



LA NOTICIA: ADQUIERE PARTICIPACIÓN EN DISTRIBUCIÓN

Siguiendo nuestra política de continua comunicación con las empresas (especialmente las favoritas), participamos en la llamada que realizó Lab sobre el acuerdo de adquisición del 50% (con la opción de adquirir el 100%) de grupo Marzam, una de las empresas líderes en comercialización y distribución de medicamentos de prescripción (70% de ventas), OTC y cuidado personal. Dicha adquisición anunciada el pasado 10 de marzo se acordó en P\$600mn y se espera concluya durante el 2T14 una vez que se obtengan las aprobaciones regulatorias necesarias. **Recordamos que Lab forma parte de nuestro portafolio BX+CAP como una de nuestras emisoras favoritas, nuestro precio objetivo 2014 de P\$43.3 implica un potencial de 41.7% vs 23.3% para el IPyC.**

LA TRANSACCIÓN A MAYOR DETALLE

La emisora mencionó que para la operación de Marzam se creará una figura fideicomiso independiente que se encargará del manejo de inventario, cobranza y pago de la operación de Marzam, mientras que esta última quedará como un operador logístico cobrando al fideicomiso una comisión por el servicio de distribución. El propósito de la operación bajo el modelo fideicomiso y comisión implicaría que Marzam no tenga que adquirir el inventario lo cual disminuye drásticamente los requerimientos de capital del negocio.

La comisión será de entre 10% y 14% del valor del producto total el cual actualmente es de P\$10,000mn por lo que Marzam obtendría ingresos de entre P\$1,000mn y P\$1,400mn equivalentes al 9% y 12% de los ingresos de Lab en 2013. En cuanto al Ebitda de Marzam, la compañía espera obtener un margen de 25% (una vez que consolide al 100%) generándoles entre P\$300mn y P\$450mn, un impacto cercano al 10.0% de incremento en su Ebitda actual. Por ahora Lab no consolidará los resultados de Marzam (si por método de participación) sino hasta que haya adquirido la participación mayoritaria de la misma. Esto lo hará hasta que se realice exitosamente la transición del negocio de Marzam al modelo de comisión por la figura del fideicomiso.

IMPACTO POSITIVO: GRANDES VENTAJAS

Consideramos que la transacción es positiva ya que hemos identificado y confirmado una serie de ventajas que agregan mucho valor a la operación de la empresa (siguiente página) y al accionista. Creemos que este negocio no será una distracción para la emisora ya que la operación de Marzam seguirá realizándose por ellos y el fideicomiso será administrado por un equipo independiente a Lab y Marzam.

Si bien por ahora (hasta adquirir la participación mayoritaria) Lab **NO** registrará ingresos adicionales por la compra de Marzam pero si habrá una salida de caja o incremento en el apalancamiento lo cual ha ocasionado preocupación en los inversionistas, es importante recordar que lo mismo pasa cuando adquiere marcas. Normalmente al adquirir una marca, ésta pasa por un proceso de revitalización en la cual se reformula si es necesario, se cambia la imagen del empaque y se realiza una campaña publicitaria para el relanzamiento de la misma, proceso que toma entre seis y nueve meses en donde la emisora no registra las ventas de la marca.

SIN RIESGO FINANCIERO

Consideramos que el monto de la transacción (P\$600mn) no implicaría una situación de riesgo para la emisora ya que equivale al 34% de su caja y en caso de realizar la transacción con deuda, el apalancamiento incrementaría de 1.2x actual a 1.4x (Deuda neta / Ebitda) nivel que consideramos sólido.

SIGUE INVIRTIENDO

Recordamos que actualmente Lab no cuenta con una política de dividendos activa ya que se enfoca en el crecimiento por medio de la continua innovación y desarrollo de nuevos productos, además de adquirir marcas y derechos de uso de marca, por lo que reinvierte sus utilidades en este proceso el cual ha demostrado ser muy exitoso para la empresa, y que seguirá siendo el motor de crecimiento de la empresa.

Consideramos que este tipo de estrategia agrega mayor valor al accionista que el de repartir un dividendo anualmente, sin embargo la empresa no descarta la distribución de un dividendo en caso de no encontrar un mejor uso de los recursos.



VENTAJAS DE LA TRANSACCIÓN

- **Refuerza el modelo:** La operación de distribución con Marzam reforzará el modelo de negocio de la emisora ya que permitirá mejorar su flexibilidad y tiempo de respuesta con clientes el cual actualmente ya es muy bueno. Lab cuenta con la capacidad de medir la demanda en el punto de venta el cual le ha permitido optimizar el punto de reorden, sin embargo en el caso de las farmacias independientes las cuales se abastecen por medio de distribuidores especializados como Marzam, la medición y el tiempo de respuesta depende de la eficacia del mayorista por lo que hace sentido la integración de este negocio.
- **Incrementa presencia:** Actualmente, en México Lab vende el 60% de sus productos por medio del mercado moderno (tiendas de autoservicio, conveniencia, departamentales y cadenas de farmacias) en donde la distribución se realiza con acuerdos directos entre Lab y estos puntos de venta lo que ha generado que la penetración de sus marcas llegue a ser más alta que en el mercado tradicional (farmacias independientes) el cual se abastece directamente con los mayoristas (40% de ventas Lab en México). Consideramos que la adquisición de Marzam le permitirá a Lab controlar gran parte de la distribución de sus productos a farmacias independientes lo cual les posibilitará incrementar la presencia de los mismos en este mercado, especialmente en genéricos en donde la penetración es marcadamente más baja que en el resto de sus marcas.
- **Mayor diversificación:** Asimismo, la transacción dará mayor diversificación en las operaciones de Lab, dándole exposición no solo a la industria de distribución en medicamentos en general, sino también directamente a la demanda de aquellos de prescripción (en donde no tiene presencia) y OTC y cuidado personal de otros laboratorios y marcas.
- **Gran conocimiento del mercado:** La exposición que obtendría a la demanda generalizada en medicamentos y productos de cuidado personal en México, le posibilitará acceder a un mayor conocimiento sobre el mercado y su tendencia permitiéndoles identificar más fácilmente y antes que nadie las oportunidades que surjan en el mismo.
- **Mejora el ciclo de conversión de efectivo:** Es importante destacar que durante 2013 su principal enfoque en México fue el reducir su ciclo de conversión de efectivo logrando disminuirlo en 16 días tras un proceso comercial en donde el costo principal fue una marcada en las ventas por el ajuste a esta estrategia. Con Marzam y bajo el modelo de fideicomiso que se encargue del manejo de inventario, cobranza y pago de la operación, Lab podrá disminuir drásticamente (entre 30 y 60 días) sus cuentas por cobrar mejorando importantemente su generación de flujo agregando mayor valor para el accionista.

POSITIVO PARA LA INDUSTRIA: MEJORARÁ EL SERVICIO

Si bien a finales de 2013 Casa Saba, la mayor empresa en la industria de distribución de medicamentos en México, vendió su negocio por problemas financieros atribuyéndolo a la caída en la participación de mercado por el incremento de los convenios entre laboratorios y el canal moderno. Consideramos que la venta de este negocio abrió una oportunidad en el sector la cual Lab busca aprovechar y que tiene la capacidad de beneficiarse con ella además de mejorar el servicio para el resto de la industria. Creemos que el sistema de medición de demanda Lab se adapta naturalmente al negocio de distribución Marzam eficientando su operación lo cual no solo beneficiará a Lab, sino a toda la industria y la figura del fideicomiso dará mayor confianza a laboratorios y farmacias.

IMPACTO DE LA NOTA	Positivo
PRECIO OBJETIVO 2014 (\$PO)	43.30
POTENCIAL \$PO	41.7%
POTENCIAL IPyC	23.3%
PESO EN EL PTBBX+ (BX+ CAP)	7.1%
PESO EN IPyC	1.1%
VAR PRECIO EN EL AÑO	-16.5%
VAR IPyC EN EL AÑO	-10.8%

OBJETIVO DE LA NOTA

Comentario breve y oportuno de un evento sucedido en los últimos minutos

TIEMPO ESTIMADO DE LECTURA

¡Un Tris!

José María Flores Barrera

jfloresb@vepormas.com.mx

5625-1451



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



Directorio

DIRECCIÓN			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	jcerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	jportilla@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx
ANÁLISIS BURSÁTIL			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	aaudiffred@vepormas.com.mx
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709	jelizalde@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	jvelascoo@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarez@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx