

## ECONOMÍA

### HR Ratings asignó la calificación corporativa de largo plazo de HR A- (G) con Perspectiva Estable para Sí Vale.

La asignación de la calificación de Sí Vale México, S.A. de C.V. (Sí Vale y/o la Empresa) se basa en que al cierre del 2T15 y 2T14 no presenta deuda alguna, lo cual provoca un servicio de deuda nulo y niveles negativos de deuda neta, reflejando la fortaleza financiera de la Empresa. Asimismo, se considera la mayor generación de FLE, debido a mejores resultados operativos presentando un margen EBITDA de 27.4% al 2T15 (vs. 16.0% al 2T14). Destaca el respaldo por parte de grupo Up debido a su tamaño y experiencia en el mercado internacional de vales. Se debe mencionar el riesgo al que está expuesto la Empresa por temas regulatorios ante un cambio en el régimen fiscal. De igual forma, se toma en cuenta el incremento en ingresos por un mayor monto dispersado y la diversificación de clientes que mantienen, representando los 10 principales clientes 12.3% de los ingresos totales al 2T15 (vs. 13.1% al 2T14).

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- Servicio de deuda nulo. Lo anterior se debe a que la Empresa no presenta deuda al cierre del 2T15 y 2T14, debido al modelo de negocios con el que opera, reflejando su fortaleza financiera.
- Niveles de deuda neta negativos al no contar con deuda total. Lo anterior evita que los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA sean comparables, representando la solidez financiera de la Empresa.
- Respaldo por parte del grupo Up, brindándole fortaleza a la Empresa debido a su tamaño y experiencia en el mercado internacional de vales, operando en 17 países y contando con 51 años de experiencia.
- Mejora en la generación de FLE en los UDM al 2T15 representando un incremento de 160.2% con relación al 2T14. Esto se debe a los mejores resultados operativos derivados de mayores ingresos y control en los niveles de costos y gastos. Sin embargo, para 2015 se contemplan presiones sobre el FLE por menores resultados operativos y una disminución en los vales en circulación.
- Riesgo latente por posibles cambios en el marco regulatorio de la Empresa, ya sea por cambios legales y/o fiscales. Sin embargo, las modificaciones en el régimen fiscal en 2014 no presentaron algún impacto negativo en los resultados de la Empresa.
- Mejora en el margen EBITDA cerrando en 27.4% al 2T15 (vs. 16.0% al 2T14). Lo anterior es producto de mayores ingresos en los UDM al 2T15, así como un mayor control en los costos y gastos al enfocarse en buenas negociaciones con proveedores y mantener niveles de productividad eficientes.
- Mayores ingresos en los UDM al 2T15 representando un crecimiento de 36.5%. Lo anterior se debe a un incremento de 24.2% en el monto dispersado, debido a una mayor colocación de productos de despensa y gasolina.
- Mayor diversificación de sus ingresos, con los 10 principales clientes representando 12.3% de los ingresos totales de los UDM al 2T15 (vs. 13.1% al 2T14).

Sí Vale México, S.A. de C.V. HR A- (G)

#### Principales Factores Considerados

Sí Vale es una empresa constituida en 1998 que se dedica a la emisión de vales de despensa, tanto de papel como electrónicos, así como a tarjetas para el control y dispersión de recursos. Al cierre del 2T15 cuenta con alrededor de 4.5 millones (m) de tarjetahabientes y 10,500 clientes corporativos, teniendo una participación en el mercado mexicano de 36.0%. La Empresa le brinda servicio al gobierno y a empresas en 40 sucursales ubicadas alrededor de la República Mexicana.

En 2013 el grupo francés Chèque Déjeuner, que en 2015 se cambió de nombre a grupo Up, adquirió la Empresa que desde 2010 formaba parte de la Holding Monex. El grupo Up es una empresa francesa con más de 51 años de experiencia que ocupa el tercer lugar a nivel mundial en volumen por vales emitidos, con un volumen de aproximadamente €5,800.0m y operaciones en 17 países. HR Ratings considera que la adquisición por parte del grupo Up le brinda fortaleza y respaldo a Sí Vale, debido al tamaño y experiencia que presenta en el mercado internacional de vales.

La operación de Sí Vale se basa en el desarrollo y colocación de productos que funcionen como medios a través de los cuales los clientes, en su mayoría empresas o instituciones gubernamentales, distribuyan recursos a sus empleados. Estos recursos pueden ser de dispersión como vales de despensa o incentivos, entre otros, así como para control de gastos de viajes y gasolina, entre otros. Por lo anterior, el monto dispersado se divide de acuerdo con el giro de cada producto: despensa, programas especiales, gasolina, lealtad, viajes, restaurante y uniformes. Para llevar a cabo la distribución de recursos la Empresa ofrece 18 productos que atienden diferentes necesidades y se clasifican en: monederos electrónicos, tarjetas de servicios, productos bancarios, consumo y nuevas líneas. Adicionalmente, la Empresa cuenta con varios socios estratégicos con la finalidad de otorgarle una mayor aceptación a sus productos contando con alianzas con MasterCard, VISA y Carnet. Dichas alianzas le permiten que sus tarjetas sean aceptadas en cualquier establecimiento con una terminal bancaria.

Dicho anteriormente, Sí Vale ofrece sus productos al gobierno y a sus diferentes dependencias e instituciones, igual que a empresas grandes, medianas y pequeñas. Sin embargo, algunos de sus clientes son variables debido a que sólo recurren al servicio de vales por una situación particular o una vez al año, principalmente en el último trimestre del año. Con base en lo anterior, la Empresa cuenta con una sana diversificación de sus ingresos representando sus 10 principales clientes 12.3% de los ingresos totales de los UDM al 2T15 (vs. 13.1% al 2T14). Por su parte, analizando los ingresos por industria se observa que 63.9% de los ingresos de los UDM al 2T15 (vs. 67.2% al 2T14) se encuentra distribuido entre las 10 principales industrias, siendo los sectores más relevantes: servicios, gobierno y fábricas.

Los ingresos de Sí Vale se derivan principalmente por comisiones que cobra sobre el monto que dispersa a través de sus vales, así como la cuota de dispersión y de intercambio que le cobra a sus clientes y al banco respectivamente, con base en el monto distribuido. Asimismo, la Empresa percibe una cuota de afiliación por parte de sus afiliados para que puedan recibir los vales. Adicionalmente, la Empresa obtiene ingresos derivados de los intereses que recibe de los recursos monetarios mientras están en su posesión, así como de los saldos no redimidos y otros servicios que les brinda a los tarjetahabientes. Con base en lo anterior, durante los UDM al cierre del 2T15, Sí Vale reportó ingresos que representan un crecimiento de 36.5% con relación al 2T14. Este crecimiento se explica por un incremento de 24.2% en el monto dispersado en los UDM al 2T15, principalmente vía un mayor monto colocado en los productos de despensa y gasolina, los cuales representan 66.3% y 12.7% del monto de dispersión total de los UDM al 2T15 y presentan un crecimiento de 13.8% y 49.4%, respectivamente. Lo anterior se debe a que estos productos le brindan un mayor control de gastos a las empresas, al tiempo que les permiten obtener beneficios fiscales por otorgar dicha prestación a sus empleados.

En términos de los márgenes operativos, la Empresa siempre se enfoca en buscar mejores negociaciones con sus proveedores con el fin de mantener estables sus costos. Lo anterior sumado al crecimiento en los ingresos, les permitió presentar un mejor margen bruto de 79.7% al 2T15 (vs. 68.9% al 2T14). Asimismo, debido a una mayor utilidad bruta y a una menor proporción de los gastos con relación a los ingresos, siendo de 52.4% al 2T15 (vs. 53.0% al 2T14), por un buen control de sus gastos administrativos al enfocarse en mantener niveles de productividad eficientes, la

Empresa presentó un alza de 126.0% en el EBITDA de los UDM. Con base en lo anterior, Sí Vale presentó un margen EBITDA de 27.4% al 2T15 (vs. 16.0% al 2T14).

Debido a los mejores resultados observados en los UDM al 2T15 y a pesar de un mayor incremento en clientes que en vales en circulación, se observa un incremento de 160.2% en la generación de flujo libre de efectivo (FLE).

Con relación a la deuda al cierre del 2T15 y 2T14, la Empresa no presenta deuda alguna. Es importante destacar que históricamente Sí Vale no se ha visto en la necesidad de adquirir deuda, solamente durante el 4T13 donde por un atraso en el pago de un cliente adquirió un crédito bancario por P\$197.0m. Sin embargo, este monto fue liquidado durante el 1T14. Debido a que la Empresa presenta niveles negativos de deuda neta, los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA no son comparables. Asimismo, debido a que Sí Vale no cuenta con deuda, no tiene amortizaciones ni intereses por pagar siendo su servicio de deuda nulo y por ende la cobertura del servicio de la deuda (DSCR por sus siglas en inglés) no es comparable.

HR Ratings bajo sus proyecciones espera que para el 2015 la generación de FLE de la Empresa se presione, debido en gran parte a los menores resultados operativos. Sin embargo, se espera que se recupere para los siguientes años. Por su parte, se estima que tanto en el escenario base como en el de estrés la Empresa no se vea en la necesidad de incurrir en deuda. Por lo anterior, se contemplan niveles de deuda neta negativa, lo cual provoca que los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA no sean comparables. Asimismo, por la ausencia de deuda el servicio de la deuda es nulo, lo cual no permite que el DSCR sea comparable. Lo anterior nos habla de la fortaleza financiera de Sí Vale y el mínimo riesgo de liquidez.