

18 de junio de 2019

B. Jimena Colín Fernández
J. Roberto Solano Pérez

Lala: Inicio de Cobertura

- Iniciamos Cobertura de Lala con una Recomendación de Compra.
- Nuestro PO para finales de 2019 es de \$30.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 27.7% para finales de 2019.

Lala, Fortificando el Mercado de Lácteos en América

Estamos iniciando la Cobertura de Lala con una recomendación de Compra y un Precio Objetivo (PO) de \$30.0 para finales de 2019. Para este año, estimamos un crecimiento en los Ingresos y el Ebitda de 3.9% y 10.0% respectivamente, los cuales consideran un incremento en las Ventas de México, Brasil y EUA de 4.3%, 2.7% y 4.5% respectivamente, pero una caída en Centroamérica de -1.3%. Con relación al Ebitda, esperamos un incremento de éste en México y Brasil de 6.2% y 8.3%, mientras que en EUA y Centroamérica no son comparables debido a la base negativa en 2018. En cuanto a la rentabilidad operativa, esperamos que el Margen Ebitda se ubique en 11.5% (+71pbs en términos comparables vs 2018), debido a una menor volatilidad en el precio de la leche y un mejor control de los Gastos Operativos.

Empresa de “La Laguna” con Presencia Internacional

Lala es una empresa mexicana dedicada a la producción, comercialización y distribución de productos lácteos. La emisora ha evolucionado de ser una agrupación de pequeños productores de leche, a ser una compañía con presencia internacional en 6 países de América (México, Brasil, EUA, Guatemala, Nicaragua y Costa Rica). Grupo Lala cuenta con un amplio portafolio de productos lácteos, el cual además de leche, incluye una gran variedad de quesos, yogurts, embutidos, postres, cremas, mantequillas y jugos. Un punto que destacamos de la emisora es el gran reconocimiento de sus marcas, pues de acuerdo con Kantar Worldpanel, una consultora en análisis de mercados, en 2018 los productos de las marcas Lala y Nutrileche fueron comprados por el 96.5% y 76.6% de los hogares en México.

Estrategias Clave de Crecimiento

De las diversas estrategias de la emisora, destacamos los siguientes aspectos: 1) Su reconocido y diversificado portafolio de productos bajo las marcas de Lala, Nutrileche y Vigor, de los cuales destaca la leche pasteurizada, además de la gran variedad de quesos, yogurts, postres y otros; 2) Su labor de innovación en categorías clave, por ejemplo, con el lanzamiento de nuevas fórmulas de leche y productos de valor agregado (Ej. Yogurts griegos) en México y Brasil; 3) Su reciente apuesta de crecimiento mediante productos “premium”, a través de la introducción de alimentos y bebidas que además de atender las nuevas tendencias de consumo, cuentan con un mayor margen de rentabilidad (Ej. Leche orgánica); y 4) Su enfoque por aumentar la eficiencia y productividad en los mercados más relevantes a través de procesos de reestructuración organizacional y del uso del Big Data Analytics para mejorar la toma de decisiones.

Industria Clave en la Alimentación Diaria

A nivel mundial, los productos lácteos forman parte importante de la alimentación, pues se estima que cerca del 80.0% de la población mundial consume leche o alguno de sus derivados. Cabe señalar que a pesar de factores poco favorables en los países emergentes, como el rezago tecnológico y la adversidad climatológica, los mercados de lácteos en dichos territorios son los más relevantes debido a la densidad poblacional. Con relación a lo anterior, a futuro se espera que dichos países incluso aumenten su importancia en términos de producción, consumo e importación debido al crecimiento demográfico y el incremento en los ingresos disponibles. Finalmente, un aspecto a considerar entre los patrones de consumo entre países desarrollados y en desarrollo, es que en estos últimos suelen consumirse productos frescos, mientras que en los avanzados, aquellos de mayor valor agregado.

Elevado Nivel de Apalancamiento

Lala cuenta con un elevado nivel de deuda, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda de 3.2x resulta superior a su promedio de los últimos 3 años, así como a la media de comparables nacionales. Cabe señalar que dicho nivel obedece a la adquisición de Vigor en Brasil, pues previo a esta operación la emisora contó con una razón DN/Ebitda de -0.4x.

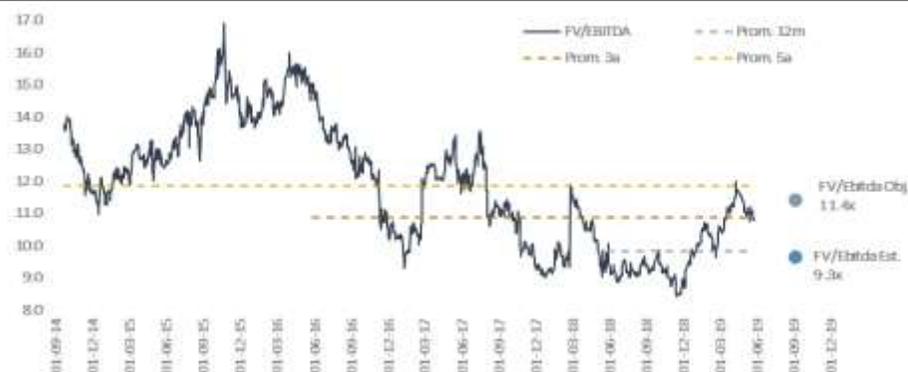
Lala	
Sector Lácteos	
<i>Empresa Líder de Lácteos en México</i>	
Precio Objetivo 2019	\$30.0
Precio Actual	\$23.5
% Rendimiento Estimado	27.7%
Recomendación	Compra

Valuación

Nuestro PO para 2019 es de \$30.0, un nivel que implica un potencial rendimiento de 27.7%.

Para 2019, estimamos un PO de \$30.0 como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos y por el método de DCF, lo cual nos proporciona un rendimiento de 27.7%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$30.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 10.0% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 11.4x, el cual resulta similar al nivel promedio de los últimos 3 y 5 años. Por el método DCF obtenemos un PO de \$31.0, donde consideramos una WACC de 9.7%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.7, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo (M27) de 7.7%.

FV/Ebitda de Lala



Fuente: Bloomberg.

Actualmente el Múltiplo FV/Ebitda del Sector Internacional cotiza a un premio respecto al nivel de Lala de 40.0%, el cual es superior al promedio de los últimos 2 años de 33.0%.

Durante 2018, el Múltiplo FV/Ebitda de Lala se ubicó en mínimos históricos como resultado de los diversos retos que enfrentó la emisora asociados principalmente a las adquisiciones de negocios con niveles de rentabilidad inferiores a los del Grupo, el encarecimiento de los principales insumos (leche y energéticos) y los eventos atípicos en algunos países. No obstante, considerando los resultados de los últimos trimestres, el mercado comenzó a validar una mejoría en la valuación de Lala, la cual se ve reflejada en el Múltiplo FV/Ebitda actual de 10.5x. Es importante mencionar que a pesar de que dicho nivel resulta similar al promedio de los U3a, éste continúa resultando atractivo ya que representa un descuento de -11.7% respecto al promedio de los U5a de 11.9x. Adicionalmente, para este año mantenemos una perspectiva positiva de la emisora asociada a los objetivos de la nueva administración, los cuales se enfocan en fortalecer los principales mercados (México y Brasil) y presentar rentabilidad positiva en todos los territorios.

Comparativo Sectorial Lala (mdp)

Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitda	Mg. Op.	Mg. Ebitda	EPS 2019 (Var. %)	P/U	PEG
Nestlé	Suiza	5,760,667	362,534	14.6x	15.0%	19.3%	29.8%	22.5x	2.2x
Yakult	Japón	195,802	11,710	18.5x	5.4%	11.3%	8.8%	26.6x	2.5x
Danone	Francia	1,031,402	116,939	10.2x	11.1%	17.6%	4.7%	18.7x	2.2x
Dean Foods	EUA	2,380	1,709	18.2x	-2.1%	-0.5%	N/A	N/A	N/A
Mondelez Int.	EUA	1,430,055	117,563	14.9x	16.6%	20.7%	1.2%	20.5x	3.0x
Meiji	Japón	215,035	24,971	10.0x	6.2%	10.0%	10.0%	16.6x	3.7x
Kraft	EUA	34,973	51,206	16.5x	21.6%	19.3%	-17.9%	10.3x	19.6x
Internacionales		1,238,616	98,090	14.7x	10.5%	14.0%	6.1%	19.2x	5.5x
KOF	México	257,226	34,856	9.4x	12.2%	18.2%	49.6%	19.2x	2.2x
AC	México	186,802	28,702	9.0x	10.6%	21.7%	14.0%	17.9x	1.4x
Locales		222,014	31,779	9.2x	11.4%	20.0%	31.8%	18.6x	1.8x
Grupo Lala	México	60,512	7,903	10.5x	7.8%	11.5%	33.9%	21.5x	0.6x

Fuente: Bloomberg

La emisora cuenta con un PEG de 0.6x, un aspecto positivo tomando en cuenta el promedio de comparables nacionales de 1.8x e internacionales de 5.5x

Un Nutritivo Mercado de Lácteos en el Mundo

El 80.0% de la población mundial consume algún alimento lácteo. La importancia de dicho alimento se observa en el incremento que ha presentado la producción en los últimos 30 años de 58.0%.

El 82.0% de la leche en el mundo se obtiene a partir de las vacas lecheras, el 14.0% de los búfalos, el 2.0% de las cabras y el 2.0% restante de otros animales.

El costo de mano de obra de explotar 9 vacas lecheras en India es semejante a la de explotar 350 vacas lecheras en EUA.

El proceso de pasteurización tuvo sus orígenes después de un brote de tuberculosis en Europa a principios del siglo XVI.

Contexto Económico en EUA, México y Brasil

Ante un entorno de incertidumbre comercial y desaceleración económica mundial, la economía de **EUA** continúa presentando sólidos resultados. Para 2019 se estima que en dicho país el PIB presente un incremento de 2.6%, del cual destacamos la favorable perspectiva que se tiene del Consumo con un aumento de 2.4%. En **México**, las perspectivas de crecimiento se han modificado a la baja (PIB eMonex 1.7%), impactadas principalmente por una menor expectativa de la inversión pública y privada (0.1%), aunque ligeramente contrarrestada por la del Consumo (2.0%), el cual se mostraría resiliente debido a las transferencias ejercidas por la nueva administración. En cuanto a **Brasil**, si bien se muestra como una de las economías emergentes más atractivas, se espera que los efectos de las políticas económicas anunciadas se materialicen en el mediano y largo plazo debido a la complejidad para llevarlas a cabo. En cuanto a las expectativas de crecimiento para este año en Brasil, se espera un incremento del PIB de 1.8%, el cual considera un avance en la inversión de 3.6%.

Importancia y Características del Mercado de Lácteos

En la actualidad, cerca de 6,000 millones de personas en el mundo (80% de la población mundial) consumen leche o algún otro producto lácteo, además, alrededor de 150 millones de familias dependen económicamente del mercado global lechero. En términos de salud, según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura ("FAO"), el consumo de leche es fundamental debido al alto contenido de nutrientes que posee, de los cuales destacan la presencia del calcio, magnesio y vitamina B12, entre otros. Un punto a destacar de la industria a nivel mundial es la diferencia que existe entre mercados desarrollados y en vías de desarrollo, pues si bien estos últimos cuentan con un relevante mercado de lácteos (en términos de producción y consumo), continúan presentando importantes rezagos relacionados a las dificultades climatológicas y deficiencias tecnológicas. Lo anterior da lugar al posicionamiento de mercados informales con una gran cantidad de pequeños y medianos productores de leche.

Situación Actual del Mercado de Lácteos

En 2018, la FAO estimó que los **precios internacionales** de lácteos presentaron un declive de -4.6% respecto a 2017. De manera desagregada, la principal caída se presentó en los precios de la leche descremada en polvo de -5.6%, seguido de los del queso de -5.2%, mantequilla de -4.4% y leche entera en polvo de -2.9%. Por otro lado, en dicho periodo la **producción mundial de leche** alcanzó un nivel de 843 millones de toneladas, un nivel que implicó un crecimiento de 2.2% respecto a 2017. En cuanto a dicha producción, señalamos que Asia contribuyó con el 40.0%, mientras que las otras regiones con el 60.0% restante. Otro dato a mencionar es que de 2017 a 2018, el incremento en la producción de países asiáticos fue el principal motor de crecimiento, destacando a países como India y Pakistán con incrementos de 5.6% y 3.0% respectivamente.

En términos de **comercialización de productos lácteos**, únicamente el 13.0% de la producción total es comercializada, debido al perfil altamente perecedero de los alimentos. En 2018, los principales territorios exportadores de estos productos fueron la Unión Europea, Nueva Zelanda, EUA, Bielorrusia, Australia, Argentina y Uruguay; mientras que los principales importadores fueron China, México, Argelia, la Federación Rusa, Indonesia, Arabia Saudita y Filipinas.

Top 9 de Países Productores de Leche y Proyección de Producción a 2027



Fuente: Monex con información de la FAO.

Tres de cada 10 encuestados en el mundo por Nielsen consideran que la categoría de lácteos es la de mayor potencial para productos premium (aquellos que cuestan 20.0% más que el promedio).

En el último año en México, el 99.8% de las familias compró leche, destinando \$1.0 de cada \$10.0 pesos del monto asignado a alimentos, bebidas, artículos de higiene personal y de limpieza.

En México, 3 de las 10 marcas más elegidas por los consumidores son de leche (Lala, Nutrileche y Alpura).

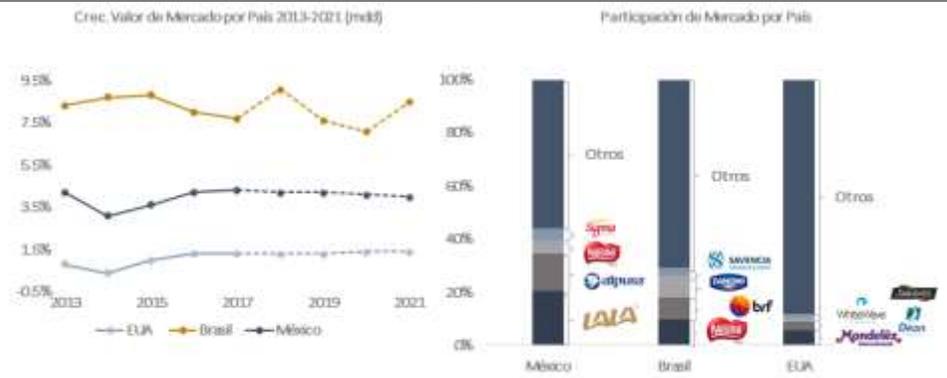
La leche ultra pasteurizada se calienta a una temperatura mínima de 132°C por un periodo de hasta 3 segundos, una vez envasada no necesita refrigeración y cuenta con una vida de anaquel de aprox. 6 meses.

Expectativas a Futuro del Mercado de Lácteos

De acuerdo con la FAO, se estima que para 2027 la producción mundial de lácteos incremente en un 22.0% respecto a 2017 (Crec. Promedio anual de 1.8%), dicho crecimiento provendría de la producción de mantequilla, leche entera en polvo, leche descremada en polvo y queso de 2.2%, 1.6%, 1.3% y 1.3% respectivamente. En cuanto a la proyección de la producción a futuro se estima que el 80.0% provenga de países emergentes, en contraste con el 20.0% que provendría de los países desarrollados. Además, es relevante mencionar que únicamente India y Pakistán representarían el 32.0% de la producción mundial.

Para 2027 se estima que el consumo per cápita de productos lácteos presente un incremento de 22.2kg a 23.1 kg en países desarrollados y de 10.6 kg a 13.5 kg en países en vías de desarrollo. Dentro de los principales factores que favorecen un mayor consumo de productos lácteos en países en desarrollo, encontramos el incremento poblacional y del ingreso disponible, la adopción de dietas y nuevas tendencias de consumo, así como el mayor grado de urbanización. Cabe señalar que otro aspecto a distinguir entre países desarrollados y en desarrollo es el tipo de productos que se consumen, pues en los primeros, destacan los alimentos procesados como mantequillas y productos grasos (sustitutos de aceites vegetales), mientras que en los segundos, la leche y quesos frescos.

Crec. % del Valor del Mercado por País y Participación de Mercado por Compañías



Fuente: Monex con información de MarketLine

Mercado de Lácteos en México, Brasil y EUA

En la actualidad el mercado de lácteos en **México** cuenta con un valor de \$15,202.9 mdd (equivalente al 1.2% del PIB nacional), además, en los últimos 4 años éste ha presentado una TCAC de 3.8%. Un dato a destacar del sector en México es que si bien a futuro se espera un mayor crecimiento (TCAC próximos 3 años de 4.1%), los mexicanos continúan prefiriendo los refrescos sobre la leche. Lo anterior se ve reflejado en el grado de consumo entre ambos productos, pues se estima que una persona consume alrededor de 142 litros/año de refresco, en contraste con los 34 litros/año que consume de leche. En relación al comportamiento por categorías, la leche continúa siendo el producto más representativo en nuestro país, al contribuir con un 52.2% al valor total del mercado, en comparación con el queso, yogurt bebible, mantequilla, yogurt, crema y otros que contribuyen con el 28.4%, 6.1%, 4.9%, 4.3%, 2.8% y 1.2% respectivamente. En cuanto a la participación de mercado destacamos a Grupo Lala, Alpura, Nestlé y Sigma, ya que cuentan con el 20.5%, 14.3%, 4.7% y 4.5% del valor de éste, en contraste con otros que concentran el 56.0%.

En **Brasil**, el mercado de lácteos se encuentra dentro de los 5 más relevantes del mundo en términos de valor, con un monto que asciende a \$43,415.9 mdd (equivalente a 2.0% del PIB en dicho país). En los últimos 4 años, éste mercado ha presentado una TCAC de 8.5%, la cual a futuro se espera que continúe a un ritmo similar de 8.0%. Un dato a destacar es que debido al posicionamiento de los productos lácteos en dicho país, las expectativas de crecimiento a futuro dependerán de la densidad poblacional y de la introducción de productos con mayor valor agregado. En cuanto a las categorías de productos, destacamos la relevancia de la leche con una contribución del 45.2% al valor total del mercado, seguida del queso, yogurt bebible, yogurt, mantequilla, leche de soya y otros, con el 22.5%, 9.8%, 7.8%, 5.6%, 3.6% y 5.5% respectivamente. En dicho país, el mercado es considerado competitivo, pues las pequeñas y medianas empresas cuentan con una participación de 70.8%, seguido de Nestlé, BRF, Danone y Savencia, con el 9.9%, 8.2%, 8.2% y 2.9% respectivamente.

Según Nielsen, 4 de cada 10 personas están dispuestas a pagar más por productos orgánicos, con ingredientes naturales o ambientalmente amigables.

Según Nielsen, entre 2014 y 2016 las ventas de leche Premium en el mundo crecieron 52%, impulsada por el incremento de leche alternativa, como la leche de almendras.

El nombre de la empresa "Lala" es atribuible a "La Laguna", lugar en el que se origina la empresa a través de la unión de pequeños ganaderos en el año de 1949.

En 2017, los productos de Lala fueron adquiridos por el 96.5% de los hogares.

En 2017, una familia promedio mexicana adquirió 29 veces algún producto de la marca Nutrileche.

En los últimos 4 años, el mercado de lácteos en EUA se ha mantenido estable con una TCAC de 0.9%. Si bien el mercado estadounidense se ubica como el segundo de mayor importancia en términos de valor, considerando una valuación de \$124,000 mdd, su crecimiento a futuro se encuentra limitado debido a la madurez del sector, el moderado incremento poblacional y la disminución esperada de sus importaciones. Con relación a las categorías, destacamos la relevancia del queso y la leche con participaciones del 47.9% y 25.6%, seguidos de la crema, yogurt, mantequilla, postres y otros con el 8.1%, 6.7%, 5.2%, 4.0% y 2.5% respectivamente. En cuanto a la estructura de mercado, el 87.9% del valor total es concentrado por pequeñas y medianas empresas, el 5.7% por Mondelez, el 3.2% por Dean Foods, el 2.0% por WhiteWave Foods y el 1.2% restante por Sargento Foods.

Gana Terreno la "Leche Alternativa"

Un aspecto a considerar con relación a las nuevas tendencias de consumo es la importancia que han ganado las bebidas de origen vegetal (leche de soya, almendras, coco, avena, etc.), pues además de ser una bebida alternativa para personas con intolerancia a la lactosa, son asociadas a un producto más saludable y cuya producción no tiene repercusiones en el mundo animal. En cuanto a esta tendencia, de acuerdo con Euromonitor el consumo de dichas bebidas, mejor conocidas como leches alternativas, ha presentado un crecimiento en los últimos 5 años de 33.5%, al pasar de un valor de \$2,921.4 mdp en 2013 a \$3,899.7 mdp en 2018. Cabe mencionar que si bien las bebidas de origen vegetal cuentan con propiedades benéficas para la salud, dichos beneficios son diferentes y por lo tanto no son comparables a aquellos ofrecidos por la leche o sus productos derivados.

Lala, Empresa de La Laguna con Presencia Internacional

Fortificando el Mercado de Lácteos con LALA

Lala es una empresa mexicana dedicada a la producción, comercialización y distribución de productos lácteos. La emisora ha evolucionado de ser una agrupación de pequeños productores de leche, a ser una compañía con presencia internacional en 6 países de América: México, Brasil, EUA, Guatemala, Nicaragua y Costa Rica. Dentro de su diversificado portafolio de productos se encuentran además de la leche, una gran variedad de quesos, yogurts, embutidos, postres, cremas, mantequillas y jugos. Adicionalmente, la emisora cuenta con licencias para la distribución de alimentos bajo las reconocidas marcas de Nestlé, Foremost, Parmalat y Blue Diamond Almond Breeze. Un aspecto a mencionar de la compañía es el reconocimiento con el que cuentan sus marcas, pues de acuerdo con Kantar Worldpanel, una consultora en análisis de mercados, Lala y Nutrileche son la segunda y la cuarta marca más reconocida por los consumidores mexicanos. Además, se estima que los productos bajo dichas marcas fueron comprados por el 96.5% y 76.6% de los hogares, quienes además la adquirieron 31.8 y 29 veces al año respectivamente.

Estrategias Clave de Crecimiento

De las diversas estrategias de la emisora, destacamos los siguientes puntos: 1) Su **reconocido y diversificado portafolio de productos**, de los cuales destacan además de la leche pasteurizada, la gran variedad de quesos, yogurts, postres, mantequillas, cremas y otros, bajo emblemáticas marcas como: Lala, Nutrileche, y Vigor; 2) Su **importante labor de innovación en categorías clave**, por ejemplo con el lanzamiento de nuevas fórmulas de leche en México y de diferentes productos de valor agregado como el yogurt griego en Brasil; 3) Su reciente **apuesta de crecimiento mediante productos "premium"**, a través de la introducción de alimentos y bebidas que además de atender las nuevas tendencias de consumo, cuentan con un margen mayor de rentabilidad (Ej. Leche orgánica); y 4) Su **esfuerzo por aumentar la eficiencia y productividad** a través de procesos de reestructuración organizacional, y del uso del Big Data Analytics para mejorar la toma de decisiones.

Lala en México

México es el principal mercado de la emisora, al contribuir a los Ingresos y el Ebitda con el 74.0% y 89.0% respectivamente. En dicho país, Lala produce y comercializa más de 600 SKU's de productos bajo marcas muy reconocidas por los consumidores nacionales como son: Lala, Nutrileche, Nestlé, Borden, Art, Los Volcanes, Soy Vita, entre otros. Un punto a destacar es la gran variedad de productos con los que cuenta Lala por marcas, tamaños y presentaciones, pues dicha diversificación le permite mantener asequibilidad a sus productos a través de la marca Nutrileche, y mayor rentabilidad mediante su categoría Premium. Cabe señalar que adicional al negocio de lácteos, Lala produce y comercializa envases de cartón y tapas a terceros. Dicha actividad durante 2018 le permitió a la emisora abastecer el 90.0% de los envases para leche utilizados en México.

Al día, Lala recolecta entre 18,000 y 50,000 litros de leche a través de tanques isotérmicos, los cuales permiten mantener la calidad y nutrimentos de la leche cruda.

En México, 36,557 de niños en situación vulnerable reciben al menos un vaso de leche Lala diariamente.

Lala cuenta con una flotilla de tractocamiones que suman una capacidad para transportar 8 millones de litros de leche aproximadamente.

El 25.7% de las Ventas de Lala están concentradas en 5 principales clientes: Sam's Club; Bodega Aurrera; Oxxo; Wal-Mart y Chedraui.

Lala en Brasil

La participación de Lala en el mercado de lácteos en **Brasil** es reciente, no obstante, éste se ha logrado posicionar como el segundo de mayor importancia para el Grupo en términos de Ingresos y Ebitda con una contribución a éstos del 18.0% y 10.4% respectivamente. En 2017, la emisora adquirió Vigor, una empresa dedicada al negocio de producción, distribución y comercialización de productos lácteos bajo las marcas de Vigor, Danubio, Faixa Azul, Serrabella, Leco y Amelia. Un punto a mencionar en Brasil es que se cuenta con una favorable expectativa de crecimiento a futuro, la cual se asocia principalmente a un aumento en la demanda de alimentos lácteos derivado de la densidad poblacional, el grado de urbanización, el incremento de los ingresos disponibles y la preferencia de los brasileños por dichos productos.

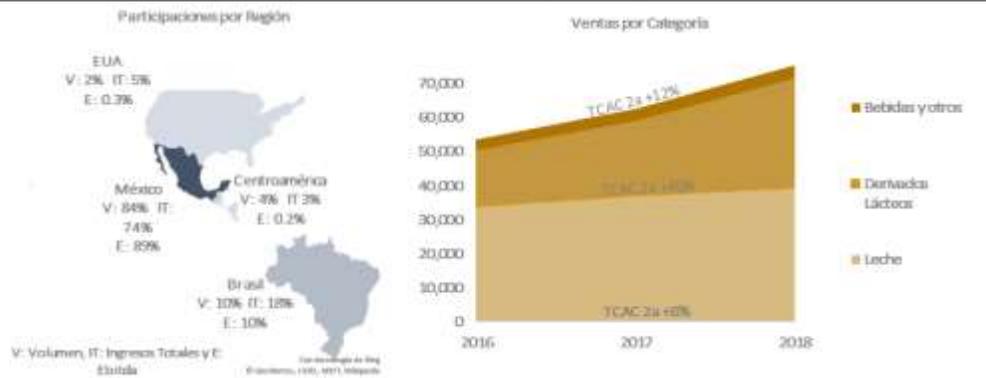
Lala en EUA

En 2016 Lala incursionó al mercado de lácteos en **EUA**, país que aporta a los Ingresos y el Ebitda del Grupo el 5.0% y 0.3% respectivamente. En dicho país, la emisora adquirió 3 plantas de Laguna Dairy a través de las cuales integró el negocio de producción, distribución y comercialización de productos bajo las marcas de Lala, Frusion, Promised Land y Skim Plus. Un dato a mencionar es que durante 2018, la emisora llevó a cabo el cierre de la planta ubicada en Floresville, Texas, como parte de un proceso de reestructuración y reingeniería del portafolio de Promised Land. Cabe señalar que pese a los retos operativos que la división en EUA ha tenido que enfrentar durante años previos, desde finales de 2018 y principios de 2019 observamos que Lala alcanzó su punto de equilibrio, el cual podría reflejar una recuperación en esta unidad de negocio.

Lala en Centroamérica

La región de **Centroamérica** está conformada por Nicaragua, Costa Rica y Guatemala. Dichos países en conjunto cuentan con una participación en los Ingresos y el Ebitda de la emisora del 3.0% y 0.2% respectivamente. Es importante señalar que en dicha región, Lala ha buscado en los últimos 3 años fortalecer su presencia a través de las adquisiciones de La Perfecta y Florida Bebidas en Nicaragua y Costa Rica. Lo anterior con el principal fin de aumentar la infraestructura para realizar de manera más eficiente la producción y distribución de los productos a lo largo de toda la zona centroamericana. Un dato a considerar de la región es que ésta es sensible a eventos atípicos en Nicaragua, pues dicho país representa el 57.0% de las ventas en Centroamérica.

Diversificación Geográfica y Crecimiento de Ventas por Categoría



Fuente: Monex con información de la emisora.

Análisis de la Competencia y Principales Clientes

El mercado de lácteos se caracteriza por estar altamente fragmentado, lo cual da lugar a que los principales competidores de la emisora sean pequeñas y medianas empresas locales, seguidas de las grandes compañías multinacionales. En México, Lala cuenta con el liderazgo en casi todas las categorías, aunque en la producción de leche también destacan otras marcas como: Alpura, Marcas Privadas, Santa Clara, Zaragoza y Sello Rojo; en la de yogurts, Danone, Sigma, Alpura y Yakult; y en la de quesos, Sigma, Kraft, Marcas Privadas y Esmeralda. En Brasil, los principales competidores de Lala son: Lactalis, Danone, Nestlé, Paulista, Polenghi y Catupiry; mientras que en Centroamérica, destacan: Dos Pinos, La Chiricana, Estrella Azul, Centrolac, Leyde, Leche Salud, Sula y otros. Finalmente en EUA, la emisora no cuenta con participación relevante en el mercado.

En La Laguna, una vaca es capaz de ordeñar 31 lts. diarios de leche, en contraste con el promedio nacional en México que es de 12 lts. diarios.

Durante 2018, el volumen de ventas de Lala fue de 3,700 millones de Kls, medida que resulta de sumar kilos y litros.

La leche representa el 60.0% de los Costos de Producción de Lala, seguida del material para empaque que representa entre 16.0% y 18%.

En 2017, Lala lanzó 27 nuevos productos de los que destacan la leche "Lala Suprema", el yogurt "Lala Delicias Pay con galleta Oreo" y Lala 100 Saborizada, entre otros.

Tras el lanzamiento de nuevos productos como el Yogurt Griego, Lala llegó a ser la 3° empresa con mayor participación en el mercado brasileño de yogurts.

Dentro de los principales clientes destacan en México 5 cadenas de supermercados: Sam's Club, Bodega Aurrera, Oxxo, Wal-Mart y Chedraui, ya que en conjunto contribuyen con el 25.7% de las ventas totales, en contraste con el 74.3% que aportan el resto de las cadenas comerciales. Por otro lado, es importante señalar que ningún cliente de Lala representa más del 10.0% del total de ventas.

Fortificando Crecimientos para 2019

Tomando en cuenta las 4 unidades de negocio de Lala, es importante considerar que México, Brasil, EUA y Centroamérica cuentan con un "peso" en los Ingresos de 74.0%, 18.0%, 5.0% y 3.0%, mientras que en el Ebitda de 89.0%, 10.4%, 0.3% y 0.2% respectivamente. Derivado de la participación en cada territorio, para 2019 esperamos un crecimiento (en términos comparables) en los Ingresos y en el Ebitda de 3.9% y 10.0% respectivamente.

En **México** esperamos un aumento en los Ingresos y en el Ebitda de 4.3% y 6.2% respectivamente, los cuales provendrían de un incremento marginal en el Volumen de 0.6% y en el Precio de 3.7%. En **Brasil**, esperamos que los Ingresos y el Ebitda presenten un avance de 2.7% y 8.3%, como resultado de un incremento en el volumen de 3.8%, pero de una contracción en el precio de -1.0%. En **EUA**, esperamos que los Ingresos presenten un incremento de 4.5%, como resultado de un aumento en el Precio de 5.1%, así como de una ligera contracción en el Volumen de -0.6%. En cuanto al Ebitda en esta división, éste no es comparable debido a la base negativa durante 2018. Finalmente, en **Centroamérica** esperamos una caída en los Ingresos de -1.3% debido al incremento en el Volumen de 0.6%, el cual sería contrarrestado por el ajuste en el Precio de -1.9%. Con relación al Ebitda en esta región, éste resulta no comparable debido al monto negativo en 2018. Un aspecto a considerar de la región de Centroamérica, es que los resultados de ésta son particularmente sensibles al desempeño en Nicaragua, país en el que persiste una situación política complicada.

En términos de rentabilidad operativa, estimamos que para este año el Margen Ebitda se ubique en 11.5% (+71pbs en términos comparables vs 2018), ya que se espera menor volatilidad en el precio de la leche cruda y los energéticos. Por el lado de los gastos, consideramos que la proporción de éstos respecto a las Ventas será menor, en medida en que se materialicen los resultados de los procesos de reestructuración de la emisora. Cabe señalar que la leche representa el 60.0% de los Costos Totales, seguido del material de empaque y otros (leche en polvo, jarabe de cocoa, saborizantes y concentrados) que representan cerca del 20.0% cada uno.

Crecimiento 2019 en Ingresos y Ebitda (mdp)



Fuente: Estimados Monex con información de la emisora (Incluye Ajustes por IFRS 16 y la desconsolidación de JV Elopak)

Objetivos de la Emisora a Corto Plazo

Adicional a nuestros estimados y supuestos mencionados con anterioridad, consideramos que a lo largo del año se podrían ir materializando algunos de los objetivos impuestos por la nueva administración de la emisora. De dichos alcances, destacamos: 1) El nuevo esquema organizacional y de compensaciones, el cual considera la alineación de los objetivos de rentabilidad a todos los niveles y áreas de la empresa; 2) La homogenización de procesos y toma de decisiones en todos los territorios, tomando en cuenta el análisis de datos y características de los clientes potenciales; 3) La penetración al negocio de comida rápida, el cual resultaría prácticamente nuevo para Lala; y 4) La mejora en la asignación de capital, considerando un Capex equivalente al 3.5%-4.0% de las Ventas.

Elevado Nivel de Apalancamiento

Lala cuenta con una cobertura natural ante la volatilidad del real brasileño, pues el 16.0% de sus Ingresos se encuentra en dicha moneda vs el 10.0% de su Deuda.

Deuda

En la actualidad Lala cuenta con un elevado nivel de Deuda, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda es de 3.2x, el cual si bien resulta inferior al promedio de una muestra de comparables internacionales de 3.6x, es superior al nivel medio de comparables nacionales de 1.4x, así como al promedio de sus últimos 3 años de 0.4x. Es importante señalar que lo anterior obedece a la adquisición de Vigor en Brasil, pues previo a dicha operación, la emisora contó con una razón DN/Ebitda de -0.4x.

De la composición de la Deuda en cuanto a divisa, el 90.0% de ésta se encuentra denominada en pesos mexicanos y el 10.0% restante en reales brasileños. Con relación a la Tasa de Interés, el 53.0% se encuentra denominada a Tasa Fija, mientras que el 47.0% restante a Tasa Variable. Cabe mencionar que el 87.0% de la Deuda Total es a Largo Plazo, mientras que el 13.0% restante es a Corto Plazo. Finalmente, el vencimiento promedio es de 4.5 años en México y de 0.7 años en Brasil.

Rentabilidad

Durante 2018, el monto que Lala destinó para el pago a sus accionistas fue de \$0.61 pesos por acción, el cual implicó un "Dividend Yield" de 2.9% y un "Payout Ratio" de 76.0%. Cabe señalar que dicho "Payout" resultó superior al nivel promedio de la emisora de los últimos 3 años, así como al de una muestra de comparables nacionales e internacionales. Un aspecto que destacaríamos es que pese a los retos observados en 2018, el monto que Lala destinó para el pago de sus dividendos no fue ajustado a la baja. Por otro lado, es importante mencionar que a pesar de que Lala no cuenta con una política expresa de dividendos, resulta atractiva debido a que en los últimos 4 años el monto que la emisora ha destinado para el pago de éstos ha presentado una TCAC de 5.4%, con un "Payout Ratio" promedio en dicho periodo de 54.0%.

En los últimos 3 años, el monto que Lala ha destinado para dividendos ha presentado una TCAC de 5.4%, el cual representó un "Dividend Yield" promedio de 2.5%.

En relación a la rentabilidad, en 2018 la emisora presentó niveles de ROE y ROIC de 7.8% y 7.4% respectivamente, los cuales resultaron inferiores respecto a su historia y en comparación al promedio de comparables nacionales e internacionales. Cabe señalar que dichas métricas consideran un menor resultado operativo y un mayor Costo Integral de Financiamiento.

En 2018, Lala pagó un dividendo por acción de \$0.62 pesos, el cual representó un "Payout ratio" de 76.0% y un "Dividend Yield" de 2.9%.

Comparativo Sectorial AC							
Empresa	País	DN/Ebitda	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC
Nestlé	Suiza	1.7x	22.5x	1.7	1.3	17.1%	11.0%
Yakult	Japón	-0.5x	92.1x	2.7	0.6	10.3%	6.3%
Danone	Francia	2.9x	13.1x	1.6	1.7	15.3%	7.7%
Dean Foods	EUA	14.9x	2.5x	1.1	8.5	-21.3%	-2.7%
Mondelez International	EUA	3.1x	15.4x	1.7	1.5	13.9%	8.0%
Meiji	Japón	0.6x	183.9x	2.3	0.8	12.4%	9.5%
Kraft	EUA	2.4x	N/A	1.2	4.1	39.9%	20.9%
Internacionales		3.6x	54.9x	1.8	2.6	12.5%	8.7%
KOF	México	1.5x	7.2x	1.9	1.1	9.7%	8.2%
Arca Continental	México	1.4x	7.1x	2.5	0.7	9.6%	7.1%
Locales		1.4x	7.1x	2.2	0.9	9.7%	7.7%
Grupo Lala	México	3.2x	3.1x	1.4	2.2	7.8%	7.4%

Fuente: Bloomberg

Riesgos

Entre los principales factores de riesgo a considerar para Lala encontramos:

- Un entorno económico complicado y factores geopolíticos poco favorables en los países en los que opera la compañía, ya que podría afectar sus ingresos y generación de flujo.
- Una terminación o modificación a los términos contractuales con los principales clientes de la emisora: Sam's Club, Bodega Aurrera, Oxxo, Wal-Mart y Chedraui, ya que en conjunto representan el 25.0% de los Ingresos Totales.

Hoy en día, los ingresos por distribución de productos de las marcas de Nestlé, Foremost y Parmalat representan menos del 5.0% de los Ingresos Totales de Lala.

A raíz de la adquisición de Vigor en Brasil, la Razón de Apalancamiento DN/Ebitda de Lala se elevó de -0.4x a 3.0x para finales de 2017.

En 2018, Lala enfrentó eventos extraordinarios como la situación política en Nicaragua y la huelga de camioneros en Brasil.

- Un escenario de incrementos abruptos en los precios de los principales insumos de Lala (leche, materiales de empaque, energéticos y otros), debido al efecto negativo que podrían implicar en la reducción de los márgenes operativos.
- Un cambio en las preferencias de consumo no identificadas por la compañía previamente, ya que podrían afectar las ventas de ciertos productos.
- Una eventual terminación o modificación contractual de las licencias de distribución de las marcas: Nestlé, Foremost, Parmalat y Blue Diamond Almond Breeze, ya que representan menos del 5.0% de los Ingresos Totales de Lala.
- Un riesgo reputacional, debido al efecto que podría tener en la imagen de las principales marcas de Lala.
- Un incremento de la competencia en los diferentes mercados (México, Brasil, EUA y Centroamérica), ya que podría afectar la participación de la emisora.
- Una implementación o modificación de leyes en materia de competencia económica, ya que podría limitar futuras adquisiciones tanto en el ámbito local como en el internacional.
- Una adquisición de gran tamaño a futuro, debido a los retos que ésta implicaría en términos de financiamiento y apalancamiento.

Otros

- Lala se fundó en 1949 como una Unión de Crédito de Productores de Leche en Torreón, Coahuila.
- A partir de 2013 Lala comenzó a cotizar en la BMV, y de 2014 a 2019 formó parte de la muestra del S&P BMV IPyC.
- La emisora cuenta con el 77.2% de sus acciones bajo el Grupo de Control a través de dos Fideicomisos, el 20.2% de sus acciones de Float y el 2.6% restante bajo el control de accionistas minoritarios.
- Actualmente Eduardo Tricio, hijo de Tricio Gómez fundador de Grupo Lala, ocupa la Presidencia del Consejo de Administración, mientras que Mauricio Leyva se desempeña como el Director General de la emisora a partir del 1 de septiembre de 2018.

Desde 2013 que Lala comenzó a cotizar en la BMV, el valor de la acción ha presentado una caída de -3.3%

Desde 1989, y de manera anual, se lleva a cabo el Maratón Lala, el cual es el segundo maratón en México con mayor participación y es considerado el más rápido en América Latina.

Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2017	2018e	2019e	Var % 2019e-2018
Ingresos totales	62,540	74,288	77,207	3.9%
Utilidad operativa	6,175	5,412	6,151	13.7%
Ebitda	8,045	8,016	8,827	10.0%
Utilidad Neta	3,338	1,994	2,669	34.0%
Margen Operativo	9.9%	7.3%	8.0%	+68pbs
Margen Ebitda	12.9%	10.8%	11.5%	+71pbs
Margen Neto	5.3%	2.7%	3.5%	+77pbs

Fuente: Estimados Monex en términos comparables (Incluye Ajustes IFRS 16 y la desconsolidación de JV Elopak).

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2018	1T19
Activo Total	75,769	76,275
Activo Circulante	19,430	18,296
Activo No Circulante	56,339	57,979
Pasivo Corto Plazo	16,474	18,923
Pasivo Largo Plazo	33,725	33,800
Pasivo Total	50,199	52,723
Capital Contable	25,570	23,552

Fuente: Estimados Monex

Directorio

Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	rgonzalez@monex.com.mx
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	jquirozz@monex.com.mx
Marcos Daniel Arias Novelo	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 4186	mdariasn@monex.com.mx
Fernando E. Bolaños S.	Gerente de Análisis	T. 5230-0200 Ext. 0720	fbolanos@monex.com.mx
J. Roberto Solano Pérez	Analista Bursátil Sr.	T. 5230-0200 Ext. 4451	jrsolano@monex.com.mx
Verónica Uribe Boyzo	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4287	vuribeb@monex.com.mx
B. Jimena Colín Fernández	Analista Bursátil	T. 5231-0200 Ext. 0710	bjcolinf@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguez1@monex.com.mx
Juan Francisco Caudillo Lira	Analista Técnico Sr.	T. 5231-0016	jcaudillo@monex.com.mx
José Enrique Estefan Cassereau	Analista Bursátil Jr.	T. 5230-0200 Ext.0637	jeestefanc@monex.com.mx
César Adrian Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	csalinasg@monex.com.mx

Disclaimer

Nosotros, el Área de Análisis y Estrategia Bursátil, certificamos que las opiniones contenidas en este documento reflejan exclusivamente el punto de vista del analista responsable de su elaboración. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, ni recibiremos, compensación alguna directa o indirecta a cambio de expresar una opinión específica de este reporte.

Es importante mencionar que los analistas no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis, así como que ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

En los últimos doce meses, es posible que Monex Grupo Financiero, S.A. de C.V. y/o las sociedades que forman parte del grupo (en lo sucesivo "Monex"), a través de sus áreas de negocio, haya recibido compensaciones por prestar algún servicio de representación común, financiamiento corporativo, banca de inversión, asesoría corporativa u otorgamiento de créditos bancarios, a emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente informe.

Este reporte está dirigido a la Dirección de Promoción. Las recomendaciones reflejan una expectativa de comportamiento de la acción contra su mercado de referencia y en un plazo determinado. Este comportamiento puede estar explicado por el valor fundamental de la compañía, pero también por otros factores. El cálculo del valor fundamental realizado se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando. Sin perjuicio de lo que antecede, podrían tener más peso otros factores, entre los que se encuentran el flujo de noticias, momento de beneficios, fusiones y adquisiciones, el apetito del mercado por un determinado sector, entre otros; estos factores pueden llevar a una recomendación opuesta a la indicada solamente por el valor fundamental y su comparación directa con la cotización.

Nuestra política de recomendación contempla los siguientes escenarios: Compra. - Cuando el rendimiento esperado de la acción supere en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC; Mantener. - Cuando el rendimiento esperado de la acción se ubique entre el \pm 5% el rendimiento esperado del IPyC; Venta. - Cuando el rendimiento esperado de la acción sea inferior en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC.

El presente documento fue elaborado por Monex con información pública obtenida de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, no existe garantía, explícita o implícita, de su confiabilidad, por lo que Monex no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo. El contenido de este mensaje no constituye una oferta, invitación o solicitud de Monex para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores o bien para la realización de operaciones específicas. Monex no asume, ni asumirá obligación alguna derivada del contenido del presente documento, por lo que ningún tercero podrá alegar un daño, perjuicio, pérdida o menoscabo en su patrimonio derivado de decisiones de inversión que hubiese basado en este documento. Las opiniones aquí expresadas sólo representan la opinión del analista y no representan la opinión de Monex ni de sus funcionarios. Los empleados de las áreas de promoción, operación, directivos o cualquier otro profesional de Monex, podrían proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Inclusive, Monex o cualquiera de sus promotores, operadores, afiliadas o personas relacionadas podrían realizar decisiones de inversión inconsistentes con las opiniones expresadas en el presente documento.