

## GRUMA: Inicio de Cobertura

05 de Septiembre de 2018

J. Roberto Solano Pérez

- **Iniciamos Cobertura de GRUMA con una Recomendación de Mantener.**
- **Nuestro PO para finales de 2018 es \$258.0**
- **Estimamos un Potencial de Rendimiento de 8.2% para finales de 2018.**

### Gruma es una Empresa Líder en el Sector de Alimentos a nivel Mundial

Estamos Iniciando la Cobertura de Gruma con una recomendación de Mantener y un Precio Objetivo (PO) de \$258.0 para finales de 2018. Para este año, estimamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 7.1% y 6.8%, el cual estará fundamentado en los siguientes aspectos: 1) Un crecimiento en el Volumen Total de 3.1% (4.1 Toneladas Métricas/año); y 2) Un aumento en el Precio Promedio de 3.8% (medido en pesos). En el caso particular de EUA y México, esperamos crecimientos en los Ingresos de 6.8% y 5.1% y a nivel de Ebitda de 14.9% y 4.3% respectivamente. Nuestros crecimientos consideran un TC de \$19.0 para finales de 2018. En cuanto al Margen Ebitda esperamos que éste se ubique en 16.0%, nivel similar al observado durante 2017, el cual además resulta similar al promedio de los últimos 3 años.

### Un Empresa Enfocada en la Harina de Maíz y en la Tortilla

Gruma es uno de los productores más grandes de harina de maíz y tortilla en el mundo, el cual participa EUA, México, Europa, Centroamérica, Asia y Oceanía. A nivel de Ebitda, las Divisiones en EUA, en México, Europa, Centroamérica y Asia presentan una participación de 54.0%, 28.0%, 7.0%, 6.0% y 5.0% respectivamente. Si bien Gruma cuenta con un alto grado de especialidad en la harina de maíz, existen otros productos en los que destaca la empresa como son las frituras (Tortillas chips, Taco shells y Tostadas), los "Flatbreads", los "Grits", algunos complementos, entre otros productos básicos (en menor medida).

### Estrategias de Valor de Gruma

Algunas de las principales estrategias de Gruma están orientadas a la promoción del uso de la Harina de maíz respecto al método tradicional (con capacitación y tecnología del proceso), la creación de marcas reconocidas en sus diversos mercados (hoy se posicionan en los primeros lugares en el mundo), la adaptabilidad e innovación en función de las nuevas tendencias en alimentación (por salud, sustitución, o por tendencia), la búsqueda constante de generar valor con una mezcla de ventas más rentable, la diversificación de sus productos en los Mercados de Menudeo e Institucional y la participación en mercados nuevos, ya sea mediante adquisiciones (8 construcciones de plantas, 6 adquisiciones y 1 expansión en los últimos 10 años) o por la creación de plantas en donde ya cuenta con cierta participación.

### La Harina de Maíz, Beneficios e Importancia a Nivel Global

La Harina de maíz permite la elaboración de tortillas, además de productos fundamentales para la alimentación. Pese a métodos tradicionales, en México se ha generado paulatinamente una transformación hacia productos de Harina de maíz, pero principalmente en la tortilla. Cabe señalar que en México el consumo per cápita de tortilla es de 75kg al año (7-10 diarias), además de que ciertas estadísticas confirman que el 98.6% de los mexicanos consume tortillas en su dieta. En EUA, la Tortilla y los productos de harina de maíz son alimentos básicos dentro de la cultura hispana, la cual considera entre el 18.0%-20.0% de la población total en EUA y hacia los próximos 5 años ésta podría estar cercano al 25.0%. En cuanto al poder adquisitivo hispano, éste resulta 31.0% superior al observado hace 10 años. Algunas ventajas de la harina de maíz en la alimentación están asociadas a mantener los niveles de azúcar en la sangre, y mejorar el funcionamiento del organismo, entre otros.

### Un Apalancamiento Prudente

En la actualidad Gruma presenta una sana estructura financiera, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda se ubica en un nivel de 1.6x, métrica ligeramente inferior al Sector local 1.7x e Internacional de 1.9x. Cabe mencionar que actual nivel de apalancamiento considera la compra de las acciones de Gimsa. En la actualidad, el perfil de vencimiento de Gruma contempla en el 27.0% a corto plazo y el 73.0% restante a Largo Plazo.

| Gruma  |                 |
|--|-----------------|
| Sector Alimentos   |                 |
| <i>Empresa más grande de México en productos de Maíz</i> |                 |
| Precio Objetivo 2018                                     | \$258.0         |
| Precio Actual  | \$238.5         |
| % Rendimiento Estimado                                   | 8.2%            |
| Recomendación  | <b>Mantener</b> |

## Valuación

Nuestro PO pra 2018 es de \$258.0, un nivel que implica un potencial rendimiento de 8.2% para finales de 2018.

Para 2018, estimamos un PO de \$258.0 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 8.2%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$263.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 6.8% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 11.0x, un nivel que implica un descuento de -12.0% respecto al Múltiplo Promedio de los U3a de 12.5x, el cual es resultado de una visión más conservadora en la rentabilidad de Gruma. Por el método DCF obtenemos un PO de \$253.0, considerando una WACC de 8.9%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.96, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo (M26) de 7.7%.

### FV/Ebitda de Gruma



Fuente: Bloomberg

Gruma destaca por contar con un PEG de 1.7x, un nivel inferior respecto a los comparables internacionales de 3.0x

En cuanto a su historia, Gruma presenta un descuento de -16.8% y -9.1% respecto al Múltiplo FV/Ebitda promedio de los U3a y U5a respectivamente. Cabe mencionar que dichos descuentos reflejan una visión moderada del inversionista en cuanto al crecimiento y la rentabilidad de la empresa, sin embargo, desde nuestra visión la emisora presenta favorables catalizadores en el mediano, pero principalmente en el largo plazo. En cuanto al Margen Ebitda, nos gustaría señalar que en la actualidad Gruma presenta un nivel superior en +630pbs respecto a una muestra de comparables internacionales. Cabe señalar que el PEG de Gruma de 1.7x destaca por ser menor respecto a la muestra Internacional de 3.0x.

### Comparativo Sectorial Gruma (mdp)

| Empresa                | País          | Mk Cap         | Ebitda        | FV/Ebitda    | Mg Op        | Mg Ebitda    | EPS 2018     | P/U          | PEG         |
|------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Ajinomoto              | Japón         | 180,658        | 24,155        | 8.5x         | 7.2%         | 5.4%         | 2.61%        | 18.83        | 5.4x        |
| Yamazaki               | Japón         | 101,566        | 11,393        | 8.1x         | 2.8%         | 6.5%         | -22.2%       | 25.96        | 2.8x        |
| Britannia              | India         | 210,427        | 4,313         | 14.0x        | 14.1%        | 15.8%        | 23.5%        | 77.58        | 2.6x        |
| Saputo                 | Canadá        | 239,585        | 18,801        | 11.7x        | 7.2%         | 9.5%         | 9.5%         | 18.58        | 2.3x        |
| Maple Foods            | Canadá        | 56,888         | 5,501         | 9.3x         | 5.7%         | 8.8%         | -10.1%       | 22.11        | 3.0x        |
| JM Sucker              | EUA           | 234,904        | 30,372        | 9.9x         | 16.7%        | 23.0%        | 5.5%         | 17.77        | 2.5x        |
| Pilgrim's              | EUA           | 77,841         | 23,634        | 5.2x         | 6.6%         | 9.0%         | -22.9%       | 6.76         | 2.1x        |
| Campbell               | EUA           | 232,579        | 32,878        | 11.7x        | 13.6%        | -15.7%       | -6.3%        | 13.24        | 4.5x        |
| Flower Foods           | EUA           | 80,620         | 8,455         | 10.7x        | 7.7%         | 10.0%        | 20.3%        | 21.09        | 5.4x        |
| General Mills          | EUA           | 494,694        | 61,579        | 11.4x        | 18.5%        | 19.2%        | -1.9%        | 14.54        | 1.6x        |
| Kellogg                | EUA           | 449,181        | 48,859        | 12.2x        | 14.1%        | 18.6%        | 10.2%        | 16.38        | 1.8x        |
| <b>Internacionales</b> |               | <b>214,449</b> | <b>24,540</b> | <b>10.2x</b> | <b>10.4%</b> | <b>10.0%</b> | <b>0.7%</b>  | <b>23.0</b>  | <b>3.0x</b> |
| Bimbo                  | México        | 182,014        | 28,667        | 10.9x        | 8.7%         | 7.2%         | 35.0%        | 52.3x        | 1.2x        |
| <b>Local</b>           |               | <b>140,926</b> | <b>20,507</b> | <b>9.0x</b>  | <b>11.0%</b> | <b>11.8%</b> | <b>17.5%</b> | <b>34.0x</b> | <b>1.0x</b> |
| <b>Gruma</b>           | <b>México</b> | <b>99,839</b>  | <b>11,534</b> | <b>10.5x</b> | <b>13.4%</b> | <b>16.3%</b> | <b>10.5%</b> | <b>16.6x</b> | <b>1.7</b>  |

Fuente: Bloomberg

Si bien en los últimos 3 años Gruma ha presentado un Margen Ebitda de 16.0%, éste es un nivel superior en 360pbs respecto a los últimos 5 años

## Un Contexto Global Interesante

### El Maíz a Nivel Mundial

*El Maíz es considerado el 3er cereal de mayor importancia dentro de la nutrición humana.*

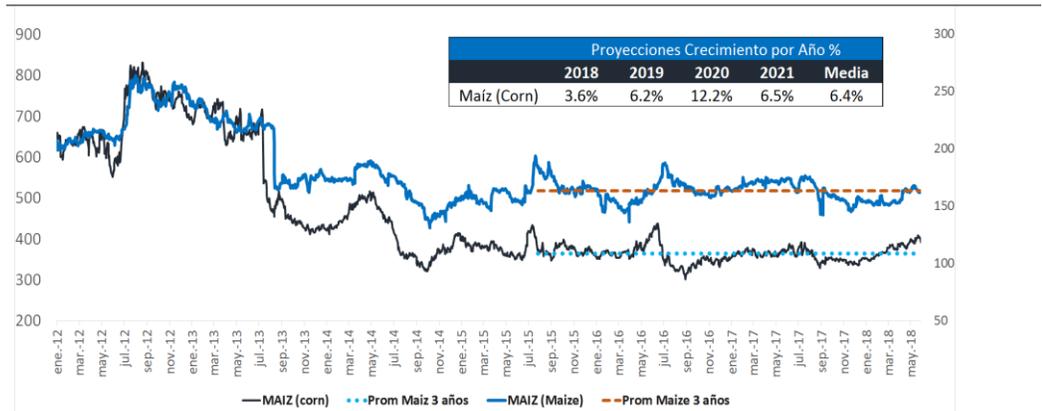
A nivel mundial, el Maíz es considerado uno de los alimentos más completos en una canasta de cereales y semillas, debido a que sus principales componentes incluyen vitaminas, almidones, calcio, potasio, entre otros aspectos nutricionales. Si bien el principal uso del maíz es el alimento, existen otros beneficios como el empleo en forraje, como biocombustible, para procesos industriales y médicos, entre otros. Bajo la visión de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación, a nivel mundial el maíz se ubica como el 3er cereal de mayor importancia dentro de la nutrición humana. Considerando al maíz y al trigo, estaríamos hablando de que éstos representan el 40.0% de la fuente de alimentos del mundo, y en particular, constituyen dentro de una dieta en los países desarrollados el 25.0% de las calorías a consumirse diariamente.

### Países Más importantes a nivel del Maíz

A nivel de Producción de maíz, los 10 países con mayor participación son EUA, China, Brasil, Etiopia, la UE, India, México, Ucrania, Canadá y Rusia. En cuanto al balance del maíz, en las exportaciones los 10 países más representativos son EUA, Brasil, Argentina, Ucrania, Rusia, Paraguay, Sudáfrica, la UE, Canadá y México, mientras que a nivel de importaciones destacan México, UE, Japón, Corea del Sur, Egipto, Vietnam, Irán, Colombia, China y Algeria. Hacia 2018, se espera que la producción mundial de maíz disminuya 4.2%, después de una base comparable elevada en el año previo.

*Teocintle, es el nombre del familiar silvestre del maíz, que también es el antecesor directo del cultivo del maíz como lo conocemos.*

### Precios Históricos del Maíz



Fuente: Monex con información de Bloomberg

### Hablando de Precios a Futuro

En los últimos 5 años, los precios del Maíz (Corn y Maize) han mostrado una tendencia de baja considerable, sin embargo, hacia 2019 y 2020 ya considerando efectos de inventarios y una demanda estable se esperaría un aumento de 6.2% y 12.2% respectivamente. Cabe señalar que pese a los incrementos esperados, dichos niveles marcarían precios similares a un promedio observado en los últimos 3 años. Un factor que hoy toma relevancia en los precios de acuerdo a la USDA (Departamento de Agricultura de EUA), son los tratados comerciales en productos agrícolas que durante 2018 se han intensificado, temas asociados a un inventario global modesto, temas climatológicos cíclicos (y del cambio climático) en el mundo, y finalmente, un escenario de demanda de etanol sólida (para la generación de energía), pero similar a la observada en años previos.

### La Harina de Maíz y sus Procesos

La Harina de maíz resulta un derivado importante del maíz, el cual no sólo permite la elaboración de tortillas, sino de otros productos. En diferentes culturas consideran a la harina de maíz como el polvo que se obtiene de diversos granos, y en algunos otros, a la masa que se obtiene después de la cocción. Los principales procesos para la obtención de la harina de maíz son los siguientes: 1) Precocida, la cual consiste en cocinar el maíz para la obtención del polvo; 2) Pilado o trillado, el cual a través de maquinaria genera el polvo destinado hacia los productos; 3) Tostado, donde su principal objetivo involucra un proceso de quemado; 4) Grueso o Frangollo, donde su proceso considera un molido grueso y no todo es polvo; y 5) Nixtamalizado, la cual considera una manera casera y tradicional (pese a los innovadores procesos actuales, esta sigue muy vigente en el mundo).

*En el idioma inglés la palabra "Corn" Maíz es para describir un tipo de grano, mientras que el término "Maize" significa dar vida.*

*De acuerdo con la Comisión Nacional para el conocimiento y uso de la biodiversidad, en México existen alrededor de 64 distintas clases de maíz.*

*En México, el Maíz (Blanco y Amarillo) representa el 14.5% dentro del PIB Agrícola Nacional y el 85.0% de la Producción de cereales.*

*Anualmente y en promedio, un mexicano consume 196.4 kgs de maíz, mientras que a nivel de tortillas el consumo es cercano a 75kgs.*

*Con datos de Profeco, el alimento que más consumen los mexicanos es el Taco.*

*Una variante atractiva de la Tortilla en EUA es el Wrap, la cual fusiona sabores y estilos de un Taco y del burrito.*

### Los Beneficios de La Harina de Maíz

Algunos especialistas en alimentación consideran que el consumir diariamente alimentos que emplean harina de maíz ayuda a mantener los niveles de azúcar en la sangre por el alto nivel de hidratos de carbono, mejoran la buena digestión y fortalece el sistema inmune por su alto nivel de fibra, ayuda a la reducción del colesterol y depura al organismo al generar una mejor transición de los alimentos. Adicionalmente, diversos estudios mencionan que la harina de maíz en diversos productos ayuda a aliviar síntomas de la menopausia, además de enfermedades degenerativas.

### Mercado Mexicano de Harina de Maíz y de la Tortilla

Si bien en México existen alrededor de 100,000 tortillerías, la industria de producción de tortillas está altamente fragmentada, de las cuales algunas han trasladado su proceso hacia la harina de maíz, sin embargo, la mayoría de ellas continúan utilizando el Método Tradicional. Un dato a destacar que es el consumo per cápita de tortilla en nuestro país es cercano a 75kg al año (7-10 tortillas diarias), una cifra muy superior respecto al país americano donde la cifra está cercana a 10kg al año. Con datos de Profeco obtenemos los siguientes datos interesante: El 98.6% de los mexicanos consume tortillas en su dieta diaria; el 55.0% de la población emplea la tortilla por gusto y como proceso complementario a su comida diaria; el 68.0% de la población come los 7 días de la semana tortilla; el 52.9% come al menos una tortilla al día; el 38.0% consume 2 tortillas diarias y el restante come 3 tortillas; el 93.4% consume tortillas en establecimientos cercanos y a granel; y la mayoría de la población compra entre 1 y 2kgs de tortillas cuando acude a su tortillería local.

### El Origen del Maíz en México

En México, el maíz es el cultivo más representativo, no sólo a nivel económico, sino social e incluso cultural. En el país el consumo per cápita de maíz es de 196.4 kg, el cual representa un 20.9% dentro del gasto total en alimentos dentro del consumo familiar. En el territorio nacional, la producción de maíz de grano se divide en blanco y amarillo, encontrando para el primero una participación en la producción de 87.0%, mientras que el segundo el 13.0% restante. Cabe mencionar que el maíz blanco resulta el más representativo en México, el cual en términos de producción resulta suficiente para las necesidades internas en el país. A nivel de consumo del maíz blanco, el 52.0% de lo que se produce se emplea en el consumo humano, el 19.0% como consumo pecuario, el 18.0% para la alimentación del mismo productor, 6.0% para exportaciones y el 5.0% para siembra y mermas. En lo que respecta a la producción potencial del maíz blanco, se esperaría un incremento acumulado desde 2016 -2030 de 74.3%, el cual dejaría un superávit importante en los próximos años. En cuanto al maíz amarillo, éste sólo cubre el 24.0% de las necesidades totales internas del país, por lo que se requieren importaciones de EUA (seguido de Argentina, Brasil y Canadá).

### Mercado Americano de Harina de Maíz y de la Tortilla

En EUA, la Tortilla es un alimento básico dentro de la cultura hispana, la cual en la actualidad considera entre el 18.0%-20.0% de la población total en EUA y hacia los próximos 5 años ésta podría estar cercano al 25.0% (2do grupo en crecer más rápido después de los asiáticos). Un dato relevante es que la tortilla supera al pan en dicho territorio, dejando además en los últimos 5 años una TCAC 8.0% en el sector de la comida hispana. En cuanto a una comparación de la Tortilla respecto al Pan, Package Fact menciona que en EUA los americanos gastan más 25.0% más recursos en la Tortilla respecto al Pan, y que dicho porcentaje resultaría mayor en comunidades hispanas y latinas. En cuanto al poder adquisitivo hispano, con datos de la consultoría "Packaged" se menciona que éste resulta 31.0% superior al observado hace 10 años, además de que el 83.0% de los hogares consumen cada vez más alimentos apagados a sus tradiciones.

### Mercado Americano de Maíz

En territorio americano, existen dos principales zonas productoras de maíz, el Medio Oeste Estadounidense y las Planicies (comprenden Dakota del Norte, Dakota del Sur, Nebraska y Kansas). El Medio Oeste Estadounidense contempla la región productora denominada como "Cinturón Maicero", la cual es considerada por su historia como la zona de producción de maíz más importante en EUA, ya que años recientes se contemplaba el 46.0% de la producción total del país. En el otro lado, las "Grandes Llanuras" han cosechado en años previos el 25.0%, dejando el resto de producción a otras regiones de mediano tamaño. Entre los Estados dentro de la Unión Americana con mayor producción encontramos en primer lugar a Iowa, seguido de Illinois y en tercer lugar a Nebraska (este último genera una producción similar a la de Argentina).

## Gruma, Una empresa Líder a nivel Mundial

### Hagamos una descripción de Gruma

Gruma cuenta con una participación en 112 países del mundo.

Gruma es uno de los productores más grandes de harina de maíz y tortilla en el mundo, el cual participa en EUA, México, Europa, Centroamérica, Asia y Oceanía. A través de sus marcas líderes en 75 plantas, la empresa genera una amplia cantidad de productos para atender dichos mercados.

Si bien Gruma cuenta con un alto grado de especialidad en la harina de maíz y en la tortilla, existen otros productos en los que destaca la empresa como son: 1) Frituras con productos como Tortillas chips, Taco shells y Tostadas; 2) "Flatbreads" con Wraps, Pan pita, Naan, Bases de Pizza, Chapatti, Piadina; 3) "Grits" snacks y/o cereal, grits cerveza y polenta; 4) Complementos Palmito, snacks, sazónadores y pastas; y 5) Productos Básicos con arroz y avena (en menor medida)

La Harina de Maíz contiene un alto contenido en fibras, así como vitaminas A, B1, B5, C, E y K, y minerales como calcio, fósforo, zinc, magnesio y potasio.

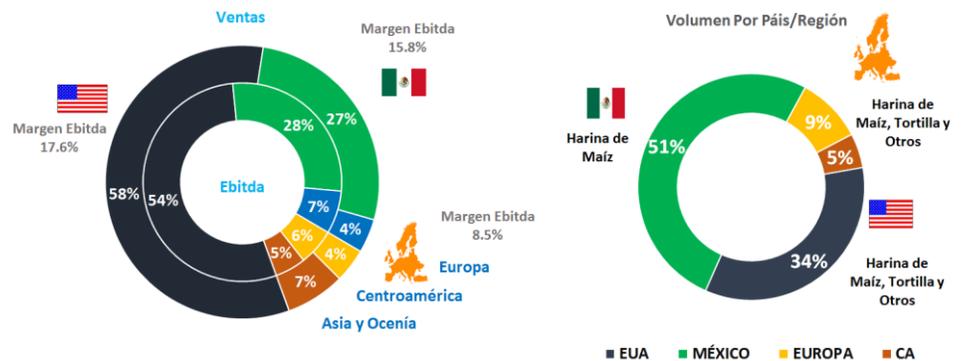
Destacamos la sólida diversificación de Gruma a nivel mundial. **En México** Gruma participa con la empresa Grupo Industrial Maseca y con 2 subsidiarias (Gimsa y Mission), las cuales generan el servicio de industrialización y comercialización de la cadena maíz-masa-tortilla. En el ámbito local destaca como principal marca "Maseca", la cual además de ayudar a llevar la tortilla diversas regiones, es un importante participante en el Grits de maíz en Europa, África y en el Medio Oriente. **En EUA**, la emisora participa con las empresas Azteca Milling y Mission, encontrando para la primera como la principal productora de harina de maíz y a la segunda como la compañía líder en tortilla y otros productos. En EUA destacan las marcas "Mission" y "Guerrero" (la primera es líder en tortilla, en panes planos como wraps, entre otros). **En el resto del mundo** destaca la empresa Mission, pero particularmente en Centroamérica encontramos compañías como Demasa, Demasha, Demagusa, Demasal y Tortimasa. En cuanto a marcas en el mundo encontramos a Tosty, Tortiricas, Rumba, Masarica, Del Fogón, Arroz Lusiana (Costa Rica), Delicados, Rodotec y Tortec (otras regiones).

Uno de los refranes más famosos en México es el "darle vuelta a la Tortilla", el cual refleja el peso de ese alimento en la cultura nacional.

Cabe señalar que las marcas de Gruma en el mundo presenta un liderazgo en el mercado. Para dar cuenta de lo anterior, destacamos que en EUA "Mission" se ubica el primer lugar y "Guerrero" en un segundo lugar, en México "Maseca" se ubica en 1er lugar, en Europa la marca "Misión" se ubica en entre el 2do lugar y el 3er lugar, en Centroamérica "Tortiricas" se ubica como el líder de la región y finalmente, en otros mercados (como Asia y otros) "Mission" se posiciona en el 1er lugar.

A nivel de Ingresos, la división de EUA presenta una participación de 58.0%, seguido de México con el 27.0%, después encontramos a Europa y Centroamérica con el 4.0% ambas regiones y otros con el 7.0%. En cuanto a la diversificación a nivel del Ebitda en Gruma, destacamos que la División en EUA, en México, Europa, Centroamérica y Asia (con Oceanía) presentan una participación de 54.0%, 28.0%, 7.0%, 6.0% y 5.0% respectivamente. Es importante señalar que si bien los principales mercados para Gruma están en EUA y México, en el resto del mundo la empresa ha estado incrementando participación en los últimos 10 años.

### La Diversificación de Gruma a nivel de Volumen, Ingresos y de Ebitda (Margen U12m)



En México, Gruma cuenta con un mercado potencial valuado en \$4,500 mdd, en el cual podría ir ganando terreno a futuro.

Fuente: Monex con información de la emisora.

*El Mercado más importante en la generación de volumen (toneladas) en Gruma es México, pero a nivel de Ebitda es EUA.*

*El segmento de población Hispana en EUA es considerado el 2do grupo con mayor crecimiento, después de los asiáticos.*

*En México, Gruma busca transformar el método tradicional de tortilla hacia un proceso más completo de Harina de Maíz.*

*En 2017 se comentó que Gruma en China estaría vendiendo tortillas a través de la plataforma en línea llamada Alibaba*

## Conozcamos la Estrategia de Negocio de Gruma

Dentro de las principales estrategias de Gruma destacamos los siguientes puntos; 1) Promover el uso de Harina de maíz (con capacitación y de tecnología) respecto al método tradicional, el cual trae beneficios tanto a la empresa como para los productores; 2) Crear marcas reconocidas que los permita posicionarse dentro los primeros lugares a nivel mundial; 3) Adaptarse a las nuevas tendencias en alimentación, ya sea por salud, sustitución, o por tendencia, lo cual permite crear productos orgánicos, libres de gluten, carbohidratos balanceados, trigo puro, multigrano, libre de grasa, entre otros productos; 4) Reducción de SKUs y/o cambio en la mezcla de ventas, lo cual permite adaptar sus productos hacia una mayor rentabilidad y con un mayor margen; 5) Diversificar sus productos en los Mercados de Menudeo e Institucional, generando la capacidad de incremento no sólo de volumen sino de rentabilidad; y 6) Participación en mercados nuevos, ya sea por adquisiciones (8 construcciones de plantas, 6 adquisiciones y 1 expansión en los últimos 10 años) o por la creación de plantas en territorios donde ya participa.

## Gruma en EUA

Con 20 Plantas y 6 Molinos bajo operación, Gruma atiende al mercado americano con productos asociados a la Harina de Maíz y a la tortilla, así como productos relacionados. Como hemos mencionado previamente, las 3 principales marcas en dicho territorio son Mission (como principal), Guerrero y Calidad. A nivel de volumen las Plantas y Molinos en EUA generan una capacidad de 1,820,000 Toneladas Métricas/año, una cifra ligeramente menor a lo generado en México. A nivel de ventas y comercialización en EUA, mediante Misión Gruma logra atender al mercado de menudeo como son los supermercados, tiendas mayoristas, club de precios, mientras que a nivel institucional a los restaurantes y empresas de todo tipo. Cabe señalar que el mercado de menudeo representa el 80.0% de las ventas, mientras que el otro 20.0% es el canal institucional.

## Gruma en México

Con 18 Plantas/Molinos en Operación en territorio nacional, Gruma (GIMSA) atiende al mercado más importante, robusto y con una amplia ventana de oportunidad en términos de consumo. Para dar cuenta de lo anterior, Gimsa presenta una participación del mercado mexicano de harina de maíz el 74.0%, dejando el resto a empresas locales. A nivel de producción, las plantas en México generan una capacidad de 2,051,000 Toneladas Métricas/año (el mayor volumen en Gruma), produciendo principalmente la harina de maíz y trigo para tortillas, fritura de maíz, entre otros productos. Algunos de las iniciativas que Gruma desarrolla en el territorio nacional están asociadas a crear esquemas de transición hacia la harina de maíz desde el método tradicional con su proceso de capacitación y beneficios de la misma, en generar variedades del mismo para los diversos canales de distribución tanto privados, urbanos y rurales y en crear mayor cantidad de centros de distribución.

## Gruma en Europa

Desde su primera incursión en el mercado Europeo en el año 2010 hasta la consolidación actual de 6 Plantas y 3 Molinos, Gruma ha logrado satisfacer la demanda de Tortillas, frituras de maíz y productos derivados del mismo al viejo continente. Hoy su participación en plantas considera países como Italia, Holanda, Rusia, Turquía, Ucrania y España. A través de la marca Mission Europa, Gruma logra atender a los canales de venta al menudeo como son supermercados nacionales, regionales y de pequeños comercios, mientras que en el canal institucional atiende a cadenas de restaurantes, cafeterías y franquicias de comida rápida. De este mercado, cabe señalar que aproximadamente la mitad de las ventas de Mission se realizan a través del canal de ventas al menudeo, y la otra mitad se realiza al segmento institucional. Algo esencial en Europa hacia futuro estará orientada a generar mayor presencia en el canal minorista a través de sus principales marcas.

## Gruma en el Resto del Mundo (Asia, Centroamérica y Otros)

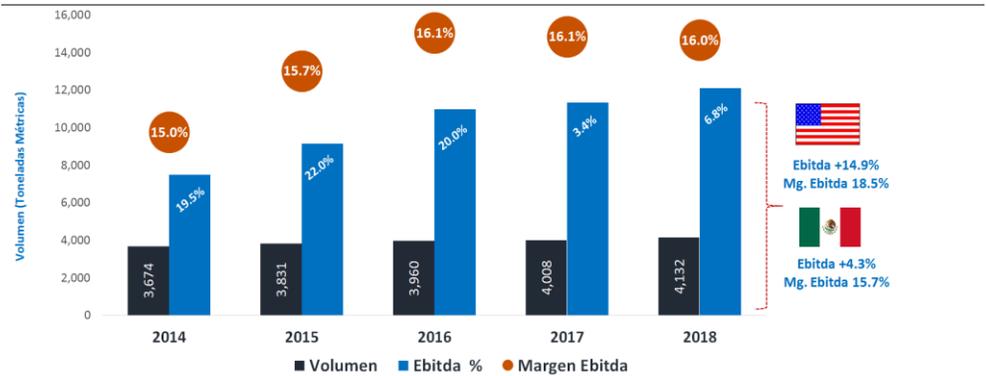
En Centroamérica, Gruma produce harina de maíz, además de tortillas y botanas. En la región, la emisora considera a la harina de maíz como su mayor especialidad, las cuales vista de manera a granel está orientada principalmente a pequeños fabricantes de tortilla a través de venta directa y por medio de mayoristas. Del volumen total de ventas de harina de maíz, las ventas a granel representaron aproximadamente el 50% y las ventas en paquete 50%. Al igual que en México, existen ventanas de oportunidad para Gruma en la región al generar la transición al método de harina de maíz respecto al método tradicional que sigue vigente en la cultura centroamericana.

## Una Crecimiento Favorable en 2018

La División con mayor crecimiento a nivel de Ebitda durante 2018 será la de EUA.

Para 2018 esperamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda Gruma de 7.1% y 6.8%, respectivamente. Dicho crecimiento será resultado de un aumento a nivel de volumen total de 3.1% (4.1 Toneladas Métricas/año) y de 3.8% en el Precio Promedio Ponderado (pesos). En el caso particular de EUA y México, esperamos aumentos en los Ingresos de 6.8% y 5.1% respectivamente y a nivel de Ebitda de 14.9% y 4.3%. Cabe señalar que nuestros crecimientos consideran un TC de \$19.0 para finales de 2018. En cuanto al Margen Ebitda esperamos que éste se ubique en 16.0%, nivel similar al observado durante 2017, el cual además resulta similar al de los últimos 3 años.

### Crecimiento 2018 Volumen-Ebitda (Margen Ebitda U12m)



El Margen Ebitda estimado para 2018 de 16.0% resulta el doble respecto al observado hace 6 años

Fuente: Estimados Monex

### Efecto Cambiario en los Resultados de Gruma

Tomando en cuenta la participación en el mercado americano y el europeo, la empresa cuenta con un efecto de conversión de divisas en dichas regiones. Lo anterior se traduce en un factor que suma/ajusta valor en función del contexto del tipo de cambio, ya que casi el 60.0% del Ebitda de Gruma se encuentra en ambas divisiones. Es importante señalar que lo anterior es independiente al desempeño de la división de México. En caso de observar una depreciación del peso respecto al dólar y el euro generaría un crecimiento adicional por el cambio de los resultados de dichas divisiones al trasladarlos a pesos, sin embargo, en el contexto contrario una apreciación del peso haría que dichos resultados fueran más moderados.

### Catalizadores y Aspectos Favorables de Gruma

Adicional al crecimiento esperado en Gruma, consideramos los siguientes aspectos aditivos de valor en la emisora: 1) Una favorable cobertura de su principal insumo el maíz (40.0% de sus costos) hacia 2018 y 2019, en el cual adicionalmente goza de flexibilidad en la transferencia de precio en caso de un aumento a futuro al ser considerado un producto básico; 2) La apertura de una planta en Dallas (implica el cierre de una con mayor antigüedad), la cual implicaría un aumento en la capacidad instalada y un posible aumento en el volumen en EUA de 5.0% (40,000 toneladas); 3) Posterior a la preliminar versión del TLCAN, destacamos que Gruma resulta un activo sin impacto hasta este punto de las negociaciones; 4) En el mediano plazo, se podría visualizar efectos positivos en materia de impuestos por la reforma fiscal en EUA (pasando una tasa a 21.0% desde 35.0%); y 5) Una mayor participación en el mercado europeo a futuro, ya que si bien por el momento no se prevén posibles adquisiciones, este mercado resultaría una ventana de oportunidad.

En los últimos 5 años el Ebitda de Gruma ha presentado una TCAC de 12.6%

## Sana Estructura Financiera de Gruma

*Pese a que Gruma cuenta con un nivel de apalancamiento mayor respecto a su historia de los últimos 2 años, el nivel actual nos resulta prudente y sano.*

### Deuda

En la actualidad Gruma presenta una sana estructura financiera, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda se ubica en un nivel de 1.6x, dato que resulta prudente y ligeramente inferior al Sector Internacional de 1.9x. Respecto a su historia de los últimos 2 años, la emisora en la actualidad presenta un mayor apalancamiento (años previos de 1.0x), sin embargo, es importante mencionar que éste considera la compra de las acciones de Gimsa.

Cabe mencionar que el 72.6% de la Deuda Total de Gruma se encuentra en dólares, el 25.6% en pesos y el 1.7% restante en Euros. En la actualidad, el perfil de vencimiento de Gruma considera en el 27.0% a corto plazo y el 73.0% restante a Largo Plazo.

### Rentabilidad

Pese a no tener comparables tan cercanos en el giro de negocio, en términos de ROE y ROIC la empresa presenta niveles superiores al promedio de empresas asociadas al sector de alimentos a nivel Internacional y nacional.

En cuanto a dividendos, en los últimos 5 años el monto que Gruma ha destinado para pago de dividendos a sus accionistas ha presentado una TCAC de 23.3%, lo cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 1.5% (considera una significativa alza del precio de la acción). En cuanto al Payout Ratio, el nivel actual de Gruma de 21.8% resulta similar al de algunos de sus comparables, recordando incluso que algunos de ellos no manejan una política de dividendos.

*El "Dividend Yield" promedio de Gruma en los últimos 5 años es de 1.5%.*

| Comparativo Sectorial GRUMA |        |             |                       |            |            |              |              |
|-----------------------------|--------|-------------|-----------------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Empresa                     | País   | DN/Ebitda   | Ebitda/G. Financieros | AT/PT      | PT/CC      | ROE          | ROIC         |
| Ajinomoto                   | Japón  | 1.1x        | 55.1%                 | 2.0        | 1.0        | 11.1%        | 7.0%         |
| Yamazaki                    | Japón  | -0.4x       | 82.2%                 | 1.9        | 1.1        | 6.2%         | 4.2%         |
| Britannia                   | India  | -0.6x       | 45.0%                 | 2.9        | 0.5        | 31.6%        | 26.9%        |
| Saputo                      | Canadá | 1.1x        | 37.4%                 | 2.5        | 0.7        | 15.4%        | 11.1%        |
| Maple                       | Canadá | 0.1x        | 73.2%                 | 4.0        | 0.3        | 9.6%         | 11.0%        |
| JM Sucker                   | EUA    | 2.8x        | 9.3%                  | 2.1        | 0.9        | 19.9%        | 11.2%        |
| Pilgrim's                   | EUA    | 1.6x        | 13.0%                 | 1.5        | 2.1        | 36.8%        | 19.3%        |
| Campbell                    | EUA    | 5.4x        | 17.1%                 | 1.1        | 9.3        | 59.0%        | 13.4%        |
| Flower                      | EUA    | 1.7x        | 12.4%                 | 1.9        | 1.1        | 15.4%        | 9.2%         |
| General M                   | EUA    | 4.6x        | 8.6%                  | 1.3        | 3.2        | 30.0%        | 9.8%         |
| Kellog                      | EUA    | 3.2x        | 10.3%                 | 1.2        | 5.5        | 67.9%        | 11.5%        |
| <b>Internacionales</b>      |        | <b>1.9x</b> | <b>33.0%</b>          | <b>2.0</b> | <b>2.3</b> | <b>22.1%</b> | <b>12.2%</b> |
| Bimbo                       | México | 2.9x        | 4.6%                  | 1.5        | 2.2        | 7.3%         | 5.0%         |
| <b>Locales</b>              |        | <b>1.7x</b> | <b>23.6%</b>          | <b>1.8</b> | <b>1.9</b> | <b>26.2%</b> | <b>13.9%</b> |
| Gruma                       | México | 1.6x        | 14.3%                 | 1.6        | 1.5        | 24.9%        | 15.6%        |

Fuente: Bloomberg

## Riesgos

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

*Un aspecto a considerar a futuro es que los precios del maíz han presentado un importante repunte durante 2018.*

- Un entorno económico internacional y local desfavorable podría llevar a Gruma a disminuir su volumen, generando ajustes en sus ingresos y en la generación de flujo.
- Un escenario de aumentos abruptos en los precios del maíz podría generar un efecto adverso en el aspecto operativo de la emisora.
- En caso de presentarse incrementos abruptos en los precios de los energéticos, podríamos observar presiones a nivel operativo en los resultados de la emisora.
- Pese a un efecto neutral en el TLCAN, medidas arancelarias en el sector agrícola podría generar un entorno de volatilidad en los precios, afectando las expectativas de la emisora.

*El cambio climático podría generar cambios en oferta y demanda de maíz, y por ende, en los precios de los mismos.*

- En el mercado internacional existen diversos competidores en el segmento de la Tortilla y sus derivados, por lo que una mayor fortaleza de los mismos podría implicar cambios en la participación de mercado para Gruma.
- Diversos efectos climatológicos podrían afectar la producción de maíz a nivel mundial, lo cual afectaría a productores, como es el caso de Gruma
- Recientemente se dio a conocer que podrían existir aspectos laborales de distribución independiente en EUA, el cual podría generar mayor cantidad de gastos en el futuro.
- Existen regulaciones sobre el uso de maíz transgénico, éstos podrían generar afectaciones en los mercados tradicionales, y esto a su vez afectar la futura producción de Gruma.
- La compañía ha logrado transformar el mercado tradicional en México hacia la generación de productos de Harina de maíz, sin embargo, dicho proceso podría implicar periodos más prolongados hacia futuro, generando menores crecimientos en el mercado interno.
- Si bien no es un efecto común, una fortaleza del peso respecto al Dólar y el Euro podría generar contracción en los resultados de dichas divisiones con la mezcla de estas divisas.
- La implementación de nuevas leyes en los países donde tiene presencia Gruma podría causar restricciones en los procesos de producción/venta, limitando el crecimiento.

## Otros

Destacamos los siguientes aspectos de Gruma:

- Gruma tiene un 48.0% de Float, mientras que el 52.0% restante se encuentra en el grupo de control.
- La emisora tiene un “peso” aproximado en el S&P BMV IPyC de 1.7%
- Desde 2016, Gruma ha mantenido un fondo de recompra, el cual en 2018 considera un monto de \$2,500 mdp (equivalente a 11 días de operación promedio)
- En los últimos 13 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 2,223.0%

*El monto del fondo de recompra de Gruma para 2018 resulta 3.8x superior al destinado el año previo (equivale a 11 días de operación promedio).*

## Estados Financieros

| Estado de Resultados       |        |        |        |       |
|----------------------------|--------|--------|--------|-------|
| Montos (Millones de pesos) | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2018E |
| Ingresos Totales           | 68,207 | 70,580 | 75,587 | 7.0%  |
| Resultado operativo        | 9,326  | 9,320  | 9,990  | 7.1%  |
| Ebitda                     | 10,964 | 11,334 | 12,109 | 6.8%  |
| Utilidad Neta              | 6,234  | 6,213  | 5,825  | -6.2% |
| Margen Operativo           | 13.67% | 13.20% | 13.22% | 0.0%  |
| Margen Ebitda              | 16.1%  | 16.1%  | 16.0%  | -0.0% |
| Margen Neto                | 9.14%  | 8.80%  | 7.71%  | -1.1% |

Fuente: Estimados Monex

| Balance General         |          |          |
|-------------------------|----------|----------|
| Montos (Miles de pesos) | 2017     | 2T18     |
| Activo Total            | \$60,821 | \$65,456 |
| Activo Circulante       | \$24,708 | \$29,096 |
| Activo No Circulante    | \$36,113 | \$36,360 |
| Pasivo Corto Plazo      | \$14,752 | \$19,651 |
| Pasivo Largo Plazo      | \$20,091 | \$20,065 |
| Pasivo Total            | \$34,843 | \$39,716 |
| Capital Contable        | \$25,978 | \$25,740 |

Fuente: Estimados Monex

## Directorio

### Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

|                              |  |                        |  |
|------------------------------|--|------------------------|--|
| Carlos A. González Tabares   | Director de Análisis y Estrategia Bursátil | T. 5231-4521           | <a href="mailto:rgonzalez@monex.com.mx">rgonzalez@monex.com.mx</a> |
| Janneth Quiroz Zamora        | Subdirector de Análisis Económico          | T. 5231-0200 Ext. 0669 | <a href="mailto:jquirozz@monex.com.mx">jquirozz@monex.com.mx</a>   |
| Fernando E. Bolaños S.       | Gerente de Análisis                        | T. 5230-0200 Ext. 0720 | <a href="mailto:fbolanos@monex.com.mx">fbolanos@monex.com.mx</a>   |
| J. Roberto Solano Pérez      | Analista Bursátil Sr.                      | T. 5230-0200 Ext. 4451 | <a href="mailto:jrsolano@monex.com.mx">jrsolano@monex.com.mx</a>   |
| Verónica Uribe Boyzo         | Analista Bursátil                          | T. 5230-0200 Ext. 4287 | <a href="mailto:vuribeb@monex.com.mx">vuribeb@monex.com.mx</a>     |
| Juan Francisco Caudillo Lira | Analista Técnico Sr.                       | T. 5231-0016           | <a href="mailto:jcaudillo@monex.com.mx">jcaudillo@monex.com.mx</a> |
| César Adrian Salinas Garduño | Analista de Sistemas de Información        | T. 5230-0200 Ext. 4790 | <a href="mailto:casalinag@monex.com.mx">casalinag@monex.com.mx</a> |

## 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.