

ANÁLISIS DE EMPRESAS

Optimismo respecto al manejo de su endeudamiento



■ La participación de la familia González en Gruma pasó de 47.5 a 73.3 por ciento

■ Tomó préstamos bancarios por 400 mdd y un crédito sindicado a largo plazo

Leticia Hernández Morón

El aumento de la participación de la familia González en Gruma, a 73.3 por ciento desde el 47.5 por ciento que poseía, implicó adquirir deuda por 450 millones de dólares; sin embargo, existe optimismo sobre la experiencia del mayor productor de tortillas y de harina de maíz en el mundo para manejar su nivel de endeudamiento, con la expectativa de que en tres años y medio sea absorbida.

La compañía ejerció su derecho de compra de la participación del 23.2 por ciento que tenía en la compañía la estadounidense Archer Daniela Mildand (ADM), por 450 millones de dólares, más una contingencia de pago de hasta 60 millones de dólares.

Para ello, tomó créditos bancarios por 400 millones de dólares y utilizó un crédito sindicado a largo plazo para el restante.

La tenencia accionaria de Gruma estaba compuesta en números cerrados, de un 50 por ciento de su capital en manos de la familia González, el 23 por ciento en posesión de ADM y el restante 27 por ciento bajo libre flotación en el mercado.

Sus razones para comprar esta participación, que elevó a 77.6 por ciento su participación con derecho de voto, fue lo atractivo del precio para adquirir estas acciones aprovechando su capacidad para endeudarse y enfocarse rápidamente al pago de esta deuda. Estima le tome entre tres y tres años y medio su absorción.

Además, consideró lo benéfico de la transacción para todos los accionistas del grupo, no sólo para el grupo de control, una vez que el número de acciones se reducirá en un estimado de 23 por ciento.

La compañía tiene experiencia en el manejo de su deuda; a diciembre de 2011 la razón de

CARTA DEL DIRECTOR GENERAL

En el tercer trimestre del año, el volumen de ventas creció 3.0 por ciento, impulsado principalmente por Gruma Corporation. Las ventas netas aumentaron 7.0 por ciento a 16 mil 226 millones de pesos, reflejo de alzas de precio en la mayoría de las subsidiarias debido a mayores costos de materia prima y el mencionado crecimiento en volumen de ventas.

Gruma Corporation y en menor medida Gruma Venezuela y Molinera de México fueron las subsidiarias que más contribuyeron al incremento en ventas netas. Las ventas de las operaciones fuera de México constituyeron el 66 por ciento de las ventas netas consolidadas.



El costo de ventas como porcentaje de ventas netas mejoró a 69.8 por ciento desde 70.8 por ciento, principalmente por GIMSA, en relación con una venta extraordinaria de maíz en el tercer trimestre del 2011 y por mejoras en Gruma Centroamérica y Gruma Venezuela.

La utilidad de operación y el flujo operativo (EBITDA) se incre-

mentaron 38 y 26 por ciento, respectivamente, por mejores márgenes en Gruma Corporation y GIMSA.

El costo integral de financiamiento neto fue de 230 millones de pesos, un incremento de 30 millones debido básicamente al aumento en gastos financieros como resultado de mayor deuda requerida para financiar necesidades de capital de trabajo por mayor costo de granos y pérdidas monetarias en Gruma Venezuela debido a una mayor posición monetaria activa.

La utilidad neta mayoritaria creció 73 por ciento.

Fuente: BMV.

ESTADO DE RESULTADOS

Mdp	2012		2011		Var. %*	Var. %**
	Acumulado	3T	Acumulado	3T		
Ventas netas	47,861.8	16,226.0	40,878.3	15,222.1	17.1	6.6
Utilidad de operación	2,687.7	979.0	2,191.0	707.7	22.7	38.3
Utilidad neta mayoritaria	787.9	266.9	4,352.7	1,541.1	-81.9	73.2

* Var. % acumulada 2012 vs 2011.
** Var. % del 3T-12 vs 3T-11.

ESTADO DE POSICION FINANCIERA

Mdp	Sep/12	Dic/11	Ene/11	Var. %*	Var. %**
Activo total	47,820.3	44,542.6	n/d	7.4	-
Pasivo total	28,807.7	26,829.8	n/d	7.4	-
Capital contable	19,012.6	17,712.8	n/d	7.4	-
# acciones en circulación	563,650,709	563,650,709	n/d	0.0	-

* Var. % de septiembre vs diciembre.
** Var. % de septiembre vs enero.
Fuente: BMV.

deuda neta a flujo de operación (EBITDA) mejoró a 2.3 veces, desde 4.3 veces en 2010, por el uso de los recursos procedentes de la venta de su participación en Banorte para el pago de deuda.

Para septiembre del 2012, este indicador había disminuido a 1.9 veces. Considerando los 450 millones de dólares de deuda adquirida, en una base proforma, la razón de deuda neta a EBITDA podría aumentar a 3.0 veces, pero regresará al nivel de 1.9 veces en un lapso de tres años y medio, según Actinver Casa de Bolsa.

Proyecciones de Fitch Ratings indican que para finales del 2013 esta razón financiera será de 3.3 veces y la deuda total para el cierre del 2012 ascenderá a mil 500 millones de dólares. Considera que la empresa será capaz de refinanciar estos 450 millones de dólares durante el primer semestre del 2013 y, además, no enfrenta ningún vencimiento de compromisos significativos hasta el 2016.

El grupo se integra por cuatro grandes divisiones: Gruma Corporation conforma la operación

de Estados Unidos y Europa, contribuye con el 42 por ciento de las ventas y del flujo de operación (EBITDA). Tiene presencia nacional en Estados Unidos en donde estima que el mercado de Tortillas/Tortillas Chips vale seis mil 500 millones de dólares y el de harina de maíz mil 300 millones.

GIMSA representa la operación en México y aportó el 27 por ciento de las ventas a septiembre pasado y el 37 por ciento del EBITDA. Gruma Venezuela, con un 73 por ciento de propiedad en Monaca y 57 por ciento en Demaseca, contribuyó con el 16 por ciento de las ventas y 19 por ciento del EBITDA. Aquí la participación de mercado en harina de maíz es de 22 por ciento y de 28 por ciento en harina de trigo.

Otras subsidiarias que agrupan la operación de Gruma en Centroamérica, Asia-Oceanía, servicios y tecnología y Molinera de México, aportaron el 20 por ciento de ingresos y 4.0 por ciento de EBITDA.

VISLUMBRANDO EL FUTURO

Para la operación de Gruma Corporation en el mercado estadounidense existe un fuerte potencial de penetración de la tortilla y harina de maíz, favorecidas por los hispanos que representan el 16 por ciento del total de la población y la popularidad de la comida mexicana incluso dentro de los no hispanos.

En México, GIMSA tiene una participación en el mercado de harina de maíz del 78 por ciento, y en el de tortillas del 39 por ciento. Su potencial de crecimiento aún es amplio, una vez que sólo el 50 por ciento de las tortillas del país se producen con harina de maíz y el resto bajo métodos tradicionales.

Uno de los principales riesgos para la operación del grupo radica en la volatilidad de los precios del maíz y trigo. Esta situación tiene mayor impacto en Gruma Corporation que en GIMSA, debido a la menor facilidad para trasladar los mayores costos de insumos al precio al consumidor como sucede en México.

Sin embargo, Gruma Corporation tiene cubiertas sus necesidades de maíz para su operación 2012 y 2013, y del trigo tiene cubiertas un 30 por ciento sus necesidades del 2013.

En Venezuela, la operación ha mejorado su rentabilidad pero permanece latente el riesgo de una expropiación por parte del gobierno de Hugo Chávez. Molinos Nacionales CA (Monaca) contribuyó con el 15.5 por ciento de las ventas consolidadas, el 22.1 por ciento de la utilidad de operación y el 25.5 por ciento de la utilidad neta.

COMENTARIOS DE CASAS DE BOLSA



Actinver. - Se recomienda la compra con un precio objetivo de 44 pesos.

Los indicadores crediticios de Gruma se deteriorarán después de una historia de endeudamiento, pero consideramos tiene suficiente habilidad para su manejo. Respecto a los cambios en su consejo directivo, la reciente renuncia de Roberto González Alcalá como director de Gruma México y Latinoamérica, consideramos ha sido descontada por el mercado con la expectativa de un bajo efecto en el precio de la acción.



Bursamétrica Analistas. - La adquisición de la participación en manos de ADM fue financiada por un crédito puente por 400 millones de dólares, liderados por Goldman Sachs Banks y un crédito sindicado revolvente con Bank of America.

La empresa reportó al cierre de septiembre una liquidez de 1.87 veces y un alto nivel de apalancamiento del 60.23 por ciento. La acción Gruma B forma parte del IPC de la BMV con un nivel de bursatilidad alto. En el año han subido 47 por ciento.



Reuters. - El consenso de analistas consultados por la agencia emite una recomendación sobre las acciones de Gruma de "outperform" o desempeño superior al mercado. El precio objetivo es de 41.16 pesos. Los estimados para el cierre del 2012 arrojan una media de ingresos netos de 65 mil 652 millones de pesos y un flujo de operación (EBITDA) de cinco mil 646.5 millones de pesos, cifras 21.4 y 23.7 por ciento superiores a las del 2011, respectivamente.



Standard & Poor's. - Tras el anuncio de Gruma de haber completado la adquisición del 23.2 por ciento de participación que ADM y sus afiliadas tenían en la empresa, reafirmó la calificación de "BB" de la compañía con perspectiva estable. De igual forma mantuvo en el rango 3 el nivel de recuperación de los bonos.



Fitch Ratings. - Confirmó su calificación "BB" para Gruma y revisó su perspectiva de estable a positiva. Estima que el flujo libre de efectivo de la compañía en 2013 alcance tres mil millones de dólares con la estrategia de reducir los gastos de capital y la política de no dividendos.

RAZONES FINANCIERAS

Margen neto

Debido a la disminución que mostró la ganancia neta acumulada a septiembre, respecto a la registrada en diciembre, del 82 por ciento, el margen neto de la compañía se redujo a 1.64 por ciento desde 10.6 por ciento.

Apalancamiento

Una vez que el pasivo total creció en la misma proporción que el activo total entre septiembre de 2012 y diciembre de 2011, el nivel de apalancamiento de Gruma se mantuvo sin cambio, en 60.2 por ciento.

Liquidez

El activo circulante de Gruma a septiembre fue suficiente para enfrentar en 1.87 veces el importe del pasivo de corto plazo, mientras que al término de diciembre de 2011, esta cobertura fue de 1.82 veces.

Prueba ácida

Al descontar del activo circulante los inventarios, los recursos remanentes fueron suficientes para cubrir en 1.02 veces las obligaciones inmediatas del grupo, comparado con la capacidad registrada en diciembre de 2011 de 0.84 veces.