

# Reporte trimestral

## GRUMA : Crecimientos sólidos vs el año anterior supera expectativas en todos sentidos

### GRUMA B

COMPRA VI: 2015M \$ 290.00

Precio (MXN) (serie B)	248.65
Máx/mín (18M)	255.17 / 130.1
Rendimiento esperado	16.6%
Valor de mercado (MXN M)	107,603
Valor de la empresa (MXN M)	119,343
Acciones en circulación (M)	433
Flotante	27%
Importe prom. 60 días (MXN M)	182

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 21 de Octubre de 2015

▲ Fuente: VectorAnálisis

► El fuerte crecimiento en volúmenes en los EU, aparejado con un mejor tipo de cambio que el esperado, empuja crecimiento en ingresos y Uafida por arriba de estimados. El bajo ritmo de crecimiento en costos, inferior a ingresos, hizo la diferencia a pesar de haber enfrentado proporcionales mayores gastos.

► Mantiene cómoda holgura en su apalancamiento, tanto en cobertura como en plazo; más del 90% de su Deuda denominada en dólares.

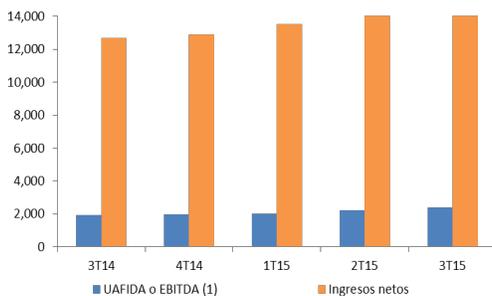
► Nuevo valor intrínseco 12 meses calculado en \$290.0

La sorpresa positiva que sospechábamos podía producirse se hizo de nuevo evidente en este 3T15, al mostrar crecimientos vs el año pasado de más de 20%’s-altos en su bloque operativo, comparado con los ya de por sí optimistas avances de 15%’s y cerca de 20%’s que preveíamos en sus ingresos y en el Uafida. La desviación operativa de alrededor de 5% de más a favor de la empresa respecto a nuestras expectativas volvió a hacer de este 3T15 otro eslabón positivo adicional en el avance del grupo. Y más aún si tomamos en cuenta que también la utilidad neta se alineó muy bien esta vez al bloque operativo, al avanzar 20% más, contrastando con la caída que esperábamos derivado de impactos cambiarios; ciertamente el efecto fuertemente positivo del resultado por instrumentos derivados (por coberturas de maíz favorables a Grupo Maseca) hizo toda una gran diferencia, neutralizando y superando en mucho la pérdida cambiaria registrada en este tercer período; este fue sin duda el elemento sorpresa de estos resultados.

Los ingresos se volvieron a beneficiar del aumento de 5% en volumen, derivado de la operación de Gruma Corporation (con un 6% de mayor volumen, empujado por EU y Europa) y claramente por el efecto de la traslación a pesos de sus ventas cerradas en dólares, un doble efecto benéfico cuya proporción sólo podíamos parcialmente predecir en función de los resultados favorables vistos durante la primera mitad del año. También Grupo Maseca tuvo un aumento de 2% más en su volumen, incremento parcialmente neutralizado por la baja de 1% registrada en el volumen de Centroamérica.

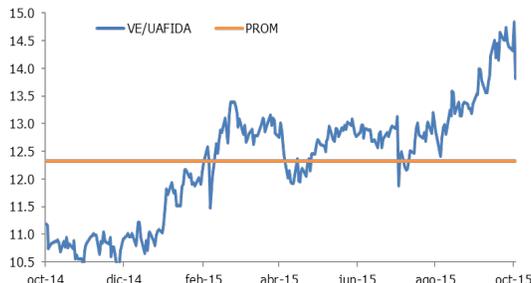
Tal y como se intuía, considerando el contexto en el que se había venido contrayendo los costos del grupo, estos avanzaron clara y nuevamente por debajo de los ingresos a nivel global, es decir, fueron casi 3% menores al nivel de 21% con que crecieron sus ingresos, no obstante que se dijo esta vez que el costo del maíz incluso fue superior en Gimsa (Grupo Maseca). Los bajos costos en EU, derivados de una mejor mezcla de ventas y mejor absorción de costos fijos debido al mayor volumen, hicieron la mayor diferencia, empujando al final a que la utilidad operativa creciera 29% y 25% su Uafida, a pesar que sus gastos operativos avanzaron en 26% vs el año pasado, es decir 5% más arriba que el ritmo de ventas. Asimismo, contribuyó la división de Centroamérica a la baja en costos, explicado por los menores costos en materias primas y en energía; no obstante, este beneficio fue neutralizado en parte por el efecto de depreciación del peso.

### Ingresos y Uafida



▲ Fuente: VectorAnálisis

### Tendencia del múltiplo VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

### Resultados por principales divisiones

	TRIMESTRES		
	3T15	3T14	VAR (%)
<b>Gruma Corporation</b>			
Harina de maíz, tortilla y otros			
VOLUMEN DE VENTAS	441	416	6
VENTAS NETAS	9,909	9,629	3
UTILIDAD BRUTA	3,950	3,702	7
Margen Bruto	39.9%	38.4%	24
UTILIDAD DE OPERACION	1,126	908	24
Margen de Operación	11.4%	9.4%	
UAFIRDA	1,435	1,220	18
Margen UAFIRDA	14.5%	12.7%	
<b>GIMSA</b>			
Harina de maíz y otros			
VOLUMEN DE VENTAS	463	452	2
VENTAS NETAS	3,928	3,775	4
UTILIDAD BRUTA	1,231	1,190	3
Margen Bruto	31.3%	31.5%	3
UTILIDAD DE OPERACION	559	544	3
Margen de Operación	14.2%	14.4%	
UAFIRDA	713	725	2
Margen UAFIRDA	18.9%	19.2%	
<b>GRUMA CENTROAMERICA</b>			
Harina de maíz y otros			
VOLUMEN DE VENTAS	49	50	(1)
VENTAS NETAS	1,046	857	22
UTILIDAD BRUTA	407	304	34
Margen Bruto	38.9%	35.5%	
UTILIDAD DE OPERACION	118	77	53
Margen de Operación	11.3%	9.0%	
UAFIRDA	141	98	44
Margen UAFIRDA	13.5%	11.5%	
<b>OTRAS Y ELIMINACIONES</b>			
VOLUMEN DE VENTAS	15	7	118
VENTAS NETAS	430	(1,595)	127
UTILIDAD BRUTA	299	(509)	159
Margen Bruto	69.5%	31.3%	
UTILIDAD DE OPERACION	186	39	377
Margen de Operación	43.3%	2.4%	
UAFIRDA	93	(114)	182
Margen UAFIRDA	21.6%	(7.1%)	
<b>CONSOLIDADO</b>			
VOLUMEN DE VENTAS	968	924	5
VENTAS NETAS	15,111	12,665	21
UTILIDAD BRUTA	5,888	4,687	26
Margen Bruto	38.4%	37.0%	
UTILIDAD DE OPERACION	1,990	1,569	27
Margen de Operación	13.0%	12.4%	
UAFIRDA	2,412	1,929	25
Margen UAFIRDA	15.8%	15.2%	

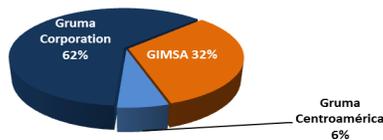
▲ Fuente: Gruma/VectorAnálisis

### Ventas y Uafirda

**Ventas Netas  
3T15**



**Uafirda  
3T15**



▲ Fuente: Gruma/VectorAnálisis

Gruma explicó que los altos gastos de “otras subsidiarias” y las eliminaciones intercompañías en “Gruma Centroamérica” fueron la causa del disparo en gastos de operación; no obstante, y a pesar de este fuerte efecto, el crecimiento importante de su flujo operativo fue más que evidente. Específicamente, en cuanto a sus mayores gastos se habló de cuotas más altas en las regalías a Gruma Holding, gastos adicionales para el equipo de ventas y mayores erogaciones aplicadas al mercadeo. También se dijo que en Gruma Corp se tuvo un mayor crecimiento en gastos -en términos absolutos- debido al lanzamiento de la marca Mission, la reciente adquisición en España, mayores gastos por comisiones en ventas y mayores gastos publicitarios en EU, todos dirigidos al negocio de la tortilla.

Por el lado de su balance volvimos a ver una relativa estabilidad en su nivel de apalancamiento (Deuda Neta/Uafida = 1.2 veces) y un favorable incremento hacia las 19.1x en su cobertura de intereses vs 10.9 veces del año pasado. Su deuda total por \$12.7mm resultó ser casi 8% menor que el año pasado, mientras que su deuda neta decreció en 18% vs el 3T14 debido al muy fuerte aumento de 90% en el nivel de efectivo y equivalente de efectivo con el que cerró este último trimestre. En términos de dólares (el 92% de su deuda está en esa moneda), la deuda total fue de US\$753m, esto es, US\$17m más que al cierre de junio pasado, debido a la compra de un 2% más en la participación de Grupo Maseca, posición valuada en alrededor de US\$25m. La mayor parte de la deuda de Gruma (53%) está concentrada en el 2024, y secundariamente en el 2018 (23%), horizonte y estructura más que cómoda para la perspectiva operativa y financiera del grupo.

En suma, el panorama recogido de estas cifras es por todos lados favorable, incluso algo más de lo que ya anticipábamos. Nuestra revisión al alza del precio intrínseco a 12 meses es obligada, tanto por el efecto de estos ya de por sí positivos resultados (que implica una nueva mejora en márgenes) como por el desplazamiento del horizonte de expectativas de tres meses más a futuro.

Esto nos lleva a la definición de un nuevo precio intrínseco en los \$290.0 hacia los próximos 12 meses en función de haber incorporado los mejorados actuales resultados, de haber incrementado ligeramente los márgenes operativo y Uafida, y haber también considerado la posibilidad de mejoras en la utilidad neta a partir del efecto de diversas coberturas que hoy día ha dejado ver la empresa. Igualmente el crecimiento en volúmenes y precios han sido marginalmente modificados al alza en EU, especialmente tras ver que en este país el fuerte incremento del 6% en el volumen ha correspondido a una expansión más que proporcional al crecimiento esperado en el PIB de aquel país, síntoma todo de un avance acelerado dentro de esa importante y muy clave división.

Información financiera comparativa al 3T15

Cifras en Millones de MXN (excepto datos por acción)

<b>Estado de Resultados</b>					
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3	15-3/14-3	15-3/15-2
<b>Ingresos netos</b>	12,665	14,280	15,313	20.9%	7.2%
Costo de ventas	7,979	8,855	9,425	18.1%	6.4%
Gastos generales	3,030	3,584	3,813	25.9%	6.4%
Otros ingresos y (gastos) neto	-88	-2	-85	-4.0%	3879.8%
<b>Utilidad de operación</b>	1,569	1,840	1,990	26.8%	8.2%
<i>Margen de operación</i>	12.4%	12.9%	13.0%		
<b>UAFIDA</b>	1,929	2,242	2,412	25.0%	7.6%
<i>Margen UAFIDA</i>	15.2%	15.7%	15.8%		
Ingresos (gastos financieros)	-205	-59	-88	-57.2%	48.7%
Part. en result. de asociadas	0	0	0	N.C.	N.C.
Utilidad antes de impuestos	1,364	1,781	1,902	39.5%	6.8%
Impuestos a la utilidad	236	558	452	91.5%	-19.0%
Operaciones discontinuadas	87	-67	19	-78.8%	N.C.
Participación no controladora	61	74	85	40.4%	14.7%
<b>Utilidad neta</b>	1,154	1,081	1,383	19.8%	27.9%
<i>Margen neto</i>	9.1%	7.6%	9.0%		
Amortización y depreciación operativa	361	402	422	17.1%	5.0%
<b>Balance General</b>					
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3	15-3/14-3	15-3/15-2
<b>Activos Totales</b>	42,008	44,601	47,967	14.2%	7.5%
Activos circulantes	18,747	17,851	19,725	5.2%	10.5%
Efvo. y equivalentes de efvo.	1,297	2,369	2,475	90.8%	4.5%
Clientes (neto)	4,620	5,236	5,646	22.2%	7.8%
Inventarios	6,194	7,277	8,090	30.6%	11.2%
Otros activos circulantes	4,329	579	597	-86.2%	3.3%
Activo no circulantes	23,261	26,750	28,242	21.4%	5.6%
Inversiones	14	14	15	2.1%	2.6%
Prop., Planta y Equipo (neto)	16,687	18,596	19,620	17.6%	5.5%
Activos intangibles (neto)	2,683	3,510	3,613	34.7%	2.9%
Otros activos no circulantes	3,143	3,144	3,146	0.1%	0.1%
<b>Pasivos Totales</b>	25,679	24,773	26,692	3.9%	7.7%
Pasivos circulantes	10,018	12,162	12,168	21.5%	0.0%
Deuda a corto plazo	1,966	2,485	2,134	8.5%	-14.1%
Proveedores	3,354	4,257	4,489	33.8%	5.4%
Otros pasivos circulantes	4,356	5,102	5,202	19.4%	2.0%
Pasivos no circulantes	15,661	12,610	14,523	-7.3%	15.2%
Deuda a largo plazo	11,800	8,902	10,580	-10.3%	18.9%
Otros pasivos no circulantes	1,725	1,271	1,165	-32.5%	-8.3%
Deuda total	13,767	11,387	12,714	-7.6%	11.7%
Deuda neta	12,469	9,018	10,239	-17.9%	13.5%
<b>Capital Contable</b>	16,329	19,828	21,275	30.3%	7.3%
Participación controladora	14,820	18,250	19,775	33.4%	8.4%
Participación no controladora	1,509	1,579	1,500	-0.6%	-5.0%
<b>Razones e información por acción</b>					
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3		
<b>Razones:</b>					
ROE	32.3%	25.1%	24.7%		
ROA	11.9%	10.9%	11.0%		
Deuda neta/UAFIDA (veces)	1.7	1.1	1.2		
Cobertura de intereses (veces)	10.9x	20.5x	19.1x		
Deuda corto plazo/Deuda total (%)	14.3%	21.8%	16.8%		
Liquidez (veces)	1.9	1.5	1.6		
Pasivos moneda extranjera/Pasivos Totales	58.2%	67.7%	69.8%		
Apalancamiento neto	84.1%	49.4%	51.8%		
<b>Información por acción:</b>					
Acciones (mill.)	433	433	433		
Valor en Libros por Acción (VL)	34.2	42.2	45.7		
Utilidad por acción	2.67	2.50	3.20		
UAFIDA por acción	4.46	5.18	5.57		

Fuente: BMV, la empresa y estimaciones de Vector Casa de Bolsa S.A. de C.V.

n.c.: Información no comparable

▲ Fuente: Vectoranálisis con información de la BMV

# Revelación de los análisis

## Disclosure

### Certificación de los Analistas

Los Analistas que elaboran las recomendaciones respecto de los valores referidos, son: Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153), Gaspar Quijano Paredes (gquijano@vector.com.mx, ext. 3687), Rafael Escobar y Cárdenas (rescobar@vector.com.mx, ext. 3734), Marco Montañez Torres (mmontane@vector.com.mx, ext. 3706), Gerardo Cevallos Orvañanos (gcevallo@vector.com.mx, ext. 3686), Héctor Manuel Maya López (hmaya@vector.com.mx, ext. 3284), Jorge Herrera Delgadillo (Análisis Técnico, jherrera@vector.com.mx, ext. 3777), los cuáles hacen constar que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de su opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido y están basados en información pública donde se distingue la información financiera histórica de la estimada o proyectada por el área de análisis, así como sus principales supuestos. Asimismo manifiestan que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar su opinión en algún sentido específico en este documento. El listado de las emisoras objeto de las recomendaciones respecto de los valores referidos por cada uno de los Analistas es presentado en la última página o contraportada del Semanario Financiero, o en la primera página del reporte de análisis que se trate, así como el nombre e información del Analista en el pie de página de la recomendación de la emisora. Los señores Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153) y/o Rodolfo Navarrete Vargas (rnavarre@vector.com.mx, ext. 3646) indistintamente son las personas encargadas de la revisión y aprobación de los reportes de análisis. Declaraciones relevantes Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener inversiones en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser objeto del presente reporte. Sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privilegiada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Remuneración de Analistas La remuneración de los Analistas se basa en el desempeño de sus actividades de manera correcta, adecuada y objetiva y dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y sus filiales y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en financiamiento corporativo, banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses

Vector Casa de Bolsa y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a financiamiento corporativo, colocaciones, banca de inversión y servicios de corretaje, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Vector Casa de Bolsa o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados. Vector Casa de Bolsa, en el transcurso de los últimos doce meses, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de financiamiento corporativo, banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: AB&C Leasing, Alsea, Aeromex, Cemex, Chdrauí, Consubanco, Cultiba, Finn, Fibrmaq, Funo, Gfamsa, Gfnorte, Gfinter, Gicsa, Interjet, Medica, Mexchem, Nafin, Pinfra, Sanmex, Sare. Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses Vector Casa de Bolsa o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta financiamiento corporativo, banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte. Tenencia de valores y otras revelaciones Vector Casa de Bolsa o sus filiales no mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos, a excepción de las siguientes emisoras en las que se mantiene o supera dicho porcentaje: Gfamsa, IASASA, Axtel, Pasa, DATPCK, Urbi, ACWI, Pochtec, Q,Fmty, Geo, EDC, Autlan, Savia, CMR, UUP, Soriana, Cemex, Sare, ICA, Homex, AHMSA, Maxcom, Accelsa, Teak, 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.

### GRUMA Historia de recomendaciones

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.

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
2015/10/22	Compra	290.0
2015/08/21	Compra	245.0
2015/07/24	Compra	230.0
2015/04/09	Mantener	205.0
2015/04/08	Compra	205.0
2015/03/13	Mantener	205.0
2015/02/27	Compra	205.0
2014/12/17	Compra	166.0

### Determinación del valor intrínseco 12 meses

Para el cálculo del valor intrínseco 12 mese (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 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.

<b>Vector Casa de Bolsa</b>	<b>Compra</b>	<b>Mantener</b>	<b>Venta</b>	<b>En Revisión</b>	<b>No Calificada</b>
<b>Distribución de las calificaciones de Análisis</b>	<b>72%</b>	<b>22%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>-</b>
<b>Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión</b>	<b>70%</b>	<b>21%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
<b>Datos al 30 Junio, 2015</b>					