

### COMPRA: CON PO 2014 DE \$35.5

Iniciamos cobertura de Lala con una recomendación de FAVORITA y Precio Objetivo 2014 de P\$ 35.5 con un potencial de 16.0% vs. 10.9% esperado para el IPyC.

### UNA HISTORIA DE ÉXITO Y LIDERAZGO INDISCUTIBLE

Con una historia de éxito y crecimiento sostenido por más de 60 años, Lala es la empresa líder en lácteos y alimentos saludables en México y una de las principales empresas lecheras de Latinoamérica. Además, sus marcas insignia (Lala y Nutri Leche) son dos de las cinco más reconocidas en el consumo masivo del país siendo la única en su rama con cobertura total nacional al contar con la mayor red de distribución en frío.

### UN SÓLIDO PANORAMA DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD

Anticipamos para este año, crecimiento en Ventas y Ebitda de 10.5% y 13.8% respectivamente y un crecimiento orgánico promedio anual para el periodo de 2014-2018e en los mismos rubros de 8.0% y 11.0% **los cuales NO incluyen el uso de los recursos obtenidos en su colocación accionaria.**

### CON MÚSCULO PARA ACELERARLO AUN MÁS

Luego de una muy exitosa colocación accionaria (4T13) y alta generación de flujo (aprox. 35% de Ebitda) Lala cuenta con recursos por P\$9,950 (13.3% de su valor de mercado) para acelerar su crecimiento ya sea vía orgánica e inorgánica en donde esperamos fusiones o adquisiciones, entrada a nuevas categorías y mercados, inversiones en mejoras de productividad (mayores márgenes) y mayor capacidad en su red de distribución para incursionar en otras categorías (incluso alimentos). **Lo anterior no se refleja en nuestros estimados y PO'14e (gran posibilidad de mayor potencial).**

### Y PREPARADA PARA APROVECHAR GRANDES OPORTUNIDADES

De igual manera, se verá beneficiada por características propias de la industria como el bajo nivel de consumo per cápita de lácteos vs. otros países de la región el cual pudiera incrementarse fácilmente dada la creciente preocupación por la salud sumada a la menor brecha de precio con alimentos y bebidas impactadas por los recientes impuestos adicionales (“comida chatarra” y refrescos) pudiendo beneficiar el consumo de lácteos.

### ATRACTIVA VALUACIÓN. SOLIDEZ Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA

Nuestro PO 2014 es el promedio de dos métodos de valuación: por múltiplos (FV/Ebitda) y por DCF. En el primer caso asumimos un múltiplo de 13.4x (-5.0% vs comparables) cuyo resultado es de P\$35.3. La valuación por DCF muestra un resultado similar de P\$35.6. Destaca su bajo nivel de apalancamiento de -1.5x (deuda neta/Ebitda).

### VARIABLE ESTRUCTURAL POSITIVA: ENTRAR AL IPYC Y MSCI

Lala tiene una alta posibilidad de incorporarse a la muestra del IPyC en su próxima revisión al igual que al índice MSCI. Esto resulta de gran importancia dado el incremento en bursatilidad asociado al evento pues estos “benchmarks” son el parámetro a vencer y la referencia grandes portafolios que replican la composición de ambos índices.

### FAVORITA

Precio Objetivo '14 P\$ 35.5

#### RESUMEN

	Empresa	Pond.
Crecimiento	Positivo	✓
Rentabilidad	Positivo	✓
Sector	Positivo	✓
Estruct. Fin.	Positivo	✓
Dividendos	Positivo	✓
Administración	Positiva	✓
	Valor	Pond.
Valuación	Positivo	✓
Bursatilidad	Positivo	✓

#### Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	30.60	42,036
<b>P. O. 2014</b>	<b>35.50</b>	<b>47,790</b>
Var % (Nominal)	16.0%	10.9%
Diferencia	4.1%	

#### Indicadores mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	26.15 – 30.51
<b>Market Cap (US\$ mn)</b>	<b>5,737</b>
Free Float	21.0%

#### Estimados / Valuación / Solidez

	2013	2014	2015
Ventas	43,156	47,679	51,467
Var %	7.0%	10.5%	7.9%
Ebitda	5,279	6,008	6,691
Var %	10.8%	13.8%	11.4%
Mgn Ebitda	12.2%	12.6%	13.0%
Apalanc.	-1.5x	-1.3x	-1.0x

Lo difícil no es ser grande si no saber crecer”

**Anónimo**

José María Flores B.

jfloresb@vepormas.com.mx

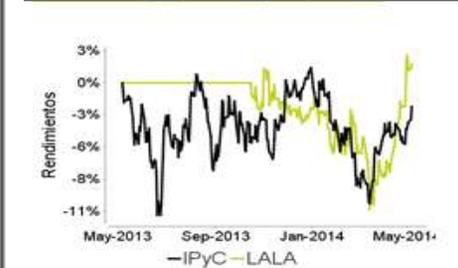
56251500 ext.1451

**Mayo 14, 2014**

#### ESTRATEGIA BX+

BX+Cap	En IPyC	Condición
5.7%	0.0%	FAVORITA

#### Lala vs. IPyC (Desde IPO)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg



NOTA DE EMPRESA



**10** TIEMPO ESTIMADO DE LECTURA (min)



**OBJETIVO DEL REPORTE**  
Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa

## EMPRESA EXTRAORDINARIA

**Quiero ser Dueño** “No compro o vendo en el mercado, invierto en negocios”

La clave en el proceso de **Selección de Emisoras** para invertir en Bolsa se resume en: **1) Encontrar empresas extraordinarias cuyas características generen empatía e interés suficiente para desear ser dueño; 2) Identificar un valor atractivo.** Para “descubrir” estas emisoras en Bolsa, utilizamos ocho criterios de manera consistente: Seis (6) enfocados al carácter de empresa extraordinaria; y dos (2) orientados al valor (precio) atractivo. La combinación de todos determina su Precio Objetivo (PO).

FUENTES			
<b>Ventas Exportación / Total Ventas</b>			
Alza de Precios			✓
Alza en Volumen de Producción			✓
Reducción de Costos			✓
Mayor Penetración de Mercado			✓
Entrada a Nuevos Mercados			✓
Cierre y/o revitalización de negocios c/Pérdida			
Fusión o Adquisición			✓
Crecimiento y Márgenes			
	Sector 2013	Lala 2013	Lala 2014e
Ventas	4.9%	7.0%	10.5%
Ebitda	8.5%	10.8%	13.8%
ROA	6.0%	9.6%	9.7%
Ebitda / Ventas	15.3%	12.2%	12.6%

### ¿QUÉ SON LOS ALIMENTOS FUNCIONALES?

Los alimentos funcionales son aquellos alimentos que en forma natural o procesada, contienen componentes que ejercen efectos beneficiosos para la salud que van más allá de la nutrición.

### ¿QUÉ ALIMENTOS PROCESADOS SON FUNCIONALES?

Algunos ejemplos son: yogurt, productos lácteos fermentados, vino, cereales fortificados.

### ¿Cómo Gana Dinero y Crece?

Con 65 años de experiencia, Grupo Lala es la empresa líder en productos lácteos de México con una participación de mercado cercana al 53% en leche. Desde su creación como una empresa lechera regional a la fecha, Lala se ha expandido a través de la totalidad del territorio mexicano hasta convertirse en la única en su rama con cobertura total nacional abarcando más de medio millón de puntos de venta por medio de una flota 7,600 camiones, 161 centros de distribución y 17 fábricas. El gran crecimiento de la empresa se divide en dos etapas: **1)** La primera, una expansión orgánica (1960's – 1990's) que le permitió incrementar su presencia y reconocimiento de marca principalmente por medio de la diferenciación de producto a través de la innovación y desarrollo tecnológico. Durante éste proceso la empresa lideró la transición de empaque de vidrio a cartón (1960's y 1970's) e introdujo la leche UHT (1980's) permitiéndole alargar la vida de anaquel de producto sin necesidad de refrigeración. **2)** La segunda etapa, de crecimiento acelerado, se da a partir del año 2000 y es resultado de un proceso de grandes adquisiciones como Nutrileche, Mileche, Los Volcanes y Gelatinas Art así como la licencia para la marca Parmalat en México.

Durante este proceso de evolución, la emisora ha diversificado sus operaciones clasificándolas en dos categorías:

**1) Leche:** Cerca del 56% de sus ingresos U12M son producto de la Venta de leche en donde cuenta con el 53% de este mercado posicionándose como la líder. La empresa cuenta con un enfoque multi-segmento con el cual, bajo sus diferentes marcas abarca el total de la población en México. Las marcas insignia de la compañía, Lala y Nutrileche se enfocan a la población con ingresos medio alto y medio bajo respectivamente mientras que la marca Borden está dirigida al segmento de altos ingresos. Esta clasificación por marca a su vez se divide en una oferta de producto según las necesidades de los consumidores (entera, light, deslactosada, etc.).

**2) Lácteos funcionales y otros:** La combinación de otros productos lácteos representa el 44% restante los ingresos totales de la empresa. Esta categoría está conformada por productos como queso, crema, yogurt y postres, en donde la fortaleza de la empresa al igual que su diferenciación por innovación de producto y tecnología la han posicionado como la empresa líder en queso pre-empacado y crema así como el segundo lugar en yogurt y postres.

Lala y Nutrileche, marcas insignia de la compañía, ocupan el segundo y cuarto lugar respectivamente entre las cinco marcas de consumo masivo de mayor reconocimiento por los consumidores en México con una penetración de 98% y 75% respectivamente en los hogares según un estudio de Kantar WorldPanel.



SECTOR	2013	2014e
Crecimiento del PIB (México)	1.1%	2.9%
Crecimiento del Sector (Lácteos)	2.6%	3.5%
Sector de Moda		

### Sector: Leches y lácteos funcionales

Además de contar con factores poblacionales, culturales y de disponibilidad de producto, en los últimos años el consumo de lácteos ha dependido en gran medida del desarrollo económico de un país en donde un mayor ingreso per cápita se relaciona con el incremento del consumo por habitante. En los últimos diez años, el consumo de productos lácteos a nivel mundial ha crecido a un ritmo promedio anual de 1.5% mientras que el de México ha sido de 2.6% derivado de un mayor incremento poblacional sumado a la mayor estabilidad y crecimiento económico del país.

A pesar del aumento U10A superior al promedio mundial, según datos de la FAO (Food and Agriculture Organization) el consumo de leche en México es bajo al ser de 125Lt per cápita ocupando el lugar 73 de un total de 99 países analizados. Este consumo se encuentra por debajo del de otros países de la región al compararse con los 273Lt de EUA, 198Lt de Argentina, 138Lt en Brasil y un promedio en Latam de 129Lt. En cuanto a otras categorías de lácteos como queso, crema, yogurt etc., el consumo per cápita en nuestro país también resultó menor.

ESCUDOS	
Reconocimiento de Marca	✓
Patente o Fórmula Secreta	
Liderazgo permite Control de Precio	✓
Leyes o Regulaciones	
Estructuras o Herramientas / Control Mercado	✓
Empatía	✓
Monto de Inversión	✓

### ¿Por qué Seguirá Creciendo?

Consideramos que gracias sus fortalezas (administración experimentada, solidez financiera, reconocimiento de marcas, capacidad de producción y distribución e innovación y desarrollo de nuevos productos), Lala podrá fácilmente aprovechar las oportunidades de crecimiento tanto orgánicas como inorgánicas:

**Crecimiento orgánico:** El mercado de lácteos en México presenta importantes oportunidades de crecimiento debido a los bajos niveles de consumo pudiendo incrementarse dada la favorable perspectiva derivado de una mayor preocupación de la población para mantener una vida más sana y el reconocimiento de los beneficios de productos lácteos (mayor valor nutricional) sumado a la menor brecha de precio con alimentos y bebidas impactadas por los recientes impuestos ("comida chatarra" y refrescos). A lo anterior se añade a la oportunidad demográfica que presenta el país y la favorable perspectiva de desarrollo económico el cual significa un incremento en el nivel de ingresos de la población que potencialmente se traducirá en aumento de consumo como se ha demostrado en los U10A.

**Crecimiento inorgánico:** Luego de una muy exitosa colocación accionaria (4T13), y alta generación de flujo (~35% de Ebitda) Lala cuenta con recursos por P\$9,950 (13.3% de su valor de mercado) los

**Mayor productividad:** Resultado de su política de mejora continua en la rentabilidad, la emisora seguirá invirtiendo para mejorar la productividad y optimización de sus plantas y red de distribución reflejándose en mayores márgenes.

**Incremento de distribución en frío:** Lala cuenta con la red de distribución en frío más amplia de México (importante ventaja competitiva). Incrementarla no solo le permitirá transportar producto de mayor margen sino aumentar su presencia y participación de mercado en esas categorías así como la posibilidad entrar a otros negocios (alimentos).

**Adquisiciones:** Dado el historial de adquisiciones de Lala y los recursos en caja, vemos muy alta la posibilidad de realizarse alguna adquisición. Consideramos que de llevarse a cabo, lo más probable es que suceda dentro de la industria de lácteos (regional o nacional o incluso en Centroamérica), aunque no descartamos otros sectores como alimentos o bebidas de alto valor nutricional.

**Nuevos mercados y categorías:** Consideramos que debido a la fortaleza de sus marcas, Lala podría incursionar en nuevos mercados y categorías en donde actualmente no tiene presencia. La mayor distribución en frío podría permitirles participar en negocios que dependan de dicha infraestructura como alimentos, u otras categorías en lácteos.

**Internacional:** Lala pudiera expandir sus operaciones a países con perfiles de crecimiento y dinámicas de mercado similares a México para replicar su modelo de negocio. Destaca Centroamérica sin descartar Sudamérica o EUA.



<b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>	<b>Sector U12M</b>	<b>Lala U12M</b>	<b>Lala 2014e</b>
Ebitda / UN	2.3	1.6	1.9
Cobertura (Ebitda+Caja / PT)	0.46	2.24	1.82
DT/Ebitda	1.75	-1.5	-1
PT / CC	1.24	0.29	0.33
PCP / PT	0.43	0.68	0.8

**Productos Derivados**

**¿Es Operativa o Financiera?... ¿Es Sólida?**

Lala es una compañía 100% operativa ya que todos sus ingresos provienen de las actividades relacionadas con la operación, lo que significa que se concentra en su negocio.

Por otra parte, resultado de los recursos obtenidos en su colocación accionaria, y su alta capacidad de generación de flujo (~35% de Ebitda) Lala tiene un nivel de apalancamiento deuda neta / Ebitda de -1.5x, nivel que se compara muy favorablemente con el 1.75x promedio de sus comparables nacionales e internacionales. Actualmente su deuda es 100% en pesos con un perfil que se extiende hasta el 2018 y representa apenas el 7.2% de lo disponible en caja.

**IMPORTANTE SABER: La razón más importante en los mercados internacionales (más del 60%) del por qué una empresa quiebra, es por mal manejo o exceso de deuda.**

<b>DIVIDENDOS</b>	<b>Actual</b>
Dividend Yield	2.08%
Cete 28d	3.25%
Fondo de Recompra de Acciones	✓

**¿Reinvierte o Reparte Utilidades?**

A lo largo de su historia Lala ha reinvertido una parte importante de su flujo de efectivo (~35% de Ebitda) para fondear su crecimiento, orgánico o por adquisiciones por lo que actualmente no cuenta con una política de dividendos expresa. Sin embargo anualmente su asamblea ha decretado dividendos en donde ha repartido cerca del 50% de la utilidad neta. El último dividendo decretado por la emisora de P\$0.3825 por acción equivalente a P\$745mn se adelantó a finales de 2013 a fin de evitar el pago del impuesto de 10% en dividendos resultado de la entonces recién aprobada reforma fiscal. En dicha exhibición también se adelantó el dividendo ya confirmado para febrero por P\$0.1275, en donde la suma de ambos equivalió a un dividend yield de 1.8%.

<b>ADMINISTRACIÓN</b>	
Integridad y Transparencia	✓
Cumple Compromisos	✓
Utilidad con Principios (Social Responsible)	✓
En Índice de Sustentabilidad	✓
Capital Emocional (Ambiente Laboral)	✓
"Stock Options"	✓

**La Dirección de la Empresa: Mucha experiencia y visión**

La administración de la compañía está a cargo de un grupo directivo con una amplia experiencia (de en promedio 25 años) en el sector de consumo masivo. Consideramos que gracias a la experiencia, visión, oportunidad y capacidad del equipo administrativo de la empresa, Lala es líder en lácteos a nivel nacional.

Asimismo, el Consejo de Administración está integrado por ejecutivos con una destacada trayectoria profesional y amplia experiencia en el sector y áreas estratégicas. El presidente del consejo desde el año 2000, Eduardo Tricio ha formado parte del gobierno corporativo de la empresa por más de 20 años. Además de presidir el consejo de Lala, encabeza el de Aeroméxico y forma parte del de Mexchem, Televisa, Bolsa, Banamex entre otros.



**VALUACION: PO 2014 P\$35.50** Nuestro P.O 2014 de P\$35.50, es el promedio de 2 métodos de valuación a fin de incorporar tanto el momento de la industria (valuación por múltiplos) así como las estimaciones de los próximos años (valuación DCF).

**POR MÚLTIPLOS**

Menor al IPyC	
Menor a su sector	✓
Menor a su promedio histórico	✓

**Opinión: FAVORITA**

Considerando un múltiplo objetivo FV/Ebitda de 13.4x (4.0% mayor al nivel actual de 12.8x pero con un descuento de 5.0% vs. el promedio del sector de 14.1x) el PO de Lala por este método es de **P\$35.30** (Rendimiento potencial de 15.1%).

**Comparativo Sectorial de Múltiplos**

Si bien el múltiplo FV/Ebitda objetivo para 2014 es ligeramente mayor al actual de 12.8x, consideramos que es un nivel conservador y alcanzable dado que si se le compara con las demás empresas del sector, actualmente se paga a descuento de 9.0% vs la muestra de comparables destacando el muy favorable nivel de apalancamiento vs. el sector (-316.6%) y un descuento cercano al 40.0% a su comparable internacional más parecido, White Wave Foods (ver tabla).

**Lala- comparativo sectorial internacional (P\$ Miles de Millones, U12M)**

Empresa	País	Mkt Cap.	Ventas	Ebitda	Mgn Ebitda	FV/Ebitda (x)	P/E	P/VL (x)	Var Ebitda 2014e	Apalanc.
NESTLE	Suiza	3,181	1,373	265	19.3%	12.9	21.1	3.4	1.3%	1.0
AC	México	134	60	13	20.9%	11.7	22.2	3.4	7.4%	0.9
KOF	México	317	156	29	18.6%	12.6	28.5	3.0	10.8%	2.2
WHITE WAVE	EUA	62	33	3	10.4%	20.9	37.9	5.2	48.0%	3.1
GENERAL MILLS	EUA	408	231	45	19.5%	12.0	19.1	4.3	2.9%	2.3
DANONE	Francia	597	385	64	16.5%	11.6	20.5	2.4	1.3%	2.3
YAKULT	Japón	124	22	2	8.8%	17.5	39.3	3.0	28.9%	-0.6
BIMBO	México	169	177	15	8.7%	13.3	NR	3.5	13.6%	2.4
<b>Promedio</b>		<b>624</b>	<b>305</b>	<b>54</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.1</b>	<b>26.9</b>	<b>3.5</b>	<b>14.3%</b>	<b>1.7</b>
<b>Lala</b>	<b>México</b>	<b>74.5</b>	<b>43.9</b>	<b>5.2</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.8</b>	<b>22.9</b>	<b>3.5</b>	<b>13.8%</b>	<b>-1.5</b>
<b>Lala vs. Prom</b>					<b>-3.4%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-15.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-316.6%</b>

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

**Lala- Valuación por DCF (\$USmn)**

Concepto	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Flujo Libre de Efectivo	182.8	236.4	273.1	304.0	340.5
DCF	169.1	202.1	215.9	222.2	230.1
Flujos Eftvo.	6,196				
Perpetuidad	5,119				
(-) Deuda Neta	-594				
Valor Justo Capital	6,790				
			Acciones en circulación (mn)		2,474
			Valor por Acción (P\$)		35.60

**Descuento de Flujo de Efectivo**

Por Flujos Descontados a valor presente "DCF" el PO' 14e determinado es de P\$35.60. Para determinar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.2%, utilizamos un costo ponderado de la Deuda de 2.4% y un costo de capital de 8.4%. En este último caso, utilizamos un bono a largo plazo de EUA (3.6%) más el CDS de México (0.9%), un premio por riesgo mercado de 5.5% y una Beta de 0.70. Asumimos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1.5%. Bajo este método de valuación, el PO'12 es de **P\$35.60**



## LALA: UNA CAJA LLENA DE POSIBILIDADES

Tras una muy exitosa colocación accionaria (siendo la más demanda de los últimos años) en el 4T13, Lala logró recaudar un monto total de ~P\$14,055mn. Ahora, incluso luego de haber el hecho el pago de la deuda de corto plazo cuenta con los recursos necesarios (**caja de P\$ 8,442 mn equivalente al 11.8% de su valor de mercado**) para acelerar su crecimiento vía inorgánica por medio de alguna adquisición o fusión. Lo anterior no se refleja en nuestros estimados y precio objetivo por lo que el potencial pudiera ser aún mayor.

A continuación realizamos un ejercicio de sensibilidad en el cual asumimos distintos escenarios de adquisición y lo que agregaría en Ebitda considerando un múltiplo de adquisición en línea con los vistos en las últimas operaciones del sector (8.9x FV/Ebitda). Considerando lo anterior calculamos el precio objetivo correspondiente a cada escenario (sin tomar en cuenta posibles sinergias) así como su potencial adicional con respecto a nuestro precio objetivo de P\$35.5. Conservadoramente elegimos un escenario en donde se realice una adquisición correspondiente al 60% de la caja llevando al precio objetivo 2014e a P\$37.6 (potencial de 25.0%).

Es destacable su bajo nivel de apalancamiento de -1.5x (deuda neta/Ebitda) U12M el cual refleja una gran flexibilidad financiera permitiéndole realizar las siguientes operaciones sin incurrir en un riesgo financiero.

Múltiplos Históricos Sector		Escenarios de Adquisición Asumidos							
Empresa	FV/Ebitda	Monto	% de Caja	DN/Ebitda	Múltiplo	Ebitda	Ebitda % Lala 2015e	PO 2014e DCF	Pot Adicional %
México	Lácteos	0	0%	-1.3	8.9	0	0.0%	35.5	0.0%
Santa Clara	9.0	2,000	20.1%	-1.0	8.9	225	3.4%	36.7	3.1%
Brasil		4,000	40.2%	-0.7	8.9	450	6.7%	37.2	4.4%
Remil	8.8	<b>6,000</b>	<b>60.34%</b>	<b>-0.5</b>	<b>8.9</b>	<b>676</b>	<b>10.1%</b>	<b>37.6</b>	<b>5.5%</b>
Ecuador		8,000	80.5%	-0.2	8.9	901	13.5%	38.1	6.8%
Tonicorp	10.0	10,000	100.6%	0.1	8.9	1,126	16.8%	38.4	7.8%
Argentina		12,000	120.7%	0.4	8.9	1,351	20.2%	39.1	9.7%
Grupo Dánica	8.0	14,000	140.8%	0.6	8.9	1,577	23.6%	40.2	12.8%
Panamá		16,000	160.9%	0.9	8.9	1,802	26.9%	41.3	15.9%
Industrias Lácteas	8.6	18,000	181.0%	1.1	8.9	2,027	30.3%	42.4	19.0%
<b>Promedio</b>	<b>8.9</b>	20,000	201.1%	1.3	8.9	2,252	33.7%	43.5	22.2%

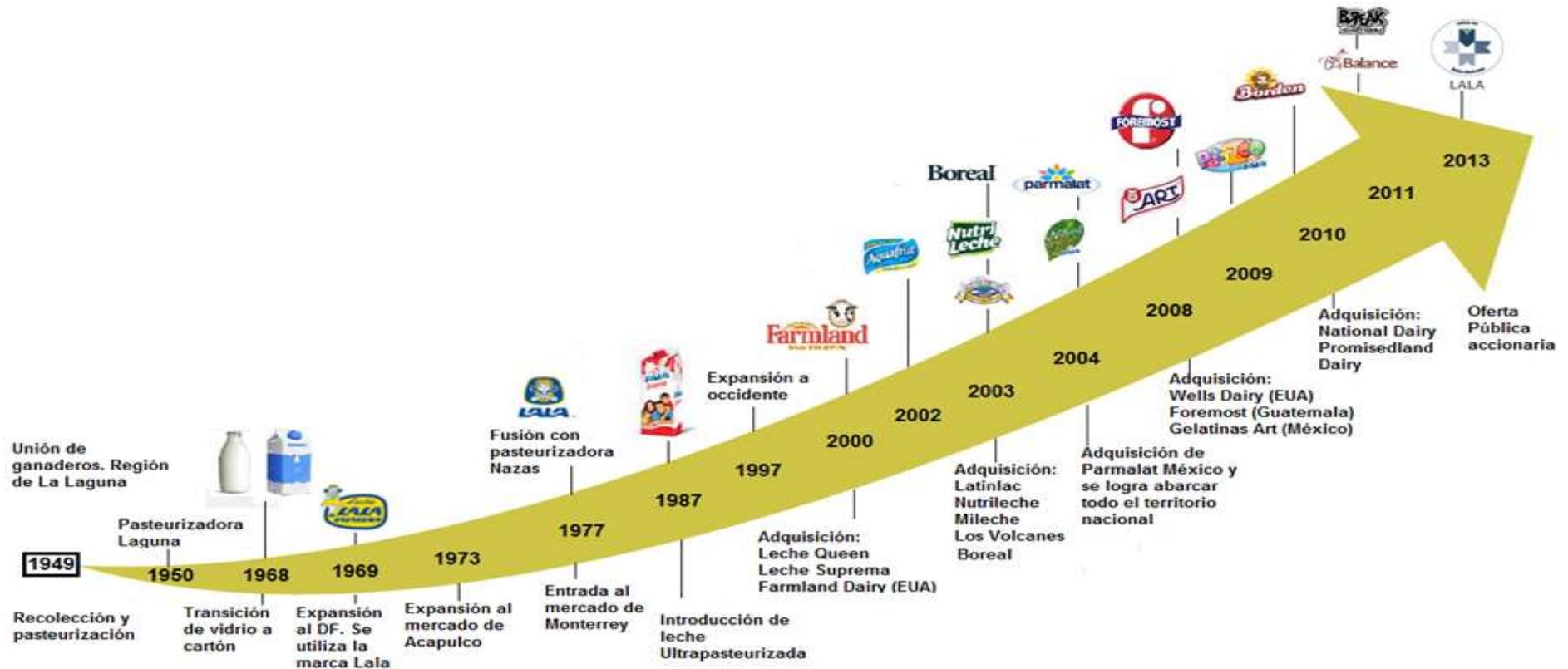
Fuente: Grupo Financiero BX+

Consideramos que de llevarse a cabo la adquisición, lo más probable es que suceda dentro de la industria de lácteos ya sea a nivel regional o nacional o incluso en Centroamérica, aunque no descartamos otros sectores como bebidas de alto valor nutricional (jugos) y alimentos. En este último caso, con el respaldo de su gran red de distribución en frío.

Asimismo con la gran capacidad de recursos, sumado a la fortaleza de sus marcas y su capacidad de innovación, Lala podría incursionar en nuevos mercados y categorías en donde actualmente no tiene presencia. La mayor distribución en frío podría permitirles participar en negocios que dependan de dicha infraestructura como alimentos, u otras categorías en lácteos.



## LALA: UNA HISTORIA DE GRANDES CRECIMIENTOS



Fuente: BX+ con información de Lala

En 1949 un grupo de pequeños productores de leche forman la Unión de productores de Torreón inicialmente dedicados a la recolección y pasteurización de la leche. Se crea la Pasterizadora Laguna y durante la década de los 50's busca diferenciarse como un productor de alta calidad. En los 60's es pionero en tecnología al introducir el sistema automático de ordeña y lidera la transición de botella de vidrio a empaque de cartón. En 1969 expande sus operaciones al D.F. y utiliza por primera vez el nombre de "Lala".

En la década de los 70's la compañía continúa expandiéndose a otras regiones con la adquisición de una planta productora en Acapulco Guerrero y la fusión con pasterizadora Nazas en Durango con la que entra al mercado de Monterrey. En los 80's crea Lala Derivados Lácteos con el fin de incrementar su oferta de productos e introduce la leche Ultra pasteurizada. En 1992 adquiere pasterizadora Durango e inaugura su planta en Guadalajara iniciando operaciones en el occidente del país.

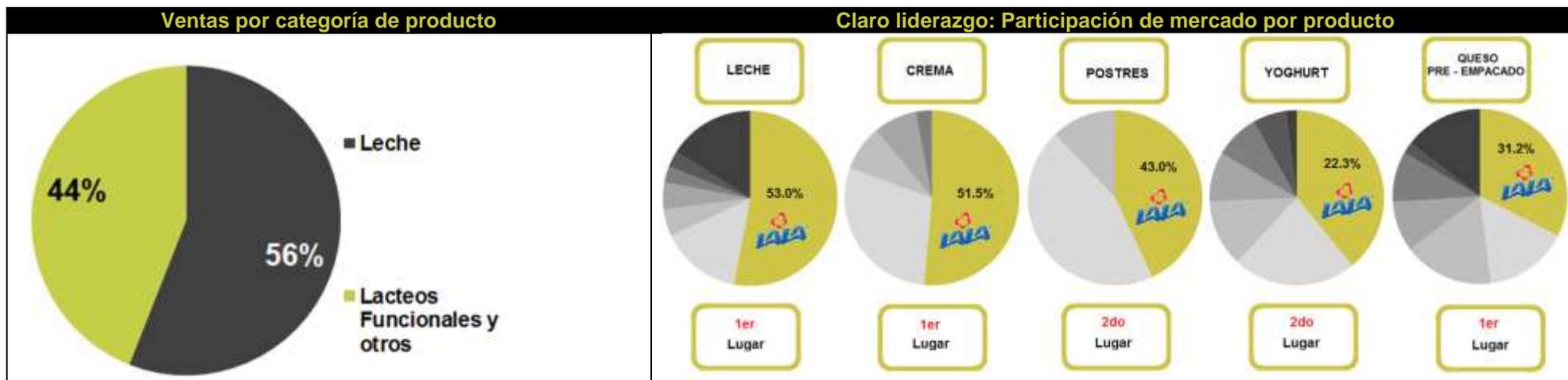
A partir del año 2000 la empresa inicia una etapa de crecimiento acelerado, tanto orgánico como a base de adquisiciones destacando la compra en 2003 de los activos de la empresa Latinlac (cinco fábricas) y se compran las marcas Nutrileche, Mileche, Boreal y Los Volcanes. En 2004 se adquiere Parmalat de México, y con el inicio de la distribución al mercado de Chiapas y Baja California logran convertirse en la única empresa lechera del país con alcance nacional. En 2008, para competir en el mercado de Centro América se adquiere Foremost en Guatemala y en México adquiere Gelatinas ART. En 2010, una subsidiaria de Lala en EUA adquiere a National Dairy, una de las empresas lácteas más grandes de ese país propietaria de la marca Borden enfocándola en México al sector premium.

Durante este proceso de evolución, la emisora ha diversificado sus operaciones clasificándolas en dos categorías:



**1.- Leche:** Cerca del 56% de sus ingresos U12M son producto de la Venta de leche en donde cuenta con el 53% de este mercado posicionándose como la líder. La empresa cuenta con un enfoque multi-segmento con el cual, bajo sus diferentes marcas abarca el total de la población en México. Las marcas insignia de la compañía, Lala y Nutrileche se enfocan a la población con ingresos medio alto y medio bajo respectivamente mientras que la marca Borden está dirigida al segmento de altos ingresos. Esta clasificación por marca a su vez se divide en una oferta según las necesidades de los consumidores (entera, light, deslactosada, etc.).

**2.- Lácteos funcionales y otros:** La combinación de otros productos lácteos representa el 44% restante los ingresos totales de la empresa. Esta categoría está conformada por productos como queso, crema, yogurt y postres, en donde la fortaleza de la empresa al igual que su diferenciación por innovación de producto y tecnología la han posicionado como la empresa líder en queso pre-empacado y crema así como el segundo lugar en yogurt y postres.



Fuente: BX+ con información de Lala

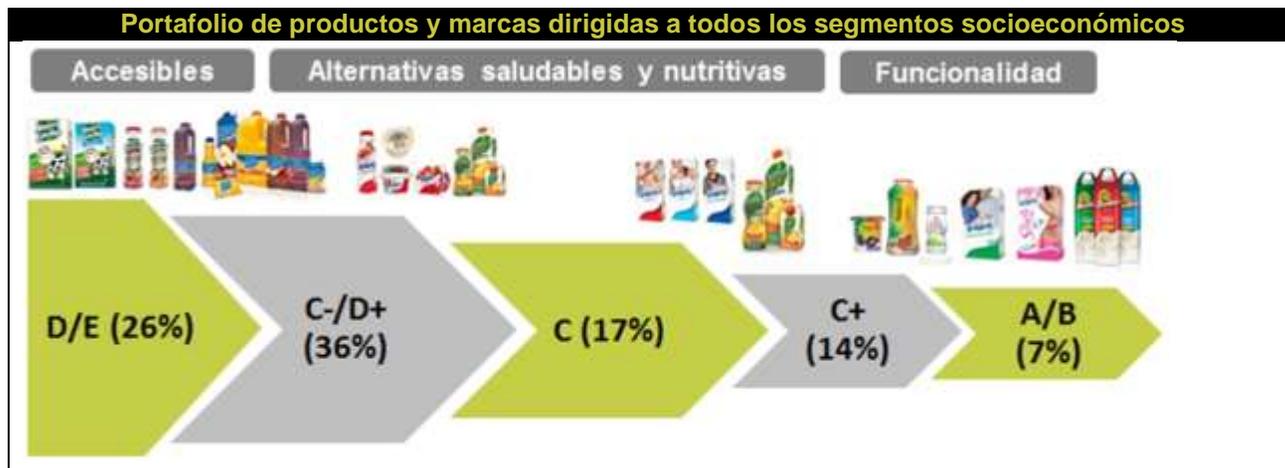
Según Kantar World Panel las marcas Lala y Nutrileche están posicionadas como la segunda y cuarta marca de productos de consumo más reconocidas en México.



Fuente: Kantar World Panel y Lala



Todos sus productos pertenecen a marcas altamente reconocidas las cuales cuentan con una sólida reputación entre los consumidores y que se asocia con atributos positivos como: alta calidad, frescura y nutrición. El portafolio de productos de la compañía comprende más de 600 SKUs. **Este portafolio está diseñado para atender a los consumidores de todos los segmentos socioeconómicos y rangos de edad.**



Fuente: BX+ y Lala

La red de distribución refrigerada de Lala es la más amplia en México y América Latina. Cuenta con 161 centros de distribución en México y Centroamérica y una flota que asciende a cerca de 7,600 camiones para la distribución. En conjunto, su red de distribución da servicio a alrededor de medio millón de puntos de venta. Su plataforma de distribución es altamente eficiente que permite distribuir con un costo base por kilo-litro menor que la mayoría de sus competidores.

Esta plataforma es una ventaja competitiva importante ya que le permite comercializar un mayor volumen de productos refrigerados con un mayor margen y valor agregado para sus consumidores.

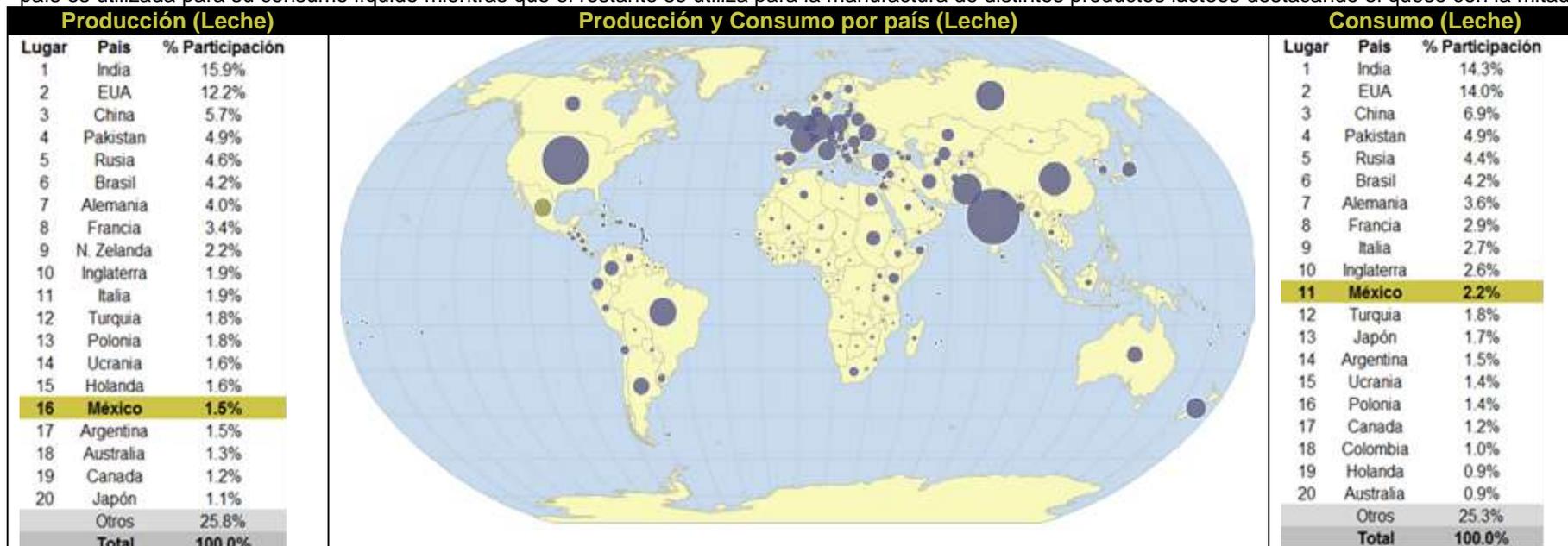


Fuente: Lala



## SECTOR DE GRANDES OPORTUNIDADES

México ocupa el lugar 16 a nivel mundial en la producción de leche con una participación del 1.5% según los últimos datos de la división estadística de la FAO (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura). Según estimaciones del Instituto de Investigación de Alimentos y Agricultura (FAPRI), durante 2013 se produjeron cerca de 12,200 toneladas leche en México en donde el 98.4% fue de origen vacuno mientras que el 1.6% caprino. Ese mismo año se consumieron cerca de 14,300 toneladas por lo que se tuvo que importar la diferencia colocándolo como el décimo a nivel mundial en importación de leche. Se espera que esta diferencia se amplíe aún más dada la mayor tasa de crecimiento en el consumo de productos lácteos que su producción. En cuanto a su uso, cerca del 45.0% de la producción total de leche en el país es utilizada para su consumo líquido mientras que el restante se utiliza para la manufactura de distintos productos lácteos destacando el queso con la mitad de éste.



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura

El consumo de leche en México es bajo al ser de 125Lt per cápita ocupando el lugar 73 de un total de 99 países analizados. Este consumo se encuentra por debajo del de otros países de la región al compararse con los 273 Lt de EUA, 198Lt de Argentina, 138Lt en Brasil y un promedio en Latam de 129Lt. El consumo de queso en México es de 2.2Kg siendo este también menor a los de países de la región (Prom Latam 5.4Kg) al igual que en el caso del Yogurt con 6.6Kg vs. 10.6Kg Prom. Latam.



Fuente: Lala

Consideramos que el consumo per cápita en México podría incrementar durante los próximos años dados los siguientes puntos:

- **Cambio de tendencia en el consumo hacia productos de mayor contenido nutrimental:** La creciente conciencia por la salud derivará en un mayor consumo de productos nutritivos incluidos los lácteos beneficiando a las empresas del sector. Ésta mayor conciencia es resultado de las iniciativas de gobierno, grupos de interés y empresas en fomentar el consumo saludable señalando las ventajas de una dieta saludable. Estas iniciativas son respuesta a los altos índices de obesidad del país que nos colocan en el primer lugar a nivel mundial así como uno de los primeros en diabetes siendo ésta la principal causa de mortandad en el país.



Fuente: Maplecroft Global risk Analytics (Obesity Risk Index), INEGI

- **Mayor conciencia en los beneficios de lácteos:** Se verán los resultados de las distintas iniciativas mencionadas anteriormente así como de aquellas específicamente para comunicar las ventajas del consumo de lácteos y sus nutrientes clave asociados con una mejor salud ósea, cardiovascular y metabólica así como la reducción en el riesgo de padecer diabetes tipo 2.
- **Propiciar el consumo de lácteos desde temprana edad:** La mayor oferta de leche y productos lácteos dirigidos a niños propiciará el hábito en el consumo de estos productos desde temprana edad generando lealtad al producto y una relación de consumo de largo plazo.
- **Menor brecha de precio contra otros alimentos y bebidas:** Tras la aprobación del impuesto adicional a alimentos considerados “chatarra” (por su bajo contenido nutricional), sumado al impuesto a refrescos (por su alto contenido calórico) ambos a partir del primero de enero de 2014, se disminuyó la brecha de precios entre este tipo de productos y aquellos con mayor valor nutricional entre ellos la leche y otros productos lácteos. Consideramos que el consumo de lácteos pudiera beneficiarse de la menor diferencia de precio sumada a la mayor conciencia por un consumo más saludable.
- **Disponibilidad y oferta:** La creciente disponibilidad del producto en los puntos de venta de la mano de la expansión de las redes de distribución, sumado a una mayor oferta de producto destinado a los requerimientos de los consumidores (light, deslactosada, entera, etc.) soportado por el cambio de tendencia a productos más saludables se traducirá en el incremento del consumo.
- **Crecimiento económico y población:** Asimismo, la positiva perspectiva económica para México sumada al bono poblacional favorable (mayor porcentaje de población económicamente activa 2010-2030) se traducirá en una mejora al ingreso per cápita pudiéndose reflejar en el incremento del consumo de leche y productos lácteos.



Con ello podemos concluir que el mercado de lácteos en México presenta importantes oportunidades de crecimiento los cuales consideramos pudieran ser fácilmente aprovechados por Lala dada así como por las siguientes iniciativas debido a su solidez financiera (bajo nivel de apalancamiento y caja de P\$ 8,442 mn equivalente al 11.8% de su valor de mercado), eficiente operación y un equipo de administración altamente capaz y experimentado:

**Continua mejora en la rentabilidad:** Resultado de la política de continua mejora en la rentabilidad de sus operaciones la emisora espera realizar inversiones dedicadas a la mejora en la productividad y extender la capacidad de sus fábricas (centros de producción integrados) al igual que mejorar el uso de su red refrigerada.

**Incremento de la plataforma de distribución en frío:** Actualmente Lala cuenta con la red de distribución en frío más amplia de México la cual le permite transportar productos de mayor valor agregado que su competencia. Incrementar la plataforma de distribución no solo le permitirá transportar producto de mayor margen sino incrementar su presencia y participación de mercado en esas categorías así como la posibilidad entrar a otros negocios.

**Adquisiciones:** Tras una muy exitosa colocación accionaria realizada en octubre de 2013, Lala actualmente tiene una caja con recursos cercanos de P\$8,400 (representa un 11.8% de su valor de mercado) de los cuales podría destinar una proporción importante a la adquisición de otras empresas. Consideramos que de llevarse a cabo la adquisición, lo más probable es que suceda dentro de la industria de lácteos ya sea a nivel regional o nacional o incluso en Centroamérica, aunque no descartamos otros sectores como alimentos o bebidas de alto valor nutrimental.

**Nuevos mercados y categorías:** Resultado del incremento en distribución en frío o de alguna posible adquisición, sumado a la fortaleza de sus marcas y su capacidad de innovación, Lala podría incursionar en nuevos mercados y categorías en donde actualmente no tiene presencia. La mayor distribución en frío podría permitirles participar en negocios que dependan de dicha infraestructura como alimentos, u otras categorías en lácteos.

**Internacional:** Lala pudiera expandir sus operaciones a países con perfiles de crecimiento y dinámicas de mercado similares a México para replicar su modelo de negocio. Destaca Centroamérica sin descartar Sudamérica o EUA.

## Riesgos

- 1) **Competencia:** La industria de productos lácteos en México y Centroamérica se caracteriza por una competencia intensa con competidores regionales, nacionales y extranjeros que ejercen una creciente presión sobre los márgenes de utilidad. Entre los competidores más importantes destaca Alpura, Nestle y Coca-Cola (Santa Clara).
- 2) **Escasez:** Una interrupción o escasez en el suministro de leche o cualquier otra materia prima, pudiera resultar en una subutilización de sus instalaciones productivas presionando su rentabilidad. Si la escasez fuera severa, la compañía tendría que adquirir el faltante de leche o materia prima en mercados internacionales a precios internacionales sujetos a la volatilidad pudiendo afectar su situación financiera y resultados de operaciones.
- 3) **Clientes:** El 28% de las ventas de la compañía provienen de sus cinco clientes más importantes por lo que la pérdida parcial o completa del volumen adquirido por alguno o algunos de estos clientes pudiera tener un efecto negativo en los resultados de la emisora.
- 4) **Investigaciones médicas relacionadas a la leche:** Pudiera publicarse una investigación o hacerse algún anuncio negativo, con o sin fundamento, respecto a lo saludable de la leche de vaca que pudiera, a su vez, disminuir la demanda por productos lácteos, afectando negativamente a la emisora.



## ESTIMADOS FINANCIEROS

Edo de Resultados (P\$mn)	2013		2014e		2015e		2016e		2017e		2018e	
<b>Ventas Netas</b>	<b>43,156</b>	100%	<b>47,679</b>	100%	<b>51,467</b>	100%	<b>55,326</b>	100%	<b>59,348</b>	100%	<b>63,367</b>	100%
Costo de ventas	27,608	64%	30,419	64%	32,733	64%	35,076	63%	37,508	63%	39,921	63%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>15,548</b>	36%	<b>17,260</b>	36%	<b>18,734</b>	36%	<b>20,249</b>	37%	<b>21,840</b>	37%	<b>23,446</b>	37%
Gastos de Vta. y Admón.	11,334	26%	12,540	26%	13,330	26%	14,329	26%	15,312	26%	16,349	26%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>4,214</b>	10%	<b>4,720</b>	10%	<b>5,404</b>	11%	<b>5,920</b>	11%	<b>6,528</b>	11%	<b>7,097</b>	11%
Costos Financieros	61	0%	61	0%	67	0%	46	0%	21	0%	10	0%
<b>Utilidad Desp. de Costos Financieros</b>	<b>4,274</b>	27%	<b>4,781</b>	10%	<b>5,337</b>	10%	<b>5,874</b>	11%	<b>6,507</b>	11%	<b>7,087</b>	11%
Otros Ingresos (Gastos)	- 21	0%	- 21	0%	- 38	0%	- 16	0%	- 16	0%	- 5	0%
<b>Utilidad Antes Impuestos</b>	<b>4,254</b>	10%	<b>4,761</b>	10%	<b>5,299</b>	10%	<b>5,858</b>	11%	<b>6,491</b>	11%	<b>7,082</b>	11%
Impuestos	1,432	3%	1,523	3%	1,696	3%	1,875	3%	2,077	4%	2,266	4%
<b>Utilidad después de impuestos</b>	<b>2,822</b>	7%	<b>3,237</b>	7%	<b>3,603</b>	7%	<b>3,983</b>	7%	<b>4,414</b>	7%	<b>4,816</b>	8%
Ingresos o gastos extraordinarios	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	1	0%
Cambio en pp contables	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	0	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,822</b>	7%	<b>3,237</b>	7%	<b>3,603</b>	7%	<b>3,983</b>	7%	<b>4,414</b>	7%	<b>4,816</b>	8%
Depreciación amortización	933	2%	1,287	3%	1,287	3%	1,549	3%	1,662	3%	1,774	3%
<b>EBITDA</b>	<b>5,147</b>	12%	<b>6,008</b>	13%	<b>6,691</b>	13%	<b>7,469</b>	14%	<b>8,190</b>	14%	<b>8,871</b>	14%
Balance General (P\$mn)	2013		2014e		2015e		2016e		2017e		2018e	
<b>Activos</b>	<b>26,333</b>	100%	<b>28,703</b>	100%	<b>31,286</b>	100%	<b>34,102</b>	100%	<b>37,171</b>	100%	<b>40,516</b>	100%
Activo Circulante	15,076	57%	16,433	57%	17,911	57%	19,523	57%	21,281	57%	23,196	57%
Activo Largo Plazo	11,257	43%	12,270	43%	13,375	43%	14,578	43%	15,890	43%	17,321	43%
<b>Pasivos</b>	<b>6,128</b>	23%	<b>7,128</b>	25%	<b>8,128</b>	26%	<b>9,128</b>	27%	<b>10,128</b>	27%	<b>11,128</b>	27%
Pasivo Circulante	4,197	68%	5,697	80%	7,197	89%	8,697	95%	10,197	101%	11,697	105%
Pasivo Largo Plazo	1,931	32%	1,431	20%	931	11%	431	5%	-69	-1%	569	-5%
Deuda corto Plazo	647	90%	582	89%	524	88%	472	87%	424	85%	382	84%
Deuda largo Plazo	73	10%	73	11%	73	12%	73	13%	73	15%	73	16%
<b>Capital Contable</b>	<b>20,992</b>	80%	<b>21,574</b>	75%	<b>23,158</b>	74%	<b>24,973</b>	73%	<b>27,042</b>	73%	<b>29,388</b>	73%
Participación Minoritaria	280	1%	288	1%	309	1%	333	1%	361.0863	1%	392	1%
Capital Contable Mayoritario	20,711	99%	21,286	99%	22,848	99%	24,640	99%	26,681	99%	28,995	99%
<b>Deuda Total</b>	<b>720</b>	12%	<b>655</b>	9%	<b>597</b>	7%	<b>545</b>	6%	<b>498</b>	5%	<b>455</b>	4%



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTE 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](http://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
<b>FAVORITA</b>	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> 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
<b>¡ATENCIÓN!</b>	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> 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
<b>NO POR AHORA</b>	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>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.</b>	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



## Directorio

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

