

Octubre 2014
Corporativo Fragua, S.A.B de C.V
FRAGUAB.MX

Cobertura de Seguimiento: Empresa con estrategia de expansión agresiva.

Recomendación de Inversión: MARKET UNDERPERFORM

Precio: \$ 243.00 MXN

IPC (Índice de Precios y Cotizaciones): 44,884.43

- La empresa continúa su plan de expansión agresivo, manteniendo una razón de apertura de una Superfarmacia cada 4 días, superando las metas estimadas.
- Cuenta con dos Centros de Distribución localizados en zonas geográficas estratégicas.
- Mantiene niveles de liquidez y capital suficiente para financiar los programas de crecimiento sin tener que recurrir pasivos con costo.
- A la fecha opera con 1,270 Superfarmacias alrededor de la República Mexicana, atendiendo 23 estados y 285 ciudades.
- Existe un amplio mercado potencial en el sureste del país, el cual podría aprovechar para aumentar su presencia en esta zona.
- **Precio Objetivo: \$ 237.50 MXN**

Valuación	2013	2014 E	2015 E
UPA	\$ 9.06	\$ 10.80	\$ 12.14
P/UPA	25.08x	22.50x	19.57x
EBITDA por Acción	\$ 12.91	\$ 16.39	\$ 15.60
Precio/EBITDA	17.61x	14.83x	15.22x

Perfil Financiero

Acciones en circulación:.....98, 387,254
Valor de Capitalización:.....23,908.1 mdp
Rango 52 semanas:.....210 – 255.21
Beta ajustada:.....0.27
Dividendo:.....1.20 MXN
Rendimiento dividendo:.....0.49%

Perfil General

Ubicación: El Corporativo se encuentra en la Ciudad de Guadalajara: Av., Enrique Díaz de Loen 261 Nte. Col. Villaseñor Guadalajara, Jal. México. C.P. 4460

Industria: Bienes de consumo básico

Sector: Comercio y farmacias

Descripción: Empresa constituida desde 1983, cuya actividad está conformada por la compra, distribución, venta de medicamentos, alimentos, productos de belleza e higiene personal y productos para el hogar, a través de su principal subsidiaria: Farmacias Guadalajara, S.A de C.V

Productos y Servicios: La empresa ofrece una gran variedad de productos de consumo básico diario, contando con una marca propia de alimentos no medicinales, donde las ventas de medicinas representan un 47%, mientras que el 25% pertenece a alimentos y el 28% restante a productos de cuidado a la salud, entre otros.

Dirección en Internet: <https://www.farmaciasguadalajara.com.mx>

Adrian Treviño Cavazos
Alan Flandes Loman

Ma. Concepción del Alto Hernández
Jesús David Valverde

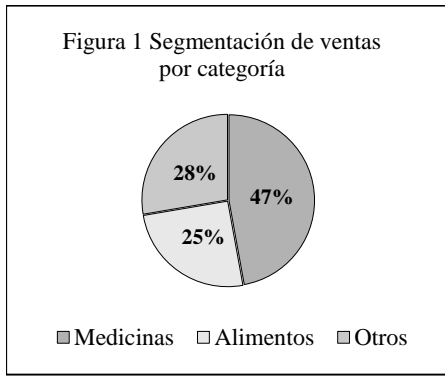
Los Reportes Burkenroad para Latinoamérica son elaborados por un selecto grupo de estudiantes del ITESM Campus Monterrey. Este reporte está basado en información disponible al público y no pretende ser un análisis exhaustivo de toda la información relevante referente a los valores mencionados y su exactitud no puede ser garantizada. Este reporte no pretende ser una oferta de compra o venta de los instrumentos analizados.

Reportes Financieros
Burkenroad Latinoamérica (México)

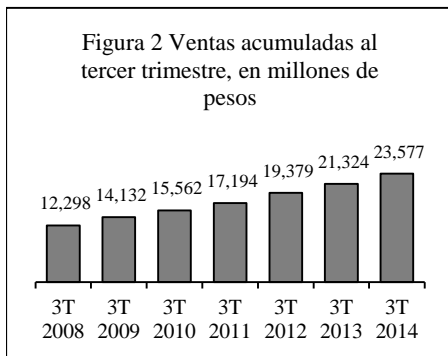
Tecnológico
de Monterrey



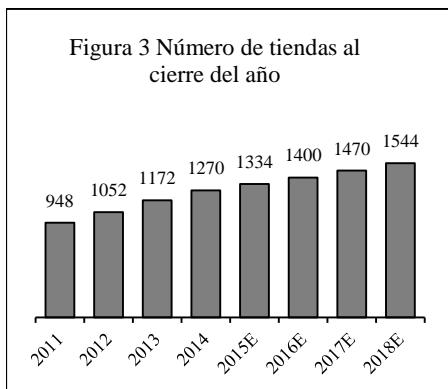
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA



Fuente: Thomson ONE



Fuente: Elaboración propia con datos de Ecomatrica



Fuente: Elaboración propia con datos de la empresa

Tabla 1 Precios Objetivos de Reportes Bunkenroad anteriores

	Precio Objetivo	Precio Mercado a la fecha del reporte
03/Nov/2003	\$26.58	\$21.25
30/Oct/2012	\$220.16	\$204.8

El Corporativo Fragua, S.A.B. de C.V. fue constituido en 1983 iniciando con un nuevo concepto de Superfarmacia para aprovechar la creciente apertura comercial y las nuevas formas de comercialización que se presentaban en el país; teniendo tres aspectos clave como pilar para el éxito: personal capacitado, concepto de Superfarmacia y tecnología. Los inicios de Farmacias Guadalajara datan de Marzo de 1942 con la visión de Francisco Arroyo Verduzco de crear mejores condiciones de vida y aprovechando la creciente economía que se presentaba en el país.

Con esta nueva combinación entre farmacia tradicional y tienda de conveniencia, la compañía compra, distribuye y vende medicamentos, alimentos, productos de belleza e higiene personal y productos para el hogar, entre otros. Como se puede ver en la Figura 1, las ventas provenientes de productos no medicinales y alimentos contribuyen en un porcentaje importante para la empresa gracias al nuevo formato de Superfarmacia y a la amplia variedad de productos de consumo y uso diario que ofrece la compañía.

En Octubre de 1997, el corporativo tomo la decisión de llevar a cabo una oferta pública de acciones, colocando aproximadamente el 20% de su capital en la Bolsa Mexicana de Valores, donde se logró recaudar \$230.4 millones; los cuales fueron utilizados para iniciar una expansión más agresiva.

Empresa en la Actualidad

La empresa se encuentra en un proceso fuerte de expansión, que solo es superado por las tiendas de conveniencia; teniendo como meta abrir una tienda cada seis días, compromiso que han logrado superar ya que la razón actual es de una tienda cada 4 días. El corporativo cuenta con 1,270 sucursales con presencia en 285 ciudades en 23 estados de la República Mexicana.

A lo largo del tercer trimestre del año 2014, se han abierto 36 nuevas sucursales en distintos estados de la república, por lo que las aperturas mantienen un ritmo acelerado ya que han sobrepasado la meta establecida de 1,262 Superfarmacias al finalizar el año.

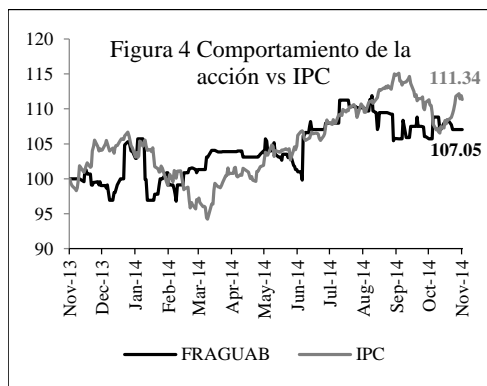
A la fecha más reciente, Fragua cuenta con 26,191 empleados, creando 2,730 nuevos empleos en lo que va del año, que representa un incremento del 11.6% con respecto al año anterior. De acuerdo a información de la compañía, los colaboradores son un pilar clave para continuar con la estrategia de proximidad y expansión.

La compañía ha logrado cuidar la eficiencia y la rentabilidad del negocio a través de su etapa de expansión ya que han logrado mantener un crecimiento constante en ventas. (Ver Figura 2)

Corporativo Fragua ha iniciado con la construcción de su segundo Centro de Distribución (Cedis) en la zona norte del país en el municipio de García, Nuevo León para abastecer principalmente a todas las sucursales del norte del país. La primera fase del Cedis requirió una inversión de 20 millones de dólares, con lo que se espera generar más de 700 empleos para esta etapa del proyecto. Se espera que a finales de 2014 el Centro de Distribución finalice su etapa de construcción.

Es importante mencionar que la compañía no ha recurrido al uso de financiamiento o pasivo con costo en la etapa de expansión, por lo que esto se traduce a una ventaja competitiva ya que ha tenido la capacidad de generar el flujo necesario para continuar con su estrategia y al mismo tiempo mantener niveles de utilidad estables.

Debido a la importante contribución del segmento de alimentos y productos no medicinales, como parte de la estrategia de crecimiento, Farmacias Guadalajara S.A. de C.V. constituyó la *Empresa Innovadora de Productos Mexicanos S.A. de C.V.* que inició operaciones en el año 2013, la cual maquila marcas propias no medicinales.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Tabla 2 Dividendos pagados en pesos mexicanos

Fecha	Dividendo por acción
28/04/2008	\$0.65
01/04/2009	\$0.70
25/03/2010	\$0.75
31/03/2011	\$0.80
29/03/2012	\$1.00
02/05/2013	\$1.10
24/03/2014	\$1.20

Tabla 3 Consejo de Administración

Nombre	Puesto
Lic. Javier Arroyo Chávez	Presidente del consejo de administración
Ps. Guillermina Arroyo Chávez	Vicepresidente del consejo de administración
Sr. Rodrigo Arroyo Jiménez	Consejero propietario
Lic. rene Toussaint Villaseñor	Consejero propietario
Lic. pedro Garibay García	Consejero propietario
Lic. patricia Arroyo Navarro	Consejero propietario
Lic. Francisco Arroyo Jiménez	Consejero propietario
Lic. Miguel Ángel Fadl Adib	Consejero suplente
Sra. Guillermina Arroyo J.	Consejero suplente
Sr. Javier arroyo navarro	Consejero suplente
C.P. Jaime Garay Nuño	Consejero suplente
Lic. Enrique Ramos Flores	Consejero suplente
Lic. Verónica Arroyo Navarro	Consejero suplente
Lic. Miguel Moragrega Fernandez del Valle	Consejero suplente
Lic. Alberto tapia Venegas	Comisario propietario
Lic. Brenda Silva Rubio	Secretario propietario del consejo de administración

Dividendos Pagados

Durante los últimos años, Fragua ha mantenido un pago de dividendos constante y atractivo a sus accionistas. Los Dividendos han aumentado a un promedio de 11.58% en los últimos 5 años. Por otro lado el rendimiento de los dividendos del último año fue de 0.49%. El dividendo estimado de acuerdo a *Bloomberg Estimates* para el año 2015 es de \$1.35 MXN, esperando un crecimiento positivo de 12.5% en comparación con los \$1.20 MXN del 2014.

Gobierno Corporativo

De acuerdo con los lineamientos del “Código de Mejores Prácticas Corporativas” al 2013 se puede observar que la empresa cumple con un grado de adhesión aproximado del 98 % al cuestionario de mejores prácticas corporativas. Sin embargo, la única observación es la escasa información que proporciona la empresa en su página de internet. El Lic. Javier Arroyo Chávez es presidente del Consejo de Administración desde el 2003 y es considerado uno de los empresarios de mayor renombre en Jalisco.

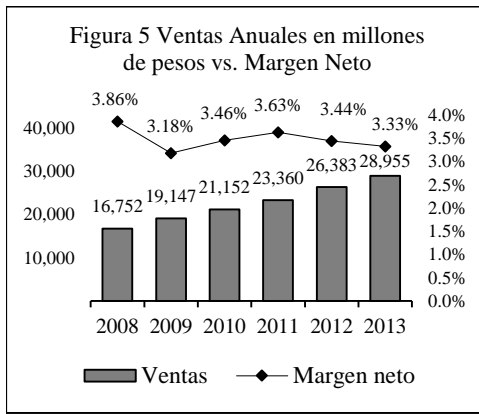
Análisis FODA

FUERZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> Formato de negocio innovador creado por la empresa. La empresa no tiene pasivos con costo. Fuerte estrategia de expansión, manteniendo una apertura de 1 tienda cada 4 días. Cuenta con dos centros de distribución con alta tecnología. 	<ul style="list-style-type: none"> Altos niveles de obesidad y osteoporosis en la población mexicana. Mayor penetración de los medicamentos sobre el mostrador (OTC). Tendencia de los consumidores mexicanos a preferir la tienda más cercana para comprar productos de consumo diario. Aumento en la población de clase media. Perspectiva económica positiva a largo plazo
DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> Acción de la compañía con baja bursatilidad. Plan de expansión limitado geográficamente (México) Bajo reconocimiento de la marca en la zona sureste del país. 	<ul style="list-style-type: none"> Fuerte competencia en el sector. Entrada de cadenas minoristas de Supermercados y tiendas de conveniencia al sector. Expansión de compañías multinacionales a través de la compra de cadenas regionales de farmacias. Debilidad de la economía y consumo.

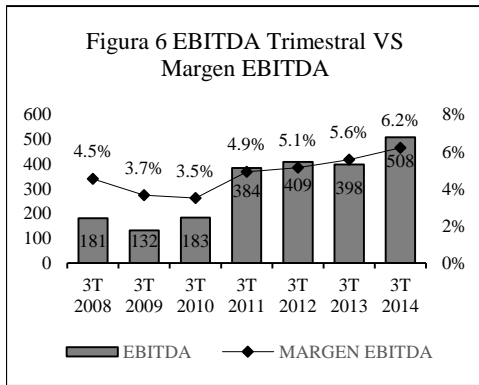
RESUMEN FINANCIERO

Las ventas de la empresa han crecido en forma anual compuesta un 11.56% desde 2008 a 2013, lo cual ha sido apoyado por el desempeño de las ventas de medicina, las cuales han tenido un CAGR de 9.86%. Específicamente, las ventas anuales presentaron un crecimiento de un 10%, pasando de \$26,383 millones de pesos en el 2012 a \$28,955 millones de pesos al 2013, como se puede observar en la figura 5. Sin embargo su margen neto ha disminuido y no se ha alcanzado el nivel del 2008.

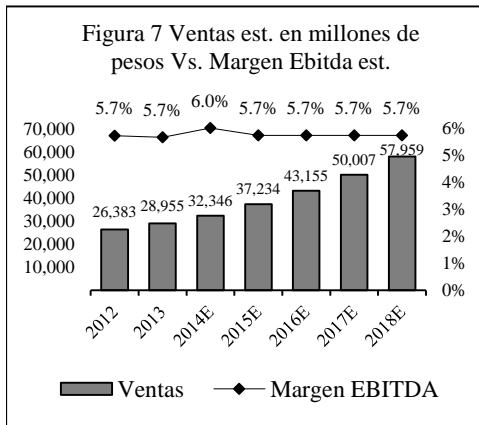
Para el 3T14 los ingresos mostraron un crecimiento del 11%, ya que pasaron de \$7,104 mdp a \$7,890 mdp, superando lo reportado por las tiendas de autoservicios quienes han tenido un débil desempeño en el último año. Esto principalmente se debió a que se iniciaron operaciones en cuatro nuevas ciudades que no se atendían anteriormente. El porcentaje de clientes atendidos aumento significativamente en un 6.1% a comparación del tercer trimestre del año pasado.



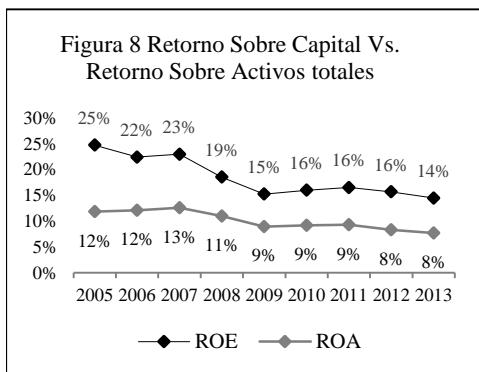
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Fragua ha logrado mantener buenos indicadores de eficiencia operativa y de crecimiento en sus utilidades en los últimos 5 años, esto lo podemos ver en la figura 6, donde el EBITDA correspondiente al tercer trimestre (Earning Before Interests Taxes Depreciation and Amortization) ha presentado un crecimiento en promedio (2008-2013) de 17% anual. Se puede ver una mejora en su margen EBITDA de manera importante, que es reflejo de una mayor depreciación. Sin embargo, sus márgenes operativos han bajado ligeramente a consecuencia de mayores gastos por la apertura de tiendas.

En cuanto a la utilidad neta del 3T14, presentó un incremento de 7.2 % en comparación con 3T13. A nivel acumulado Fragua cierra su utilidad neta con \$703.8 contra \$643.2 del 2013, mostrando un crecimiento del 9.4 %. El margen neto se mantuvo en promedio de 3% comparando el trimestre pasado con el del año pasado.

En base a las perspectivas económicas del país y los estimados del sector donde opera Farmacias Guadalajara, estimamos un crecimiento anual compuesto de 15.69% por el periodo 2014-2018. Para el pronóstico de ventas, se tomaron en cuenta los estimados de las ventas por segmento (Medicinas, Alimentos, Otros) de acuerdo a datos obtenidos de Euromonitor y se ajustaron al crecimiento promedio de área de ventas por metro cuadrado.

La rentabilidad financiera de Farmacias Guadalajara ha mantenido un Rendimiento Sobre Capital (ROE) promedio de 18.49 % desde el 2005; por otro lado el Rendimiento Sobre Activos Totales ha presentado un promedio de 10.10 % desde el mismo año. Como se puede visualizar en la Figura 8, el ROE ha decrecido más que el ROA, esto se debe a que no tienen apalancamiento, por lo que se castiga el rendimiento de los accionistas.

En cuanto a el capital total de la empresa, este ha mostrado un CAGR de 13.79 % desde el 2008; aun y cuando la empresa se encuentra en un plan de expansión agresivo, ha logrado mantener en niveles saludables el capital total.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Sector Salud

El sector salud de la industria del comercio al que pertenece Farmacias Guadalajara está presentando un crecimiento importante y al mismo tiempo un nivel elevado de competencia debido a la entrada de los Supermercados y Tiendas de Conveniencia con una agresiva estrategia de penetración. Jugadores clave de este sector como Wal-Mart, Femsacomercio (Oxxo), Fragua y Farmacias Benavides seguirán impulsando en gran medida la venta de productos sobre el mostrador (OTC).

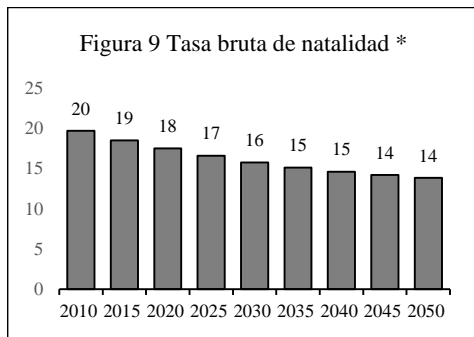
Tendencia de la población

Una variable demográfica importante para el desempeño de este sector es la tendencia de la población mexicana; Como se puede observar en la figura 9, México está presentando menores tasas de nacimiento y una menor expectativa de vida, por lo que este comportamiento demográfico podría presentar un factor clave para el sector de las farmacias ya que la población adulta compra productos para el cuidado de salud a precios más altos en comparación con la población joven, siendo este un mercado objetivo para las compañías de este grupo.

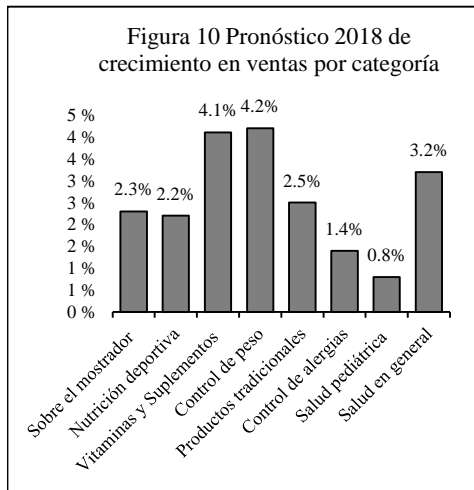
Los medicamentos sobre el mostrador (OTC) juegan un rol clave en las ventas de las farmacias ya que el crecimiento en el número de farmacias logrará una mayor penetración de estos productos

Estrategia de las farmacias

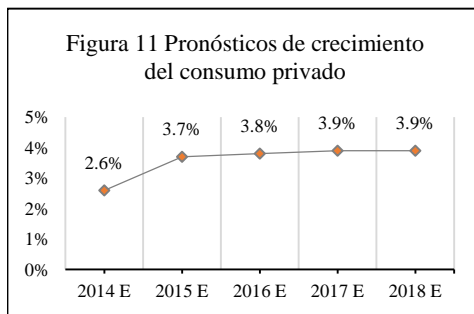
De acuerdo a Euromonitor, el consumidor mexicano está prefiriendo el formato del comercio minorista; aproximadamente el 74% de los mexicanos escoge la tienda más cercana para comprar productos de consumo diario; esto da beneficios a las farmacias, ya que con su tamaño pueden penetrar en localidades más pequeñas. Por lo que la proximidad geográfica será clave en las estrategias de las cadenas de farmacias para lograr ganar más consumidores y aumentar su crecimiento. El formato de negocios de las cadenas de farmacias presenta una ventaja ante los supermercados ya que tienen la capacidad a de crecer a tasas más altas porque



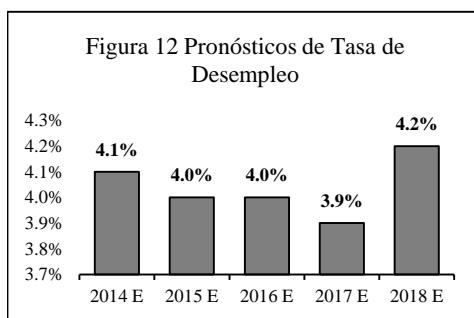
Fuente: Elaboración propia con datos de CONAPO
 * Número de nacimientos de una población por cada mil habitantes en un año.



Fuente: Elaboración propia con estimaciones de Euromonitor



Fuente: Elaboración propia con estimaciones de Business Monitor International



Fuente: Elaboración propia con estimaciones de Business Monitor International

necesitan un espacio menor para establecer su unidad de negocio y un menor tiempo para abrir sus tiendas al público. Esto les otorga la ventaja de entrar en nuevas localidades geográficas y atraer nuevos clientes.

Debido a los resultados positivos de crecimiento en el sector, se espera que otras tiendas y cadenas minoristas en el país entren en juego, además, el mercado es tan atractivo que las mismas compañías farmacéuticas están invirtiendo en las cadenas de farmacias.

El Gobierno en el Sector Salud

La preocupación del Gobierno Mexicano en cuanto a la presencia de obesidad y osteoporosis en una gran parte de los mexicanos, ha motivado campañas que han impulsado el crecimiento en las ventas de vitaminas y suplementos dietéticos, en la figura 10 se puede apreciar que estos dos rubros presentarán un crecimiento importante en los siguientes años.

Sector Autoservicios

El sector de Autoservicios en México está conformado por 5,183 cadenas de autoservicios, 1,866 tiendas departamentales y 27,512 tiendas especializadas, donde las ventas minoristas no han reportado cifras atractivas, derivado de un menor consumo en los últimos meses. Sin embargo, el panorama económico está mejorando y se espera un crecimiento positivo tanto en el consumo interno como en el Producto Interno Bruto debido a un mayor efecto de las reformas en los siguientes años.

Tiendas como OXXO y 7-eleven se han visto beneficiadas con la construcción y ampliación de puntos de venta que mejoran la distribución de sus servicios y ofrecen mayor proximidad al consumidor.

El porcentaje de ventas especializadas por parte del ANTAD fue de 9.7%, lo cual dicho porcentaje refleja el monto total de ventas nacionales al menudeo del 2013. Corporativo Fragua pertenece a dicho sector de ventas. Se espera una inversión de \$4,000 millones de dólares para el crecimiento de superficie de ventas durante el 2014. Las tiendas especializadas mostraron un crecimiento de 5.1% del año 2012 hacia 2013, en línea con la debilidad del sector.

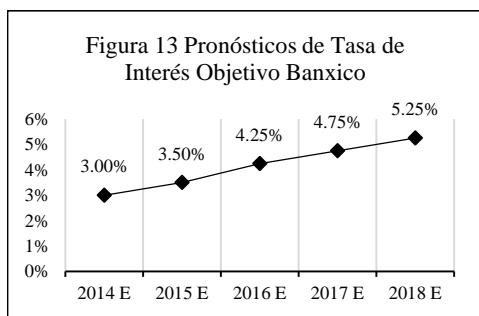
Tiendas de Conveniencia

Las tiendas de conveniencia tuvieron un crecimiento positivo al cierre del tercer trimestre del 2014. El entorno farmacéutico se ha vuelto más competitivo debido a las adquisiciones que diversas empresas han hecho en dicho sector. FEMSA adquirió las cadenas de Farmacias Yza y La Moderna, donde Farmacias Yza cuenta con alrededor de 333 sucursales en el sur del país, dominando el mercado en su zona y Farmacias La Moderna cuenta con más de 100 establecimientos. Farmacias Benavides, perteneciente a Wallgreens Company, adquirió cadenas de farmacias más pequeñas para ampliar su cobertura a personas de diferentes clases sociales y fortalecer su posición en los canales existentes.

De acuerdo a datos de *Euromonitor*, el crecimiento pronosticado para este sector es de un 20% para finales de 2018. Lo cual se ve favorable para Fragua ya que es un jugador importante en dicho sector. Para el mismo periodo pronosticado, el segmento de salud, se espera que crezca un 13%, lo cual también es un dato positivo para la compañía.

Entorno Macroeconómico

Dentro de los datos macroeconómicos que tendrán impacto a finales del presente año y a finales del 2015 se encuentra que el Producto Interno Bruto pronosticado para finales de este año de un 2.6%, se incrementará a finales del año siguiente a 3.7% de acuerdo a datos de *Euromonitor International*. Sin embargo México sigue siendo un país atractivo para invertir, debido a la reforma fiscal, se espera que para finales de 2014 los ingresos públicos se incrementen a 240, 000 millones de pesos, lo que es equivalente a 1.4% del PIB. Por otro lado, el ambiente económico se está volviendo más positivo debido a la derrama económica de la reforma energética a través de la atracción de inversión extranjera directa y un fuerte optimismo en el crecimiento del consumo privado (Ver Figura 11) y características demográficas favorables. Otro dato específico que es importante mencionar es la tasa de desempleo, la cual se espera que para finales del 2015 se encuentre en 4.00 % (Ver Figura 12), esto se traduce en una disminución de 0.1% en comparación con la tasa de desempleo actual.



Fuente: Elaboración propia con estimaciones de Business Monitor International

En cuanto a la política monetaria de BANXICO, se espera que para finales del 2014 la tasa se mantenga en 3.00% y que presente un aumento de 0.5% en el 2015 para llegar a 3.5%, lo cual da señal de una mejora económica esperada a finales de 2015. En la figura 13 es posible observar los estimados de la tasa de interés objetivo; este crecimiento positivo esperado en los siguientes años se puede interpretar como una recuperación ante la holgura económica presente.

Las remesas que ingresan al país son muy importantes para detonar el consumo y a septiembre han aumentado un 7.02% con respecto a 2013, ligando 14 meses a la alza y alcanzando los 17,591 mdd. Esto confirma la recuperación de la economía estadounidense y brinda una perspectiva favorable para la economía.

COMPETENCIA

Farmacias Benavides: Cadena de Farmacias con presencia en 22 estados y 183 ciudades de México, se dedica a la comercialización de una gran variedad de productos y servicios farmacéuticos, fotográficos, perfumería, entre otros. Cuenta con 1,033 establecimientos y 8,355 empleados. En lo que va del año, la compañía ha pasado por un evento estratégico muy importante; Alliance Boots, un grupo internacional farmacéutico adquirió Farmacias Benavides, las cuales pertenecían a Grupo Casa Saba. Al cierre de 3T14, la compañía reportó un crecimiento del 10.5% en las ventas en comparación con el mismo periodo del 2013.

Farmacias del Ahorro: Compañía privada de Cadena de Farmacias, se dedica a comercialización de medicamentos y servicios de consulta médica y entrega a domicilio de productos medicinales. Cuenta con aproximadamente 1,030 establecimientos en el país. A diferencia de Farmacias Benavides y Farmacias Guadalajara, Farmacias del Ahorro ha desarrollado una estrategia que no ha sido igualada por su competencia ya que ofrece consultas médicas gratuitas, además, se enfoca al nicho de los medicamentos genéricos. Cabe mencionar que cuenta con el modelo de Franquicia.

Farmacias Similares: Compañía perteneciente al Grupo Por un País Mejor A.C., se enfoca en los estratos económicos bajos de la población; Actualmente, existen más de 4,000 sucursales y franquicias establecidas en México, Chile y Guatemala. La empresa se enfoca en la venta y distribución de medicamentos genéricos y productos de salud en México y América Latina, ofreciendo también consultas médicas.

Wal-Mart: La empresa de autoservicio más grande en México, cuenta con una presencia de 704 unidades en 64 ciudades de la República Mexicana. Las ventas de Wal-Mart han mostrado un crecimiento de 4.2% en sus ventas con respecto al 3T14 comparado con el 3T13. El EBITDA decreció un 6.7% con respecto al trimestre del año pasado. Los gastos de operación incrementaron 9.4% por encima del crecimiento de ventas.

Soriana: Empresa del sector comercial en México de capital 100% mexicano con 664 tiendas, las cuales operan en varios formatos de tiendas de autoservicios. El resultado de utilidad bruta y margen bruto en el 3T14, tuvieron un aumento poco favorable ya que solo crecieron 1% y 110 puntos base con respecto al 3T13. Este lento avance bruto representa una combinación de estrategias promocionales que actualmente la empresa está realizando. La utilidad neta tuvo un incremento favorable de 2.3% en relación al 3T13.

Comercial Mexicana: Es una compañía controladora que opera en el sector detallista con 199 tiendas en el territorio nacional a través de hipermercados y supermercados ofreciendo productos de abarrotes, perecederos, líneas generales, ropa y farmacia. Las ventas netas no presentaron crecimiento en comparación del 3T14 con el 3T13. El EBITDA tuvo un decremento de 2.4% y la utilidad neta creció un 9% con los mismos datos de comparación.

Chedraui: Grupo Comercial Chedraui es una empresa de auto servicios con operaciones en México y en E.U.A. Al cierre del tercer trimestre de 2014, cuenta con 214 sucursales dentro del país, de las cuales 162 son tiendas Chedraui y 52 Súper Chedraui. A la fecha Grupo Comercial Chedraui está formado por 41 000 empleados. Las ventas totales crecieron 6.2%. El EBITDA tuvo un crecimiento de 6.2% y la utilidad neta se incrementó en un 7.4%. Todas estas comparaciones son tomadas como referentes del 3T13 al 3T14.

Oxxo (Femsa Comercio): Oxxo es la cadena líder de tiendas de conveniencia en México y cuenta con presencia en América Latina. Tiene 12,204 tiendas ubicadas en todo el territorio nacional, es comercializador de productos Coca-Cola y cerveza en todo el país. Femsa Comercio tuvo un incremento de 12.7% en ventas a comparación de 3T14 contra el 3T13. La utilidad operacional presentó una alza de 17.6% comparada con el 3T13. Estos incrementos se debieron principalmente a la apertura de 1,185 nuevas tiendas durante el 3T14.

CVS Health Corp: Cadena de farmacias y proveedor estadounidense integrado de servicios sanitarios y farmacéuticos. Su oferta incluye servicios de gestión de prestación farmacéutica, compra por correo, farmacia convencional y especializada, programas de tratamientos de enfermedades y clínicas convencionales. Opera 7,700 Farmacias alrededor de E.U.A, el distrito de Columbia y Puerto Rico. El crecimiento a 5 años de sus dividendos es de 29.25%. Su capital se ha incrementado a razón de 8.1% en el último año y sus ventas en 3% en el mismo año de comparación

Walgreens CO: Cadena estadounidense de farmacias minoristas que ofrecen una gran variedad de medicamentos con y sin receta y productos generales. Opera 8,309 tiendas alrededor de Estados Unidos, en el distrito de Columbia, Puerto Rico y Guam. En la actualidad cuenta con un ROA de 5.3% y un ROE de 9.7%. Sus ventas han crecido en un 16.5% con respecto a un año y sus activos han crecido 4.8% para el mismo periodo de comparación. Su actual margen EBITDA es de 6.41%. El crecimiento a 5 años de los dividendos que otorga la empresa es de 21.98%

Tabla 4 Análisis de la Competencia (Cifras a últimos 12 meses)

	FRAGUA	BEVIDES	Soriana	Walmart	Chedraui	Oxxo Femsa	Comerci	Walgreens	CVS
Último Precio	240	15.5	44.28	32.8	45.76	124.84	50.32	65.91 USD	87.15 USD
Market Cap. en millones de pesos	24,331	6,337	79,700	575,112	44,108	428,510	54,647	873,201	1,392,703
Margen Operativo	4.40%	3.68%	5.29%	7.42%	4.68%	11.44%	6.17%	4.68%	6.34%
Margen EBITDA	5.99%	4.60%	7.15%	9.43%	6.59%	15.20%	8.56%	6.41%	7.84%
Ventas en millones de pesos	28,955	11,084	105,028	425,161	63,364	258,097	47,061	1,006,704	1,767,048
No. de Empleados	25,381	8,355	80,262	228,862	38,483	102,989	30,760	175,000	208,000
Ventas por Empleado	1,140,822	1,326,607	1,308,561	1,857,719	1,646,540	2,506,065	1,529,925	412,669	609,428

Tabla 5 Múltiplos

	FRAGUA	BEVIDES	Soriana	Walmart	Chedraui	Oxxo Femsa	Comerci	Walgreens	CVS
Precio / VL	3.15	4.17	1.77	4.39	1.99	2.76	1.85	3.06	2.64
Precio / UPA	23.53	23.26	27.01	26.37	26.39	29.83	14.36	21.74	20.91
Precio / Ventas	0.78	0.55	0.78	1.33	0.64	1.66	1.14	0.82	0.76
VE / EBITDA	12.74	11.43	11.16	13.93	11.28	12.93	13.17	13.20	10.55
Precio / EBITDA	12.98	11.88	10.93	14.13	9.77	10.90	13.37	12.84	9.65

TESIS DE INVERSIÓN

Estrategia de expansión agresiva: El plan de expansión a través de las Superfarmacias y la creación de nuevos Centros de Distribución (CEDIS) le han proporcionado a la empresa una ventaja competitiva y un crecimiento sostenido y oportuno, logrando proximidad en los consumidores mexicanos. La empresa anunció que continuara su plan de expansión, por lo tanto tendrá la oportunidad de aprovechar el amplio mercado potencial que se tiene en la zona sureste del país.

Estructura financiera saludable: Su política de cero pasivos con costo le proporciona una ventaja competitiva ya que se elimina el riesgo crediticio y el riesgo por volatilidad en las tasas de interés. El sector se ha vuelto más atractivo en años recientes, y aunado a la expectativa de una mejora económica en el país, la compañía podría aumentar su presencia y mantenerse como uno de los principales jugadores en el sector.

Recuperación económica: Con mayor entrada de inversiones y remesas, el sector se verá beneficiado con mayor ticket promedio de compra y tráfico de clientes.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Bursatilidad: La acción de Fragua opera con nivel de baja bursatilidad, lo que implica un riesgo para el inversionista al momento de tomar la decisión de liquidar su posición.

Elevada competencia: Supermercados y tiendas de conveniencia con presencia importante en el país están entrando al sector a través de adquisiciones de cadenas de farmacias debido a las expectativas positivas del sector en el que opera Farmacias Guadalajara; por lo que seguirá presionando los márgenes de las empresas.

Regulaciones Gubernamentales: Las nuevas políticas de regulación en el sector salud se han vuelto más estrictas y existe cierta ineficiencia en la coordinación de estas políticas entre los organismos reguladores, lo cual podría causar un aumento en los precios de los medicamentos; sin embargo, noticias actuales del sector apuntan a mayores beneficios a las farmacias debido a los nuevos cambios en las regulaciones de medicamentos sobre el mostrador (OTC). No descartamos que ante una mayor presión de las finanzas públicas se graven las medicinas.

RESUMEN DE INVERSIÓN

La valuación de la acción se llevó a cabo por dos metodologías: Flujo Libre de Caja Descontado (DCF) y Valoración Relativa. Para llevar a cabo la primera metodología, se estimaron los estados financieros anuales hasta el 2018 ajustados a la situación económica del país y a los estimados del sector al que pertenece la compañía.

Para el costo de capital o WACC, se utilizó el costo de capital obtenido a través de CAPM (Capital Asset Pricing Model), una tasa libre de riesgo de 6.08% anual (Bono M a 10 años) y con una beta ajustada calculada es 0.3082.

Los resultados de aplicar ambas metodologías fueron de \$233.42 para el DCF y \$242.31 para la valuación relativa. Realizando un promedio de ambos precios, obtenemos un precio objetivo para el 2015 de **\$237.5 MXN**. En comparación con el precio actual de la acción, la estimación obtenida se encuentra 2.26% debajo del precio actual. En base a la situación financiera, las proyecciones financieras realizadas, las expectativas de la economía y de crecimiento en el sector, consideramos que el mercado ya ha descontado estos fundamentales, por lo que asignamos un MARKET UNDERPERFORM.

ESTADOS DE RESULTADOS *	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
INGRESOS NETOS	28,955,200	32,345,562	37,234,011	43,154,624	50,007,194	57,959,162
COSTO DE VENTAS	-23,359,326	-26,143,539	-30,056,709	-34,836,052	-40,367,708	-46,786,838
UTILIDAD (PÉRDIDA) BRUTA	5,595,874	6,202,023	7,177,302	8,318,571	9,639,486	11,172,324
GASTOS GENERALES	-5,081,458	-5,629,455	-6,442,005	-7,466,354	-8,651,945	-10,027,747
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE OTROS INGRESOS Y GASTOS, NETO	514,416	572,568	735,297	852,217	987,541	1,144,577
OTROS INGRESOS Y (GASTOS), NETO	760,753	950,581	940,257	1,089,768	1,262,814	1,463,622
UTILIDAD (PERDIDA) DE OPERACIÓN	1,275,169	1,523,149	1,675,554	1,941,985	2,250,355	2,608,198
INGRESOS FINANCIEROS	56,525	49,816	81,968	95,002	110,087	127,593
GASTOS FINANCIEROS	-107,536	-140,972	-137,473	-159,333	-184,633	-213,993
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS A LA UTILIDAD	1,224,158	1,431,993	1,620,049	1,877,654	2,175,809	2,521,798
IMPUESTOS A LA UTILIDAD	-266,149	-428,774	-486,015	-563,296	-652,743	-756,539
UTILIDAD (PÉRDIDA) DE LAS OPERACIONES CONTINUAS	958,009	1,003,218	1,134,034	1,314,358	1,523,066	1,765,259
UTILIDAD (PÉRDIDA) DE LAS OPERACIONES DISCONTINUAS, NETO	5,191	-60	0	0	0	0
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA	963,200	1,003,158	1,134,034	1,314,358	1,523,066	1,765,259
<i>* En millones de pesos a Octubre de 2014</i>						

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO *	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA ANTES DE IMPUESTOS A LA UTILIDAD	1,224,158	1,431,993	1,620,049	1,877,654	2,175,809	2,521,798
(+)Partidas Virtuales (Dep. y Amort. del Período)	328,115	420,850	459,526	532,599	617,163	715,314
Flujo Derivado Del Resultado Antes de Impuestos a la Utilidad	1,552,273	1,852,843	2,079,575	2,410,253	2,792,972	3,237,112
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-471,116	287,764	147,944	179,328	215,552	259,304
FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	1,081,157	2,140,607	2,227,519	2,589,581	3,008,524	3,496,416
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-1,309,626	-1,630,428	-939,030	-899,436	-818,057	-674,496
(-) Inversion en propiedades, planta y equipo	-1,413,870	-1,775,038	-1,150,152	-1,207,660	-1,268,043	-1,331,445
(+) venta de propiedades planta y equipo	5,191	-	-	-	-	-
(+) Intereses cobrados	99,053	144,611	211,122	308,224	449,986	656,949
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	-258,290	-308,590	-372,867	-452,406	-551,096	-673,848
(-) Dividendos pagados	-112,860	-118,065	-130,972	-145,290	-161,173	-178,793
(-) Intereses pagados	-150,064	-190,525	-241,895	-307,116	-389,923	-495,056
(-) Recompra de acciones	4,634	-	-	-	-	-
INCREMENTO (DISMINUCION) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO	-486,759	201,589	915,621	1,237,739	1,639,371	2,148,072
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	1,659,769	1,173,010	1,374,599	2,290,220	3,527,959	5,167,330
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	1,173,010	1,374,599	2,290,220	3,527,959	5,167,330	7,315,402
<i>* En millones de pesos a Octubre de 2014 (Método Indirecto)</i>						

BALANCE GENERAL *	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
ACTIVOS TOTALES	13,205,192	13,620,518	15,453,159	17,654,984	20,233,942	23,252,261
<i>ACTIVOS CIRCULANTES</i>	7,143,212	7,427,962	9,093,387	11,242,178	13,932,914	17,297,732
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,173,010	1,374,599	2,290,220	3,527,959	5,167,330	7,315,402
Clientes	83,332	90,251	103,890	120,410	139,530	161,718
Inventarios	5,227,126	4,751,142	5,462,294	6,330,858	7,336,142	8,502,710
Otros Activos Circulantes	625,419	649,412	674,325	700,195	727,056	754,948
Pagos anticipados	562,459	562,558	562,657	562,756	562,855	562,954
<i>ACTIVOS NO CIRCULANTES</i>	6,061,980	6,192,556	6,359,772	6,412,805	6,301,027	5,954,528
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	2,083	2,083	2,083	2,083	2,083	2,083
Propiedades, Planta y Equipo (Neto)	6,059,897	6,190,473	6,357,689	6,410,722	6,298,944	5,952,445
PASIVOS TOTALES	6,090,615	5,846,372	6,671,210	7,699,178	8,911,407	10,338,374
<i>PASIVOS CIRCULANTES</i>	5,777,369	5,596,068	6,468,803	7,533,215	8,773,171	10,221,230
Proveedores	5,272,877	4,987,156	5,733,634	6,645,345	7,700,566	8,925,083
Impuestos por pagar	131,251	153,749	180,104	210,976	247,139	289,502
Otros Pasivos Circulantes	373,241	455,163	555,065	676,895	825,465	1,006,645
<i>PASIVOS NO CIRCULANTES</i>	313,246	250,304	202,407	165,962	138,236	117,144
Pasivos por Impuestos Diferidos	263,834	200,831	152,873	116,367	88,579	67,426
Beneficios a empleados	49,412	49,473	49,534	49,595	49,657	49,718
CAPITAL CONTABLE	7,114,577	7,774,146	8,781,949	9,955,806	11,322,535	12,913,886
<i>CAPITAL CONTABLE DE LA PARTICIPACIÓN CONTROLADORA</i>	7,114,218	7,773,774	8,781,563	9,955,405	11,322,119	12,913,455
CAPITAL SOCIAL	34,200	34,200	34,200	34,200	34,200	34,200
PRIMA EN EMISIÓN DE ACCIONES	319,013	319,013	319,013	319,013	319,013	319,013
OTRO CAPITAL CONTRIBUIDO	138,135	138,135	138,135	138,135	138,135	138,135
UTILIDADES RETENIDAS (PERDIDAS ACUMULADAS)	6,392,652	7,282,426	8,290,215	9,464,057	10,830,771	12,422,107
Reserva legal	14,304	14,304	14,304	14,304	14,304	14,304
Otras reservas	469,899	474,579	479,306	484,080	488,901	493,771
Resultados de ejercicios anteriores	4,945,256	5,790,384	6,662,571	7,651,315	8,804,500	10,148,774
Resultado del ejercicio	963,193	1,003,158	1,134,034	1,314,358	1,523,066	1,765,259
Ganancias por Revaluación de Propiedades (NETOS DE IMPUESTOS)	230,218	-	-	-	-	-
<i>CAPITAL CONTABLE DE LA PARTICIPACIÓN NO CONTROLADORA</i>	359	372	386	401	416	431
<i>* En millones de pesos a Octubre de 2014</i>						

LIQUIDEZ	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Razón Circulante	1.24	1.33	1.41	1.49	1.59	1.69
Prueba del Ácido	0.33	0.48	0.56	0.65	0.75	0.86
Razón de Efectivo	0.20	0.25	0.35	0.47	0.59	0.72
Razón de Capital en trabajo a Activos	0.10	0.13	0.17	0.21	0.26	0.30
PRODUCTIVIDAD	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Rotación de Cuentas por Cobrar	347.47	358.40	358.40	358.40	358.40	358.40
Rotación de Inventarios	4.47	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
Rotación de cuentas por Pagar	4.43	5.24	5.24	5.24	5.24	5.24
Capital en Trabajo	1,365,843	1,831,894	2,624,584	3,708,963	5,159,743	7,076,502
Rotación de Capital en Trabajo	21.20	17.66	14.19	11.64	9.69	8.19
Rotación de Activos Fijos Netos	4.78	5.23	5.86	6.73	7.94	9.74
Rotación de Activos Totales	2.19	2.37	2.41	2.44	2.47	2.49
Días de Cuentas por Cobrar	1.05	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
Días de Inventarios	81.68	66.33	66.33	66.33	66.33	66.33
Días de cuentas por pagar	82.39	69.63	69.63	69.63	69.63	69.63
Ciclo de Conversión de Efectivo	165.12	136.98	136.98	136.98	136.98	136.98
APALANCAMIENTO	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Razón de Deuda Total	0.46	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44
Razón de Pasivo Total a Capital Contable	0.86	0.75	0.76	0.77	0.79	0.80
Razón de Capitalización	0.04	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01
EFICIENCIA	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Margen Bruto	19.33%	19.17%	19.28%	19.28%	19.28%	19.28%
Margen Operativo	4.40%	4.71%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Margen EBITDA	5.67%	5.73%	5.59%	5.59%	5.59%	5.59%
Rendimiento Sobre Activos (ROA)	7.29%	7.37%	7.34%	7.44%	7.53%	7.59%
Rendimiento Sobre Capital (ROE)	13.54%	12.90%	12.91%	13.20%	13.45%	13.67%

Base Común (Como Porcentaje de Activos Totales)	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
ACTIVOS TOTALES	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<i>ACTIVOS CIRCULANTES</i>	54.09%	54.54%	58.84%	63.68%	68.86%	74.39%
<i>ACTIVOS NO CIRCULANTES</i>	45.91%	45.46%	41.16%	36.32%	31.14%	25.61%
PASIVOS TOTALES	46.12%	42.92%	43.17%	43.61%	44.04%	44.46%
<i>PASIVOS CIRCULANTES</i>	43.75%	41.09%	41.86%	42.67%	43.36%	43.96%
<i>PASIVOS NO CIRCULANTES</i>	2.37%	1.84%	1.31%	0.94%	0.68%	0.50%
CAPITAL CONTABLE	53.88%	57.08%	56.83%	56.39%	55.96%	55.54%

Tabla 6 Flujo libre de Caja Descontado

	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	1,523,149	1,675,554	1,941,985	2,250,355	2,608,198
(-) Impuestos	456,945	502,666	582,595	675,106	782,460
(+) Depreciación	1,959,419	2,246,323	2,607,672	3,027,022	3,513,971
(+/-) Cap. Neto en Trabajo	466,051	792,690	1,084,379	1,450,780	1,916,759
(-) Capex	- 1,775,038	- 1,150,152	- 1,207,660	- 1,268,043	- 1,331,445
(=) FLCE	1,716,637	3,061,748	3,843,780	4,785,008	5,925,024
VP Flujos	1,957,017	3,061,748	3,522,203	4,017,856	4,558,875
V. Empresa	22,965,285,277	Precio Estimado 233.42			
(-) Deuda Neta	-				
(-) Int. Min	11				
V. Empresa Neto	22,965,285,266				
Número de Acciones	98,387,254				

Los Reportes Burkenroad son análisis financieros de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, así como evaluación de proyectos de pequeñas y medianas empresas de México, elaborados por un selecto grupo de estudiantes de las carreras de Licenciado en Administración Financiera y Contador Público y Finanzas; con el apoyo de profesores del Departamento Académico de Contabilidad y Finanzas del ITESM Campus Monterrey.

El Tec de Monterrey, el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela y la Universidad de los

Andes de Colombia, con la cooperación de la Universidad de Tulane de Estados Unidos, iniciaron el programa en Latinoamérica gracias al apoyo del FOMIN en el año 2001.

A la fecha se ha extendido a otros países como Guatemala, por medio de la Escuela de Negocios Universidad

Francisco Marroquín, a Ecuador con la Escuela Superior Politécnica del Litoral, a Perú con la Universidad Católica de Perú, a Colombia con el EAFIT, ICESI, y la Universidad del Norte, así como a Argentina con la Universidad de Belgrano. Próximamente se incorporaran universidades de Brasil y Chile.

Estas instituciones forman el Consorcio Latinburkenroad, que busca enriquecer el capital humano de la región al proveer entrenamiento en técnicas de análisis financiero, así como proveer de información financiera a inversionistas e instituciones financieras para facilitar a las empresas el acceso a diferentes fuentes de financiamiento.

Los reportes financieros de compañías que cotizan en la Bolsa se distribuyen a inversionistas nacionales e internacionales a través de publicaciones y sistemas de información financiera como Invertia y Finsat, entre otros. Los reportes de evaluación de proyectos de inversión son distribuidos únicamente a las compañías beneficiarias o potenciales inversionistas.

Anualmente se organiza la Conferencia Anual de Inversionistas en el Campus Monterrey, con el objetivo de ofrecer un foro para que las compañías analizadas se promuevan presentando sus planes de expansión, la situación financiera y proyectos de inversión; de tal forma que inversionistas potenciales tengan más fundamento en la toma de decisiones.

Para mayor información del Programa Burkenroad Latinoamérica favor de visitar las siguientes páginas de internet:

<http://burkenroad.mty.itesm.mx>

www.latinburkenroad.com

María Concepción del Alto Ph.D.

mdelalto@itesm.mx

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad, México

Departamento Académico de Contabilidad y Finanzas

Escuela de Negocios, Ciencias Sociales y Humanidades

ITESM, Campus Monterrey

Tel +52(81)83582000 ext. 4331

