROE (Rend. s/capital)	16.6%	16.7%	20.5%	21.7%	21.0%		16.6%	21.0%	21.0%	16.6%	21.0%	
ROA (Rend. s/ activos)	6.1%	6.1%	6.4%	6.8%	6.8%		6.1%	6.8%	6.8%	6.1%	6.8%	
Deuda Neta / UAFIDA (veces)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7		2.0	1.7	1.7	2.0	1.7	
Cobertura de intereses	9.6	11.5	11.3	12.4	9.4		10.2	11.1	11.1	10.2	11.1	
Deuda CP/Deuda Tot.	23.4%	26.6%	31.6%	31.0%	3.2%		23.4%	3.2%	3.2%	23.4%	3.2%	
Liquidez (veces)	0.9	0.9	0.6	0.9	1.2		0.9	1.2	1.2	0.9	1.2	
Pas. mon. ext./pasivo total %	47.2%	46.5%	37.3%	46.0%	52.8%		47.2%	52.8%	52.8%	47.2%	52.8%	
Apalancamiento neto (2)	87.2%	89.6%	165.6%	78.3%	74.1%		87.2%	74.1%	74.1%	87.2%	74.1%	
MULTIPLOS 12M												
Valor en libros por acción	24.680	24.758	3.952	8.481	9.069							
UPA	3.894	4.010	1.278	1.427	1.493							
FLEA (3) Flujo libre de efect. x acc.	5.574	4.819	1.993	2.130	2.139							
VE/UAFIDA					**7.6**							
P/U					**15.4**							
P/VL					**2.5**							
P/FLE					**10.8**							



Los datos 12 meses son calculados por diferencias de acumulados, por lo que pueden diferir de los reportados por la empresa.

Fecha	10-feb-16
Precio P$ / serie	23.03 / A
Flotante	18.0%
Acciones en Circulación (millones)	3,081

N.S. No significativo N.D. No disponible G.I. Genera intereses

El múltiplo considera precio de cierre de cada trimestre, excepto el último conocido, calculado con el precio de la fecha del reporte.
(1) La UAFIDA es equivalente a la utilidad de operación mas la depreciación y la amortización y puede incluir otros conceptos a criterio de la emisora.
(2) Deuda neta entre capital contable
(3) FLEA=NOPLAT + Inversiones en capital de trabjo + Inversiones en capital y adquisiciones

▲ *Fuente: VectorAnálisis con información de la BMV*

VectorAnálisis

Nemak - Resumen información financiera histórica y estimada

Cifras en Millones de MXN

Resultados integrales	2014	2015	2016 E	2017 E
Ingresos netos	61,490	70,827	81,095	83,493
Costo de ventas	52,456	59,143	70,390	72,472
Gastos generales	3,587	4,393	3,276	3,378
Utilidad de operación	5,447	7,292	7,429	7,644
UAFIDA	9,479	12,006	13,948	14,432
Otros ingresos y (gastos) neto	4	(3)	3	3
Ingresos (gastos financieros)	(699)	(1,293)	(717)	(674)
Part. en result. de asociadas	39	48	76	78
Utilidad antes de impuestos	4,791	6,044	6,790	7,050
Impuestos a la utilidad	1,453	1,527	1,771	1,839
Operaciones discontinuadas	-	-	-	-
Participación no controladora en ut.(pérd.)neta	4	2	-	-
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	3,333	4,514	5,019	5,211
Crecimientos en:				
Ingresos netos	9.2%	15.2%	14.5%	3.0%
Utilidad de operación	24.8%	33.9%	1.9%	2.9%
UAFIDA	21.2%	26.7%	16.2%	3.5%
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	27.5%	35.4%	11.2%	3.8%
Márgenes:				
Operativo	8.9%	10.3%	9.2%	9.2%
UAFIDA	15.4%	17.0%	17.2%	17.3%
Neto	5.4%	6.4%	6.2%	6.2%
Acciones (mill.)	870	3,081	3,081	3,081
Valor en Libros	24.70	9.07	11.00	12.39
Utilidad por acción	3.83	1.47	1.63	1.69
UAFIDA por acción	10.89	3.90	4.53	4.68

Posición financiera	2014	2015	2016 E	2017 E
Activos Totales	59,091	72,018	85,961	87,170
Activos circulantes	16,998	22,780	28,987	26,684
Efvo. y equivalentes de efvo.	976	1,793	1,282	1,082
Clientes (neto)	5,130	6,972	9,461	7,422
Inventarios	8,472	9,667	12,710	13,086
Otros activos circulantes	2,421	4,349	5,534	5,094
Activo no circulantes	42,093	49,238	56,974	60,487
Inversiones	288	374	433	459
Prop., Planta y Equipo (neto)	32,535	38,263	40,999	43,735
Activos intangibles (neto)	6,911	8,032	12,568	13,135
Otros activos no circulantes	2,360	2,570	2,974	3,157
Pasivos Totales	37,593	44,079	52,066	49,004
Pasivos circulantes	19,000	18,771	28,008	27,799
Deuda a corto plazo	4,616	729	783	784
Proveedores	8,798	11,992	13,917	13,806
Otros pasivos circulantes	5,586	6,050	13,309	13,209
Pasivos no circulantes	18,593	25,308	24,057	21,205
Deuda a largo plazo	15,087	21,758	20,401	17,439
Otros pasivos no circulantes	3,506	3,550	3,656	3,766
Deuda total	19,703	22,487	21,184	18,223
Deuda neta	18,727	20,694	19,902	17,141
Capital Contable	21,498	27,939	33,895	38,166
Participación controladora	21,481	27,939	33,895	38,166
Participación no controladora	17	-	-	-

Flujo de Efectivo				
UAFIDA	9,479	12,006	13,948	14,432
Intereses netos	(932)	(1,082)	(1,240)	(1,209)
Impuestos	(1,453)	(1,527)	(1,771)	(1,839)
Inversión en capital de trabajo	(2,596)	158	(3,609)	1,553
Inversión en activos fijos e intangibles	(5,068)	(10,310)	(7,000)	(3,500)
Dividendos pagados	(836)	(1,253)	(1,303)	(1,356)
Variaciones en deuda	2,993	2,784	(1,303)	(2,961)
Otros	(1,217)	41	1,767	(5,320)
Incremento (Dec.) en Efectivo	370	817	(510)	(200)
Efectivo y equivalentes al principio del período	606	976	1,793	1,282
Efectivo y equivalentes al final del período	976	1,793	1,282	1,082

Indicadores operativos y razones financieras				
Liquidez	0.9x	1.2x	1.0x	1.0x
Prueba del ácido	0.4x	0.7x	0.6x	0.5x
Apalancamiento (PT/CC)	1.7x	1.6x	1.5x	1.3x
Deuda total/UAFIDA	2.1x	1.9x	1.5x	1.3x
Deuda neta/UAFIDA	2.0x	1.7x	1.4x	1.2x
Cobertura de intereses		11.1x	11.2x	11.9x
Días inventario	58	59	65	65
Días de cobranza	30	35	42	32
Días de proveedores	60	73	71	69
Ciclo operativo (días)	28	21	36	28
ROA	5.6%	6.3%	5.8%	6.0%
ROE	15.5%	16.2%	14.8%	13.7%
ROIC	8.6%	10.7%	8.9%	8.9%

Fuente: VectorAnálisis con información financiera de la BMV y Estimada

Revelación de los análisis

Disclosure

Certificación de los Analistas

Los Analistas que elaboran las recomendaciones respecto de los valores referidos, son: Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153), Gaspar Quijano Paredes (gquijano@vector.com.mx, ext. 3687), Rafael Escobar y Cárdenas (rescobar@vector.com.mx, ext. 3734), Marco Montañez Torres (mmontane@vector.com.mx, ext. 3706), Gerardo Cevallos Orvañanos (gcevallo@vector.com.mx, ext. 3686), Héctor Manuel Maya López (hmaya@vector.com.mx, ext. 3284), Jorge Herrera Delgadillo (Análisis Técnico, jherrera@vector.com.mx, ext. 3777), los cuáles hacen constar que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de su opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido y están basados en información pública donde se distingue la información financiera histórica de la estimada o proyectada por el área de análisis, así como sus principales supuestos. Asimismo manifiestan que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar su opinión en algún sentido específico en este documento. El listado de las emisoras objeto de las recomendaciones respecto de los valores referidos por cada uno de los Analistas es presentado en la última página o contraportada del Semanario Financiero, o en la primera página del reporte de análisis que se trate, así como el nombre e información del Analista en el pie de página de la recomendación de la emisora.

Los señores Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153) y/o Rodolfo Navarrete Vargas (rnavarre@vector.com.mx, ext. 3646) indistintamente son las personas encargadas de la revisión y aprobación de los reportes de análisis.

Declaraciones relevantes

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener inversiones en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser objeto del presente reporte. 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 privilegiada en su beneficio y evitar conflictos de interés.

Remuneración de Analistas

La remuneración de los Analistas se basa en el desempeño de sus actividades de manera correcta, adecuada y objetiva y dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y sus filiales y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en financiamiento corporativo, banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses

Vector Casa de Bolsa y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a financiamiento corporativo, colocaciones, banca de inversión y servicios de corretaje, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Vector Casa de Bolsa o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

Vector Casa de Bolsa, en el transcurso de los últimos doce meses, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de financiamiento corporativo, banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: AB&C Leasing, Alsea, Aeromex, Cemex, Chdraui, Consubanco, Cultiba, Finn, Fibramq, Funo, Gfamsa, Gfnorte, Gfinter, Gicsa, Interjet, Medica, Mexchem, Nafin, Pinfra, Sanmex, Sare.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses

Vector Casa de Bolsa o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta financiamiento corporativo, banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones

Vector Casa de Bolsa o sus filiales no mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos, a excepción de las siguientes emisoras en las que se mantiene o supera dicho porcentaje: RLH, Gfamsa, IASASA, Pasa, EDZ, Urbi, DATPCK, CMR,ACWI, Pochtec, Q, AXTEL, FMTY, Sare, Autlan, ICA, Savia, Cemex, Soriana, EDC, Ahmsa, Accelsa, Teak, VEA, Danhos.

Algunos miembros del Consejo (propietarios y/o suplentes), directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Vector Casa de Bolsa o sus filiales, fungen con alguno de dichos caracteres en las emisoras que pueden ser objeto de análisis de las siguientes emisoras: Bolsa, Gfamsa.

Guía para las recomendaciones de inversión

La Recomendación de Inversión está relacionada con el Rendimiento Total estimado del valor para el cierre de año, o cuando se indique para los próximos doce meses. El rendimiento total requerido para una recomendación depende de su relación con el rendimiento esperado para el Benchmark (IPC), sin embargo, este criterio puede ser modificado por el analista de acuerdo a su evaluación o percepción del riesgo específico de la inversión.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, invitamos 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, perfil de riesgo y posición financiera.

Opinión de Inversión	Criterios de calificación
COMPRA	Rendimiento esperado del precio de la acción superior al esperado para el Benchmark (IPC).
MANTENER	Rendimiento esperado del precio de la acción similar al esperado para el Benchmark (IPC) y mayor al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.
VENTA	Rendimiento esperado del precio de la acción inferior del esperado para el Benchmark (IPC), o inferior o similar al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.

NEMAK Historia de recomendaciones

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
2016/03/10	Compra	27.0
2016/01/28	Compra	26.0
2015/11/06	En Revision	0.0
2015/07/22	Compra	24.0

Determinación del valor intrínseco 12 meses

Para el cálculo del valor intrínseco 12 meses (VI 12 M) estimados para los valores, los analistas utilizan 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 o valores intrínsecos calculados para los valores por los analistas de Vector Casa de Bolsa, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.Determinación del valor intrínseco 12 meses

Para el cálculo del valor intrínseco 12 meses (VI 12 M) estimados para los valores, los analistas utilizan 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 o valores intrínsecos calculados para los valores por los analistas de Vector Casa de Bolsa, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.Determinación del valor intrínseco 12 meses Para el cálculo del valor intrínseco 12 meses (VI 12 M) estimados para los valores, los analistas utilizan 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 o valores intrínsecos calculados para los valores por los analistas de Vector Casa de Bolsa, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

Vector Casa de Bolsa	Compra	Mantener	Venta	En Revisión	No Calificada
Distribución de las calificaciones de Análisis	67%	16%	2%	14%	-
Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión	66%	16%	2%	14%	2%

Datos al 30 dic, 2015