

PERSPECTIVAS CON SIGNUM RESEARCH

ARMANDO RODRÍGUEZ/ JORGE NOYOLA*

Gruma y la fortaleza del consumo

Fundada en 1949, Gruma SAB de CV (clave de cotización: GRUMA) es uno de los productores más grandes de harina de maíz y tortillas en el mundo, con marcas líderes en la mayoría de sus mercados. La empresa opera principalmente en Estados Unidos, México, Centroamérica, Europa, Asia y Oceanía

Cuenta con alrededor de 19,500 empleados y 75 plantas de producción. En el 2015, GRUMA logró ventas netas de aproximadamente 3,400 millones de dólares, de las cuales 73% provino de las operaciones fuera de México.

La tortilla es el segundo producto más importante en la canasta básica de los mexicanos, sólo después de la carne de res. Con base en las cifras del Department of Agriculture en Estados Unidos, México es el quinto consumidor de maíz más importante a nivel mundial; de este consumo, el país necesita importar aproximadamente 29% de sus volúmenes de maíz.

El consumo per cápita de tortillas en México disminuyó de 1980 al 2008, debido a que los subsidios de tortilla en México desaparecieron a finales de los años noventa. Asimismo, el mayor poder adquisitivo de los mexicanos orientó a consumir alimentos con más contenido calórico. Sin embargo, podemos observar que la tendencia del consumo de tortilla ha aumentado en los últimos años, desde 72.1 kg en el 2000 hasta 85 kg en el 2015.

Cerca de 80,000 tortillerías operan en México. De acuerdo con datos de la empresa, 64% de ellas continúan bajo el método tradicional, en el cual, el maíz representa alrededor de 67% de los costos. Cabe mencionar que el precio de la tortilla en promedio se ha mantenido relativamente constante en México desde el 2012, oscilando en un rango entre 12 y 13 pesos por kilo.

De acuerdo con los resultados de Demanda Agregada, publicados por el Inegi, el consumo privado se mantiene como el principal impulsor del crecimiento económico en México, apoyado por el aumento en los salarios reales, robustas remesas, inversión extranjera y la expansión del crédito, principalmente. En este sentido, existen fuertes fundamentos para in-

cidir en el largo plazo en la economía, al menos a través del consumo.

El costo de los productos vendidos de GRUMA proviene principalmente de la fluctuación en el precio del maíz, en el caso de cada división representa un porcentaje distinto. No obstante, hemos observado un descenso en el precio de su principal insumo desde mediados del 2012 a la fecha.

Típicamente, un incremento en los precios del maíz representa un impacto proporcional en el flujo operativo (EBITDA) consolidado, relativamente mitigado por las coberturas cambiarias que usualmente son contratadas a 12 meses en el futuro. Sin embargo, estas no son suficientes para mitigar los efectos totales del aumento en precios.

GRUMA es parte del Índice de Precios y Cotizaciones, con un peso aproximado de 8.46 por ciento. De acuerdo a nuestro análisis de rentabilidad de ROIC (Return on Invested Capital) y ROE (Return on Equity) de la Bolsa Mexicana de Valores, GRUMA se ha mantenido como una de las quince empresas más rentables en términos de ROIC y ocupa el cuarto lugar en el análisis de ROE, y se encuentra en el primer decil en el ROIC.

Es posible observar desde el 2011 una correlación negativa (de 85%) en el precio de la acción respecto a la cotización de los futuros del maíz. Esta correlación nos muestra como el precio spot del maíz influye en el precio de la acción diariamente a pesar de las coberturas que conserva la empresa sobre este commodity.

Estimamos un escenario positivo para GRUMA fundamentando en los siguientes puntos:

1) Alto potencial de crecimiento. Proyectamos que el flujo operativo de la empresa EBITDA incremente anualmente en 9% en el 2016 y 8% en el 2017 (en dólares) apoyado en un ma-



Fecha 19.08.2016	Sección Termómetro Económico	Página 6
----------------------------	--	--------------------

yor consumo per cápita en EU y mayores márgenes operativos en Europa y Centroamérica.

2) Exposición al mercado hispano de EU.

Las operaciones de EU representan 54% de las ventas 60% del EBITDA y se encuentran totalmente dolarizadas.

3) Valuación atractiva. Opera a un múltiplo Valor Empresa/EBITDA 2016E y 2017E de 11.4x y de 10.3x, respectivamente, comprado contra el promedio de la muestra global de 13.4x y 12.2x.

Hablaremos a detalle de nuestro precio objetivo y potencial de la acción de mediano plazo

en nuestras próximas publicaciones en www.signumresearch.com.

** Armando Rodríguez es gerente de Análisis y Jorge Noyola es analista en Signum Research.*

73%
E LAS VENTAS
de la emisora
proviene del
extranjero.



Gruma tiene en el mundo 75 plantas de producción.

FOTO: ESPECIAL