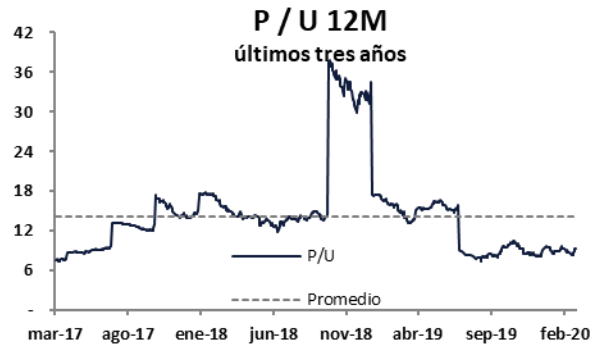
Ciudad de México a 9 de marzo de 2020

Draxton se encuentra sólido para un 2020 retador. Esperamos que continúe la recuperación de Vitromex y Cinsa.

COMPRA	PO DIC2020	Ps.25.10
Precio (GISSAA)		22.10
Máx./mín. (2A)		17.35 / 29.64
Rendimiento total esperado		24.31%
Valor de mercado (Mill.)		7,543
Valor de la empresa (Mill.)		11,940
Acciones en circulación (Mill.)		341
Flotante		58.0%
Importe diario prom. 2 años (Mill.)		3.5

Precio al 04/03/2020. Cifras en Ps. millones.



A pesar de que la demanda y producción de autos a nivel global se contraerá, el posicionamiento y operación eficiente de Draxton apuntalará resultados.

El segmento más relevante para GISSA en términos de ingresos (~70%) es el de autopartes. Su participación en el mercado global es relevante, y cuenta con presencia comercial, fortalecida por sus JV's locales, en Norteamérica, Europa y Asia.

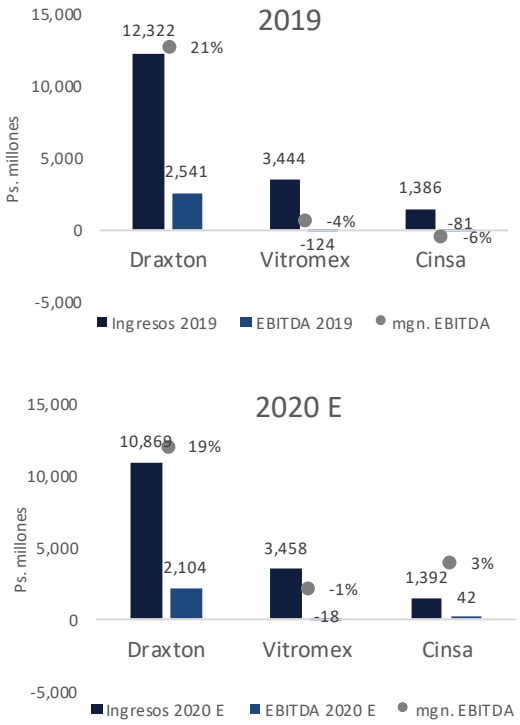
De acuerdo con el análisis de *IHS Markit*, la demanda y producción de autos en estas regiones se desacelerará en 2020 debido a factores como: el COVID-19, menor actividad económica, regulación europea de CO_2, elecciones estadounidenses, entre otros.

Creemos que Draxton ha trabajado excepcionalmente para consolidar su posicionamiento en sus distintas regiones, por lo que proyectamos una suavización respecto a la contracción del sector. Esto, visto desde una perspectiva *top-down* de valuación, deriva en un crecimiento en su participación de mercado.

El crecimiento de nuevos negocios en 2019 protegerá a Draxton de la contracción, mientras que el Programa de Eficiencia y Productividad reforzará el *bottom-line*. Estimamos contracciones en 2020 de Ingresos y EBITDA del 12% y 17%, y un margen EBITDA del 19.4%.

Jorge Plácido
+52 (55) 5412-4273
jorge.placido@apalache.mx

Jorge Lagunas
+52 (55) 2106-5592
jorge.lagunas@apalache.mx



Proyecciones 2020 E elaboradas por Apalache Análisis.

T-MEC, y recuperación gradual de la economía mexicana y del sector construcción apoyarán resultados de Vitromex y Cinsa en el año.

En contraste con el año 2019, donde diversos factores pesaron sobre los segmentos de Vitromex y Cinsa (negociación T-MEC, cambio de gobierno, menor gasto en construcción, desaceleración de la economía), el 2020 proyecta un entorno moderadamente favorable.

Proyectamos un año *flat* en Ingresos y EBITDA para ambos negocios, lo que significará un quiebre de la tendencia negativa de 2019 para recuperar sus márgenes EBITDA de largo plazo (8% para Vitromex y 9% para Cinsa) en un plazo de 24 a 36 meses.

Actualizamos nuestro precio objetivo.

Después de analizar los resultados del 4T19 y actualizar las principales variables de nuestro modelo de valuación, hemos determinado un nuevo Precio Objetivo a 12 meses (dic. 2020) de Ps.25.10 (Ps.25.30 anterior). Nuestra recomendación es COMPRA, ya que proyectamos un rendimiento total esperado de 24.3% respecto al precio del pasado 4 de marzo (13.6% por apreciación de capital y 10.7% por dividendos).

Método de valuación	Precio	Pond.
DCF	27.00	50%
VE/EBITDA objetivo	23.30	30%
P/U	22.90	20%
Precio Objetivo 12 meses (PO)	**25.10**	100%
Precio actual	22.10	
Rendimiento potencial del PO	13.6%	
Rendimiento por dividendos	10.7%	
Rendimiento total esperado	**24.3%**	
Recomendación:	**COMPRA**	

Múltiplos	Ult 12 meses	Siguientes 12 meses	Año 2
Valuación calculada con el PO:			
EV/EBITDA	5.6x	5.9x	5.0x
P/U	10.6x	3.3x	2.8x
P/VL	0.7x	0.6x	0.5x
Valuación calculada con el precio actual:			
EV/EBITDA	5.2x	5.5x	4.6x
P/U	9.3x	2.9x	2.4x
P/VL	0.6x	0.6x	0.5x

Supuestos para el cálculo de la WACC	
Tasa libre de riesgo (M10):	6.5%
Prima de riesgo sobre el capital:	2.6%
Beta mensual 3A:	1.06
Prima de riesgo ajustada por Beta:	2.7%
Prima de riesgo soberano:	3.0%
Costo capital accionario:	12.2%
Spread de crédito implícito:	3.2%
Costo de la deuda antes de impuestos:	12.7%
Tasa efectiva de impuestos:	30.0%
Costo de la deuda:	9.6%
Mezcla de deuda en estructura financiera objetivo:	42.5%
WACC:	**11.1%**
Crecimiento residual:	2.7%

Sensibilidad del PO calculado por DCF: Residual vs. WACC						
		Escenarios de Crecimiento Residual GIS				
		1.7%	2.2%	**2.7%**	3.2%	3.7%
Escenarios para niveles de WACC	12.1%	20.80	21.60	22.50	23.40	24.50
	11.6%	22.70	23.60	24.60	25.70	27.00
	11.1%	24.80	25.80	**27.00**	28.30	29.80
	10.6%	27.00	28.30	29.60	31.20	32.90
	10.1%	29.60	31.00	32.60	34.50	36.60

Sensibilidad del PO calculado por múltiplo: EV/EBITDA Objetivo vs. Cambios en EBITDA						
		Escenarios múltiplo objetivo EV/EBITDA				
		3.4x	4.4x	**5.4x**	6.4x	7.4x
Cambios en EBITDA	5.0%	10.70	17.90	25.20	32.50	39.70
	2.5%	10.10	17.20	24.30	31.40	38.40
	0.0%	9.50	16.40	**23.30**	30.30	37.20
	-2.5%	8.90	15.70	22.40	29.20	35.90
	-5.0%	8.40	14.90	21.50	28.10	34.60

Sensibilidad del PO calculado por múltiplo: P/U Objetivo vs. Cambios en UPA						
		Escenarios múltiplo objetivo P/U				
		7.7x	8.7x	**9.7x**	10.7x	11.7x
Cambios en UPA	5.0%	19.00	21.50	24.00	26.50	29.00
	2.5%	18.60	21.00	23.40	25.90	28.30
	0.0%	18.10	20.50	**22.90**	25.20	27.60
	-2.5%	17.70	20.00	22.30	24.60	26.90
	-5.0%	17.20	19.50	21.70	24.00	26.20

DCF/Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
NOPLAT	1,622	2,090	2,727	2,014	1,632	1,741	1,818	1,868	1,919	1,971
Depreciación & Amortización	1,637	1,750	1,810	1,853	1,876	1,916	1,954	1,992	2,028	2,064
Inversión en capital de trabajo	(1,398)	(227)	(275)	(514)	(319)	(282)	(186)	(204)	(224)	(229)
CAPEX	(1,832)	(2,210)	(2,074)	(2,017)	(2,109)	(2,142)	(2,175)	(2,208)	(2,240)	(2,272)
Flujo Libre de Efectivo (FLE):	**29**	**1,403**	**2,188**	**1,336**	**1,080**	**1,232**	**1,410**	**1,448**	**1,483**	**1,534**

Valor Presente FLE Años 1-10	7,326
Valor del residual:	18,772
Valor Presente del residual:	6,531
Valor Presente Total:	13,857
Deuda neta:	4,011
Interés minoritario:	647
Valor de capitalización implícito:	9,199
Acciones en circulación:	341
V.I. calculada por DCF:	**27.00**

Resultados integrales	2019	2020 E	2021E	2022 E
Ingresos Netos	17,129	15,719	16,151	16,638
Costo de Ventas	13,782	12,616	12,959	13,352
Gastos Venta	2,286	1,661	1,469	1,167
Utilidad (pérd.) de Operación	1,010	1,405	1,680	2,076
Intereses ganados	83	82	112	178
Intereses pagados	552	426	412	404
Participación en resultados de Asociadas	272	1,158	1,193	1,228
Impuestos a la utilidad	102	(394)	(562)	(823)
Operaciones discontinuadas	579	-	-	-
Utilidad atribuible a controladora	808	2,575	3,090	3,863
Utilidad atribuible a no controladora	84	125	129	132
Utilidad (pérdida) neta	892	2,700	3,219	3,995
EBITDA	2,359	2,176	2,365	2,595
CAPEX (Ps. millones)	809	1,456	1,061	964
Crecimientos en:				
Ingresos netos		-8.2%	2.8%	3.0%
Utilidad de operación		39.1%	19.6%	23.6%
EBITDA		-7.8%	8.7%	9.7%
Participación controladora en ut.(pérd.)neta		218.8%	20.0%	25.0%
Márgenes:				
Operativo	5.9%	8.9%	10.4%	12.5%
EBITDA	13.8%	13.8%	14.6%	15.6%
Neto	5.2%	17.2%	19.9%	24.0%
Acciones en circulación (millones)	341	341	341	341
Valor en Libros	36.7	42.3	48.9	57.1
UPA	2.6	7.9	9.4	11.7
EBITDA por acción	6.9	6.4	6.9	7.6

Flujo de Efectivo	2019	2020 E	2021E	2022 E
EBITDA	2,359	2,176	2,365	2,595
(-) +capital de trabajo	976	155	253	289
Otros ajustes para conciliar la utilidad	224	1,535	1,848	2,261
FE NETO DE ACT. DE OPERACIÓN	3,559	3,866	4,466	5,145
Flujos procedentes de la pérdida de control	2,776	-	-	-
Compras de PPE	900	2,455	2,122	2,057
Otros	(1,063)	(170)	(170)	(170)
FE NETO DE ACT. DE INVERSIÓN	813	(2,625)	(2,293)	(2,227)
Aumento de deuda	(2,547)	(105)	(103)	(101)
Dividendos pagados	407	412	505	624
Intereses pagados	394	426	412	404
Otros	(332)	-	-	-
FE NETO DE ACT. DE FINANCIAMIENTO	(3,680)	(943)	(1,019)	(1,129)
EFECTIVO Y EQ. AL FINAL DEL PERIODO	1,674	1,971	3,125	4,915

Posición financiera				
	2019	2020 E	2021E	2022 E
Efectivo y equivalentes	1,674	1,971	3,125	4,915
Clientes y cxc	2,840	2,894	2,978	3,072
Inventarios	1,818	1,849	1,901	1,962
Activos mantenidos para venta	16	210	210	210
Otros activos	310	830	1,490	2,176
Activos circulantes	6,657	6,924	9,704	12,335
Inversiones en subs. y asociadas	123	126	130	134
Propiedades, planta y equipo	9,605	10,396	10,749	10,984
Activos por derechos de uso	258	258	258	258
Crédito mercantil	3,831	3,831	3,831	3,831
Activos intangibles	2,224	2,224	2,224	2,224
Activos por impuestos diferidos	810	810	810	810
Otros activos no circulantes	328	338	348	359
ACTIVOS TOTALES	23,836	24,908	28,054	30,935
Deuda a corto plazo	25	25	24	24
Arrendamiento c.p.	79	79	78	76
Proveedores y otras cxp cp	4,013	4,082	4,199	4,333
Impuestos por pagar	356	367	378	389
Otros pasivos	-	-	-	-
PASIVOS CIRCULANTES	4,473	4,553	4,679	4,822
Deuda a largo plazo	5,400	5,299	5,201	5,105
Arrendamiento l.p.	181	178	175	171
Impuestos por pagar l.p.	158	162	167	172
Provisiones LP	234	241	249	256
Otros pasivos LP	853	879	905	932
PASIVOS TOTALES	11,300	11,312	11,375	11,459
CAPITAL CONTABLE	12,536	14,426	16,679	19,476
Deuda Bruta	5,685	5,580	5,477	5,376
Deuda Neta	4,011	3,609	2,352	462

Indicadores operativos y razones financieras				
	2019	2020 E	2021E	2022 E
Liquidez	1.5x	1.5x	2.1x	2.6x
Prueba del ácido	1.1x	1.1x	1.7x	2.2x
Apalancamiento (PT/CC)	2.0x	2.0x	2.1x	2.1x
Deuda total/UAFIDA	2.4x	2.6x	2.3x	2.1x
Deuda neta/UAFIDA	1.7x	1.7x	1.0x	0.2x
Cobertura de intereses	1.8x	3.3x	4.1x	5.1x
Días inventario	47	53	53	53
Días de cobranza	60	66	66	66
Días de proveedores	105	116	117	117
Ciclo operativo (días)	2	3	3	3
ROA	3.7%	10.8%	11.5%	12.9%
ROE	7.1%	18.7%	19.3%	20.5%

Declaraciones

Sobre la información presentada

Los analistas responsables de la elaboración de este reporte manifiestan que los análisis, valuaciones, opiniones, puntos de vista y conclusiones aquí expresadas reflejan una opinión totalmente independiente, la cual está basada en información que es considerada como pública y fidedigna.

Apalache manifiesta que el personal que realiza este reporte cuenta con experiencia, capacidad técnica y prestigio profesional y que se desempeñan libres de conflictos de interés y no están supeditados a intereses personales, patrimoniales o económicos respecto a las emisoras cubiertas.

El análisis desarrollado por Apalache es elaborado bajo los más elevados estándares de calidad y transparencia.

Independientemente de la relación de negocios que Apalache podría estar llevando con las emisoras analizadas, existe una barrera "*Chinese Wall*" entre las áreas de negocio de Apalache y los analistas fundamentales, con la finalidad de garantizar su independencia en las opiniones y recomendaciones de inversión.

La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

La información contenida en esta presentación es pública y fue obtenida en distintas fuentes. Las proyecciones o previsiones contenidas en este análisis son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. No es posible garantizar el éxito de las estrategias planteadas.

El precio objetivo (PO) presentado en este reporte refleja el posible desempeño esperado de la acción en un periodo específico de tiempo. Dicho desempeño está determinado por la metodología de valuación seleccionada por Apalache, la cual se basa en la combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas para la valuación financiera de una empresa y que pueden incluir valuación por múltiplos, flujos de efectivo descontados (DCF por sus siglas en inglés), suma de partes, valor de liquidación y cualquier otra metodología apropiada para el caso particular. Cabe destacar que dicha valuación podría verse afectada por otros factores, tales como el flujo de noticias generales o específicas de la compañía, percepción de los inversionistas sobre la emisora, el sector y los mercados financieros, operaciones de fusiones y adquisiciones, entre otros. Alguno o todos estos factores pueden llevar a una recomendación contraria a la indicada por la simple valuación fundamental.

Este análisis ha sido preparado con fines informativos. No se hace compromiso alguno respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Apalache no responderá por daño o perjuicio alguno derivado del presente. Esta presentación se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Apalache no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular esta presentación en función de cualquier acontecimiento futuro.

Este reporte y su contenido son propiedad de Apalache y no puede ser reproducido o difundido sin el consentimiento previo por escrito de Apalache.

APALACHE ANÁLISIS