Comentario de empresa

LALA: Dilución, aumento de deuda y mayor costo de capital nos llevan a degradar a VENTA

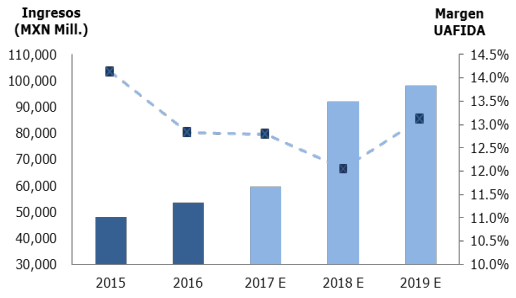
LALA B

VENTA	VI: 12M	$32.00
Precio (MXN) (serie B)		32.24
Máx/mín (18M)		47.22 / 26.34
Rendimiento esperado		-0.7%
Valor de mercado (MXN M)		79,824
Valor de la empresa (MXN M)		78,011
Acciones en circulación (M)		2,476
Flotante		21%
Importe prom. 60 días (MXN M)		74

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 24 de Agosto de 2017

▲ *Fuente: BMV, la empresa y estimados VectorAnálisis.*

Proyección de ingresos y rentabilidad



▲ *Fuente: Cifras actuales de reportes de la empresa; estimados de VectorAnálisis.*

- *Con base en un ejercicio preliminar con la información disponible hasta el momento sobre la adquisición de Vigor por parte de LALA, si bien consideramos que desde un punto de vista estratégico será positiva en el largo plazo, nuestro análisis refleja un deterioro importante en indicadores financieros clave al menos en los próximos dos años que inciden negativamente en la valuación de la emisora.*
- *En particular, el fuerte aumento en la deuda, FCF negativo, mayor costo de capital y la dilución por el incremento de capital, repercuten desfavorablemente en nuestros estimados de UPA para 2018e y 2019e.*

Haciendo uso de la información disponible hasta el momento referente a la eventual adquisición de las empresas Brasileñas Vigor e Itambé por parte de Grupo LALA, S.A.B. de C.V. (BMV: LALA), y asumiendo un escenario base que consideramos realista en función a la expectativas económicas en Brasil, realizamos un ejercicio para determinar la valuación de LALA post-transacción. Cabe señalar que nuestros estimados asumen que la operación de compra se concretaría hacia finales del presente año, por lo que la consolidación de los resultados de las empresas adquiridas se llevaría a cabo a principios del 2018. A continuación detallamos nuestros supuestos para el cálculo de los principales rubros financieros así como de la valuación:

Indicadores financieros:

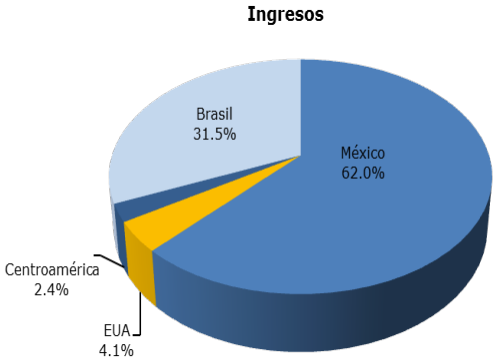
• **Ingresos:** Con base en el comportamiento de la industria y su relación con el ciclo económico, vemos que la industria de lácteos tiene un comportamiento defensivo respecto al desempeño del PIB y ligado también al crecimiento de la población, similar al de México, en donde consideramos que los crecimientos de los volúmenes de venta tienden a reflejar un múltiplo que va de un rango de 0.5x a 0.7x el desempeño del crecimiento de la economía. Para Brasil, el consenso obtenido de Bloomberg muestra una expectativa de aumento del PIB de 2.1% y 2.5% para 2018 y 2019 respectivamente. En cuanto a precios, creemos que el portafolio de productos puede registrar, al menos, aumentos en función a la inflación esperada: Para 2018 y 2019 la expectativa de inflación en Brasil se ubica en 4.2% y 4.3%. Para el largo plazo, asumimos un rango de crecimiento del PIB entre 3% y 4%, así como una inflación cercana al 4%. Como punto de partida, para 2018 tomamos como base el dato estimado por la empresa de ventas en este año por BRL 5,024 millones. Asimismo, tomamos el consenso de Bloomberg respecto a las estimaciones del tipo de cambio BRL/USD para la conversión a MXN.

• **Rentabilidad:** Estimamos que Brasil alcance en los próximos tres primeros años expansiones de margen uafida de entre 100 p.b. y 130 p.b. resultado de eficiencias en los rubros de abastecimiento, reconfiguración de manufactura y de logística, actividades administrativas y de carácter comercial, de manera similar a lo observado en México posterior a la oferta pública inicial de acciones. Sin embargo, como se podrá apreciar en las proyecciones anuales, a nivel consolidado vemos una dilución el margen uafida de alrededor de 70 p.b. respecto a nuestro

Marco Antonio Montañez
@VECTORANALISIS
mmontane@vector.com.mx x3706
Teléfono: (52) 5262-3600

Resultados operativos por país

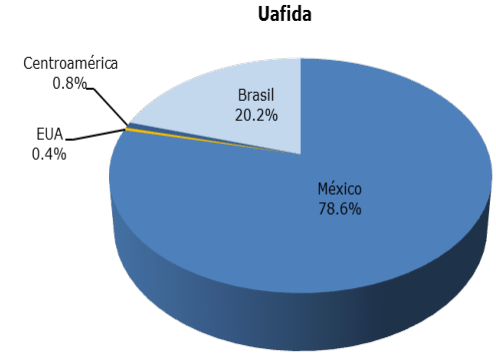
2018e



Fuente: Estimados VectorAnálisis.

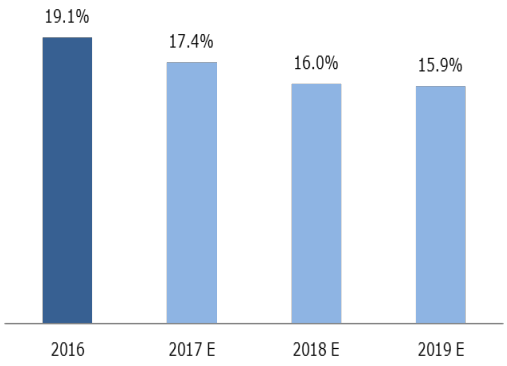
Resultados operativos por país

2018e



Fuente: Estimados VectorAnálisis.

Evolución de la Rentabilidad sobre el Capital



Fuente: Estimados VectorAnálisis.

estimado de 2017, debido a que la rentabilidad de Brasil se ubicaría en 7.7% el próximo año en comparación con el 6.5% de 2017, aunque por debajo del margen de 15.3% que estimamos para las operaciones de México. Como se podrá ver en las gráficas, el territorio de Brasil representará en 2018 a cifras consolidadas poco más del 31% de los ingresos y del 20% de la uafida. Otro factor que habrá que tener en cuenta es que al igual que México, Brasil es deficitario en su producción de leche fresca para hacer frente a la demanda para la elaboración de productos lácteos, por lo que las importaciones de leche en polvo son requeridas por la industria y dependiendo del contexto externo esta situación puede repercutir de manera importante en los márgenes de rentabilidad. En cuanto a la utilidad neta, también vemos un deterioro a nivel consolidado en donde adicionalmente a un menor margen operativo proveniente de la operación de Brasil, se refleja el efecto del fuerte aumento de los intereses pagados por el aumento de la deuda producto de la consolidación de las operaciones de Brasil y del financiamiento de la transacción. La dilución del margen consolidado por la incorporación de la operación de Brasil con menor rentabilidad, aunado a las fuertes inversiones de capital que esperamos en los primeros años, tendrán un efecto negativo en la ROIC, la cual observa un comportamiento decreciente de 2017 a 2019.

• **Capital de trabajo:** De acuerdo a las últimas cifras públicas de Vigor Alimentos que datan del 2015, calculamos que los días de cobranza fueron de 39.9 días, los días inventario de 33.1 días y los días de proveedores (cuentas por pagar) de 44.9 días, que resulta en un ciclo de conversión de efectivo de 28.0 días. Al cierre del 2T17, calculamos un ciclo de 23.9 días para la empresa, por lo que incluyendo las operaciones de Brasil tendría un estimado de 24.7 días, por lo que de manera preliminar no vemos un efecto significativo en este rubro.

• **Inversiones de capital (Capex):** Con base en las cifras más recientes públicas de Vigor, vemos que las inversiones de capital (Capex) equivalían al 4.1% de los ingresos. Pre-transacción de Vigor, el ratio Capex/ventas de LALA ha promediado históricamente un 5.7%. Debido a que anticipamos requerimientos importantes de inversiones para la generación de eficiencias en la operación en Brasil, en particular hacia actividades de reconversión de manufactura y de carácter logístico (principalmente para fortalecer la distribución), asumimos que el ratio para Brasil será de 5%, que junto con un 6% estimado para México, resultan en un nivel ponderado de 5.8%. De esta manera, las inversiones crecerían 48.5% en 2018 respecto al estimado de MXN 3,600 millones para este año.

• **Deuda:** No hay información financiera reciente pública por parte de Vigor Alimentos, pero de acuerdo a las cifras obtenidas de Bloomberg, al cierre del 2015 la empresa reportó una deuda de USD 333 millones, mostrando una gradual reducción desde el 2013. Para efectos de nuestro ejercicio, asumimos que la deuda que consolidará LALA a partir de enero de 2018 proveniente de Vigor será de USD 300 millones. Si asumimos que el monto de la transacción fue de aproximadamente USD 1,837 millones, y USD 550 serán financiados con aumentos de capital, tenemos que alrededor de USD 987 millones provendrán de deuda de largo plazo. De acuerdo al origen de la generación del flujo operativo, alineamos los requerimientos de la deuda: 80% estaría denominada en MXN y el resto en BRL. En cuanto al costo financiero, y tomando como referencia algunos diferenciales de mercado en deuda bancaria y bonos de largo plazo de empresas de consumo similares, asumimos una tasa de 8.4% (TIIE 28 d + 100 p.b.) para la deuda denominada en MXN y de 12.1% (Bono 10 años + 200 p.b.) para la deuda contratada en Brasil. Nuestro ejercicio muestra que el ratio deuda neta/uafida al cierre de 2018e pasaría de -0.4x pre-transacción a 2.3x post-transacción. De hecho, con base en nuestros estimados de flujo de efectivo, prevemos niveles altos de apalancamiento hasta 2019, debido a las necesidades de inversión en Brasil. Hacia 2020, comenzaría una disminución gradual de la deuda.

• **Aumento de capital:** De acuerdo a las necesidades de financiamiento para la adquisición de Vigor, adicionalmente a la deuda, la administración de LALA planea un aumento de capital por USD 550 millones, de los cuales USD 315 millones provendrían de los accionistas actuales y el resto de una colocación subsecuente de capital. Asumiendo de manera conservadora que el precio por acción para la oferta subsecuente pudiera determinarse de acuerdo al promedio del precio de LALA B de los últimos 2 meses, y suponiendo que el precio de la acción se mantendría relativamente estable sobre los niveles actuales, el precio promedio podría ubicarse en MXN 31.00. Tomando en cuenta lo anterior, que la oferta se realiza durante el 1T18 y utilizando nuestro pronóstico de tipo de cambio para este periodo, calculamos se tendrían que emitir 326.7 millones de acciones de LALA B. Este efecto tiene un impacto muy negativo en la dilución de las utilidades, en donde vemos una disminución de la utilidad por acción (UPA) de 21.4% y de 18.6% en 2018 y 2019 respectivamente.

• **Flujo libre de efectivo (FCF, por sus siglas en inglés):** Debido al impacto de la adquisición del negocio de Vigor e Itambé, así como al fuerte aumento en las inversiones de capital, el FCF para 2018 será negativo, aunque esperamos una recuperación para 2019 en donde estimamos un FCF yield de 4.6%. Consideramos que el pago de dividendos podrá mantenerse estable, con un payout ratio alineado con el comportamiento histórico, que registra un promedio alrededor del 40%.

Supuestos para el cálculo de la valuación:

• **Metodología de valuación:** En nuestra opinión, la valuación por flujos libres de efectivo descontados ofrece una mayor exactitud, ya que incorpora los cambios en la rentabilidad producto de la consolidación de los resultados de Brasil, el aumento en los requerimientos de inversión de capital y de capital de trabajo, y adicionalmente por el aumento del costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) el cual detallaremos en el siguiente punto. En cuanto a la valuación por múltiplos objetivo consideramos que debido al cambio de expectativas no vemos un referente útil en cuanto a sus múltiplos históricos, así como también no se incorporaría el aumento del costo de capital bajo esta metodología, situación que vemos poco justificable.

• **Supuestos para el cálculo del costo promedio ponderado del capital:** Sobre este punto, vale detallar los siguientes elementos:

1. **Cálculo de la Beta:** Debido al aumento considerable en el apalancamiento respecto al escenario pre-transacción, y con el objeto de reflejar el efecto de un mayor riesgo producto de esta situación, realizamos un ejercicio de cálculo de la Beta Apalancada (BL) a partir la Beta pre-transacción e incorporando el nuevo estimado de deuda post-transacción: BL=BU*(1+D/E). De esta forma obtenemos la nueva Beta con la estructura de capital esperada de 1.196.

2. **Riesgo soberano:** Asimismo, dada la exposición que tendrá la empresa a Brasil, cuyo riesgo soberano medido por el EMBI es mayor al de México en 24 p.b. para ubicarse en 269 p.b., realizamos un promedio ponderado en función al flujo operativo que aporta cada territorio. Cabe señalar que para efectos de EUA, consideramos un riesgo soberano nulo, aunque la participación en 2018 en cuanto a la uafida aún será muy reducida.

3. **Spread de crédito:** De acuerdo a nuestros supuestos para el cálculo del costo financiero de la deuda, determinamos un costo ponderado de 9.1%, que resulta en un spread de 230 p.b. respecto a la tasa libre de riesgo (Bono Soberano 10 años de México).

Principales supuestos para el financiamiento de la

Estructura preliminar del financiamiento de la transacción	mill. USD	mill. BRL
Deuda consolidada de Vigor (estimado)	300	935
Deuda largo plazo para financiar adquisición	987	3,075
Suscripción de capital estimada	315	982
Oferta de acciones subsecuente estimada	235	733
Monto de la transacción	**1,837**	**5,725**

Composición de la deuda para financiar adquisición	2018 E	Costo de la deuda
MXN	80.0%	8.4%
BRL	20.0%	12.1%
Total	100.0%	**9.1%**

Aumento de capital	mill. USD	mill. MXN	Emisión de nuevas acciones LALA B (mill.)
Suscripción de capital estimada:	315	5,801	187.1
Oferta de acciones subsecuente estimada:	235	4,328	139.6
Total	550	10,129	326.7

Asumiendo precio de colocación (MXN/acción):	**31.00**

▲ *Fuente: Empresa; estimados VectorAnálisis.*

Efecto de dilución por aumento en la deuda y

UPA	2018 E	2019 E
Pre-transacción	2.07	2.24
Post-transacción	1.62	1.82
Variación	-21.4%	-18.6%

▲ *Fuente: Estimados VectorAnálisis.*

4. **Crecimiento residual:** Suponemos que el crecimiento a perpetuidad del FCF sería alineado a la expectativa de la inflación de largo plazo para cada uno de los países donde opera la empresa, y ponderamos en función de su participación en la generación del flujo operativo.

Como resultado de la aplicación de los cambios anteriores, obtenemos una WACC de 11.1%, 154 p.b. mayor que nuestro estimado para la WACC pre-transacción.

En conclusión, desde nuestro punto de vista seguimos viendo positiva la potencial adquisición de Vigor Alimentos en términos estratégicos, operación que posicionaría a Grupo Lala en el segundo mercado más grande de lácteos en el continente Americano, y coadyuvaría a la diversificación de ingresos de la empresa. Sin embargo, como hemos mostrado a lo largo del documento, los resultados financieros reflejarán un deterioro al menos en los primeros años de cerrarse la transacción, y particularmente la valuación de la emisora se verá afectada por la fuerte dilución por el aumento de capital y adicionalmente por un costo de capital mayor producto del aumento en el apalancamiento y su exposición a Brasil. Cabe señalar que este ejercicio es preliminar hasta no tener mayor información por parte de la empresa, por lo que podremos re evaluar este escenario base una vez que se revele nueva información respecto a las cifras de Vigor y se haya definido la configuración financiera para cerrar la transacción.

Determinación de la Valuación Intrínseca (VI): Nuestro método de valuación se basa en la proyección de flujos libres de efectivo y su posterior descuento (DCF, por sus siglas en inglés) asumiendo una WACC=11.1%, ajustado por el riesgo soberano de México, Brasil y EUA en función a su participación en la generación de flujo operativo; y un crecimiento residual de 3.1%, resultado del promedio ponderado de las perspectivas inflacionarias de largo plazo para los territorios donde opera la empresa de acuerdo al flujo operativo. Nuestro nuevo valor intrínseco está calculado para finales de 2018, debido a que queremos incorporar al menos un año de la operación de la adquisición en Brasil. Principales riesgos en la valuación: 1) Fuerte deterioro de las condiciones económicas en los países donde opera, afectando el ingreso personal disponible del consumidor; 2) Incremento sustancial en los precios de materias primas claves; 3) Depreciación abrupta de las monedas funcionales en los países donde opera la empresa en Latinoamérica respecto al USD; 4) Presiones en los precios al consumidor derivado de estrategias agresivas de la competencia; y 5) Cambios sustanciales en la configuración financiera para el cierre de la adquisición de Vigor Alimentos.

Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital

Supuestos para el cálculo de la WACC	
Tasa libre de riesgo (M 10):	6.8%
Prima de riesgo sobre el capital:	4.0%
Beta:	1.196
Prima de riesgo ajustada por Beta:	4.8%
Prima de riesgo soberano:	2.5%
Costo capital accionario:	14.1%
Tasa libre de riesgo (M 10):	6.8%
Spread de crédito implícito:	2.3%
Prima de riesgo soberano:	2.5%
Costo de la deuda antes de impuestos:	11.6%
Tasa efectiva de impuestos:	30.0%
Costo de la deuda:	8.1%
Mezcla de deuda en estructura financiera objetivo:	50.0%
WACC:	**11.1%**
Crecimiento residual:	3.1%

▲ *Fuente: Estimados VectorAnálisis.*

Resumen de la Valuación

Cifras en MXN mill.; excepto datos por acción, rendimientos y múltiplos

DCF	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
NOPLAT	5,811	6,669	7,517	8,179	8,972	9,828	10,754	11,754	12,833	13,999	15,257
Depreciación y Amortización	2,799	3,335	3,907	4,458	5,049	5,663	6,300	6,960	7,645	8,355	9,091
Inversión en capital de trabajo	(2,628)	(451)	(509)	(385)	(458)	(486)	(516)	(548)	(581)	(617)	(655)
Inversión en capital y adquisiciones	(39,267)	(5,804)	(6,213)	(6,406)	(6,644)	(6,891)	(7,146)	(7,409)	(7,681)	(7,962)	(8,252)
Flujo Libre de Efectivo (FLE):	**(33,285)**	**3,748**	**4,703**	**5,845**	**6,919**	**8,115**	**9,392**	**10,757**	**12,216**	**13,774**	**15,440**

Valor Presente FLE Año 1-Año 10	46,917
Crecimiento residual:	3.1%
Valor del residual:	198,190
Valor Presente del residual:	69,175
Valor Presente Total:	116,092
Deuda neta:	25,576
Interés minoritario:	192
Valor de capitalización implícito:	90,324
Acciones en circulación:	2,803
Valuación Intrínseca calculada por DCF:	**32.00**

TRUE

Sensibilidad del VI calculado por DCF: Residual vs. WACC					
		Escenarios de Crecimiento Residual			
		2.1%	2.6%	**3.1%**	3.6%	4.1%
Escenarios para niveles de WACC	12.1%	25.00	26.00	27.00	28.00	29.00
	11.6%	27.00	28.00	29.00	31.00	33.00
	11.1%	29.00	31.00	**32.00**	34.00	36.00
	10.6%	32.00	34.00	36.00	38.00	40.00
	10.1%	35.00	37.00	39.00	42.00	45.00

Método de valuación	Precio	Ponderación
DCF	32.00	100%
Valuación Intrínseca (VI)	**32.00**	100%
Precio actual	32.24	
Rendimiento potencial del VI	-0.7%	
Rendimiento por dividendos	1.9%	
Rendimiento total esperado	**1.2%**	
Recomendación:	**VENTA**	

Múltiplos	20184	20194
Calculados con la Valuación Intrínseca:		
VE/UAFIDA	10.4x	9.0x
P/U	19.7x	17.6x
P/VL	5.5x	3.9x
Calculados con el precio actual:		
VE/UAFIDA	10.5x	9.0x
P/U	19.9x	17.7x
P/VL	5.5x	4.0x

▲ *Fuente: Estimados VectorAnálisis.*

Valuación comparativa de la industria

Emisora	Valor de Capitalización (USD M)	P/VL	P/Ventas	P/U			VE/UAFIDA			Margen UAFIDA % (UDM)	Deuda neta/UAFIDA (UDM)
				Actual	2017e	2018e	Actual	2017e	2018e		
Nestle SA	262,843	4.2x	2.8x	27.1x	23.4x	21.7x	16.8x	n.d.	15.0x	18.2%	1.2x
Danone SA	52,648	3.4x	1.8x	22.6x	19.5x	17.5x	16.6x	n.d.	13.0x	16.4%	4.8x
Inner Mongolia Yili Industrial	20,704	5.6x	2.3x	23.5x	23.0x	20.0x	n.d.	14.3x	13.8x	n.d.	n.d.
Almarai Co	17,275	4.8x	4.5x	30.9x	29.4x	27.6x	17.2x	n.d.	17.4x	31.1%	2.6x
Yakult Honsha Co Ltd	11,827	3.5x	3.2x	37.2x	37.4x	33.7x	20.8x	n.d.	18.2x	16.3%	-0.5x
BRF SA	11,058	3.0x	1.0x	n.d.	86.4x	20.8x	19.7x	10.1x	9.5x	7.6%	5.8x
China Mengniu Dairy Co Ltd	8,731	2.8x	1.1x	n.d.	23.2x	19.3x	58.5x	n.d.	11.2x	1.9%	-1.6x
Glanbia PLC	5,665	3.9x	1.8x	21.8x	18.0x	17.1x	16.4x	n.d.	15.8x	13.1%	2.3x
Fromageries Bel SA	4,547	2.4x	1.2x	20.5x	n.d.	n.d.	12.9x	n.d.	n.d.	11.5%	2.1x
Grupo Lala SAB de CV	**4,515**	**2.9x**	**1.4x**	**21.2x**	**19.9x**	**17.7x**	**11.3x**	**10.5x**	**9.0x**	**12.0%**	**-0.3x**
Emmi AG	3,830	2.8x	1.1x	25.4x	23.0x	21.8x	12.3x	n.d.	11.7x	10.2%	1.0x
Savencia SA	1,391	0.9x	0.3x	11.2x	10.9x	10.2x	5.4x	5.0x	4.8x	6.9%	1.2x
China Modern Dairy Holdings Lt	1,152	0.9x	1.4x	n.d.	n.d.	16.7x	n.d.	n.d.	9.3x	-2.0%	n.d.
Dairy Crest Group PLC	1,044	11.4x	1.9x	24.4x	15.5x	14.6x	16.8x	n.d.	11.1x	15.5%	4.1x
Dean Foods Co	1,002	1.6x	0.1x	10.1x	13.5x	12.8x	5.6x	4.9x	5.2x	4.3%	2.6x
Industria de productos lácteos		***4.0x***	***2.6x***	***25.0x***	***24.7x***	***21.1x***	***17.7x***	***9.0x***	***11.8x***	***11.7%***	***1.9x***

▲ *Fuente: VectorAnálisis; Bloomberg. Promedios calculados con base en la ponderación del valor de capitalización por empresa respecto al total.*

Proyecciones e indicadores financieros

Cifras en MXN mill., excepto datos por acción, razones, múltiplos y porcentajes

Resultados integrales	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingresos netos	53,468	59,572	92,152	98,245
Costo de ventas	33,173	37,260	58,994	62,592
Gastos generales	15,130	16,607	24,850	26,104
Utilidad de operación	5,165	5,705	8,309	9,550
EBITDA	6,861	7,622	11,107	12,884
Otros ingresos y (gastos) neto	84	101	113	115
Ingresos (gastos financieros)	296	(18)	(1,750)	(2,174)
Part. en result. de asociadas	(6)	1	1	1
Utilidad antes de impuestos	5,538	5,790	6,672	7,492
Impuestos a la utilidad	1,345	1,794	2,068	2,322
Operaciones discontinuadas	-	-	-	-
Participación no controladora en ut.(pérd.)neta	65	69	53	60
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	4,128	3,926	4,551	5,110
Crecimientos en:				
Ingresos netos	11.0%	11.4%	54.7%	6.6%
Utilidad de operación	-8.8%	10.5%	45.6%	14.9%
EBITDA	0.7%	11.1%	45.7%	16.0%
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	5.7%	-4.9%	15.9%	12.3%
Márgenes:				
Operativo	9.7%	9.6%	9.0%	9.7%
EBITDA	12.8%	12.8%	12.1%	13.1%
Neto	7.7%	6.6%	4.9%	5.2%
Acciones (mill.)	2,476	2,476	2,803	2,803
Valor en Libros	11.71	12.10	5.91	8.21
Utilidad por acción	1.67	1.59	1.62	1.82
EBITDA por acción	2.77	3.08	3.96	4.60

Posición financiera	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Activos Totales	37,681	40,834	58,529	67,257
Activos circulantes	13,564	16,277	21,550	24,427
Efvo. y equivalentes de efvo.	4,266	3,475	2,118	3,404
Clientes (neto)	4,082	4,450	7,551	8,050
Inventarios	3,897	4,530	6,821	7,237
Otros activos circulantes	1,318	3,822	5,060	5,735
Activo no circulantes	24,118	24,558	36,979	42,830
Inversiones	64	67	101	117
Prop., Planta y Equipo (neto)	17,858	18,435	28,987	34,302
Activos intangibles (neto)	5,661	5,123	5,211	5,307
Otros activos no circulantes	535	933	2,680	3,104
Pasivos Totales	8,694	10,873	41,961	44,237
Pasivos circulantes	8,146	9,545	20,955	22,111
Deuda a corto plazo	2,219	28	8,003	8,400
Proveedores	5,329	4,843	7,608	8,072
Otros pasivos circulantes	598	4,673	5,344	5,639
Pasivos no circulantes	548	1,329	21,006	22,126
Deuda a largo plazo	156	70	19,690	20,765
Otros pasivos no circulantes	392	1,259	1,315	1,361
Deuda total	2,375	98	27,694	29,165
Deuda neta	(1,891)	(3,377)	25,576	25,761
Capital Contable	28,987	29,961	16,568	23,020
Participación controladora	28,662	29,614	16,376	22,753
Participación no controladora	325	347	192	267

Flujo de Efectivo	2016	2017 E	2018 E	2019 E
EBITDA	6,861	7,622	11,107	12,884
Intereses netos	(25)	37	(2,063)	(2,470)
Impuestos	(1,345)	(1,794)	(2,068)	(2,322)
Inversión en capital de trabajo	(637)	(1,486)	(2,628)	(451)
Inversión en activos fijos e intangibles	(3,004)	(3,708)	(5,443)	(5,804)
Adquisición de negocios	(5,414)	-	(33,824)	-
Dividendos pagados & Reembolso de capital	(1,318)	(1,471)	8,368	(1,986)
Variaciones en deuda	1,968	(2,236)	27,059	787
Otros	(924)	2,271	(1,821)	606
Incremento (Decremento) en Efectivo	(3,839)	(765)	(1,313)	1,244
Efectos del tipo de cambio	120	(26)	(44)	42
Efectivo y equivalentes al principio del período	7,985	4,266	3,475	2,118
Efectivo y equivalentes al final del período	4,266	3,475	2,118	3,404

Indicadores operativos y razones financieras	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Liquidez	1.7x	1.7x	1.0x	1.1x
Prueba del ácido	1.2x	1.2x	0.7x	0.8x
Apalancamiento (PT/CC)	0.3x	0.4x	2.5x	1.9x
Deuda total/EBITDA	0.3x	0.0x	2.5x	2.3x
Deuda neta/EBITDA	-0.3x	-0.4x	2.3x	2.0x
Cobertura de intereses	-27.5x	-82.7x	5.4x	5.2x
Días inventario	42.3	43.8	41.6	41.6
Días de cobranza	27.5	26.9	29.5	29.5
Días de proveedores	57.8	46.8	46.4	46.4
Ciclo operativo (días)	11.9	23.9	24.7	24.7
ROA	11.1%	9.8%	7.9%	7.7%
ROE	14.5%	13.3%	27.8%	22.5%
ROIC	19.1%	17.4%	16.0%	15.9%
FCF yield	-4.4%	0.8%	-41.8%	4.6%

▲ *Fuente: Información actual de la empresa; estimados VectorAnálisis.*

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), Marco Montañez Torres (mmontane@vector.com.mx, ext. 3706), Gerardo Cevallos Orvañanos (gcevallo@vector.com.mx, ext. 3686), José David Gómez Muñoz (jgomez@vector.com.mx, ext. 3156), 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: RLHABCCB, ARG, ARGLCCB, DOCUFOR, ECREDCB, FACTOR, GFAMSA, MASCB, RLH, SILICA.

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.

LALA Historia de recomendaciones

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
2017/08/24	Venta	32.0
2017/07/27	Compra	40.0
2017/04/25	Compra	41.0
2017/04/05	Compra	38.0
2017/02/22	Compra	38.0
2016/12/13	Compra	37.0
2016/10/25	Compra	42.0
2016/06/29	Compra	49.0

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	70%	30%	-	-	-
Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión	68%	29%	-	-	3%

Datos al 30 de junio, 2017