

RASSINI

Inicio de cobertura

5 de junio de 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Valentín III Mendoza Balderas
Gerente Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Acelerando el crecimiento

- RASSINI es el productor más grande de componentes para la suspensión de vehículos comerciales ligeros, y el único proveedor de discos para freno verticalmente integrado en América.
- Estimamos crecimientos en ventas y EBITDA a razón de una TACC de 7.1% y 10.9%, respectivamente, de 2014 a 2017 y una expansión en el margen EBITDA de 140pb a 14.1% en el mismo periodo.
- Iniciamos cobertura de Rassini (RASSINI) con recomendación de Mantener y PO 2015E de P\$34.40 por acción, y rendimiento potencial de 7.8% sobre el precio actual, por un modelo de DCF.

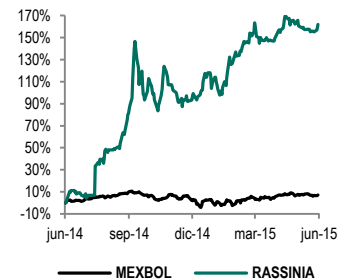
La empresa adecuada, en la industria correcta. RASSINI opera en una de las industrias con mayor dinamismo y expectativas de crecimiento en la economía. La región de Norteamérica (NAFTA) representa aproximadamente el 80% de los ingresos (P\$9,505m) y cerca del 88% del EBITDA (P\$1,376m) de la empresa. Los indicadores económicos en EE.UU. y México apuntan a que la buena dinámica de la industria continuará en los próximos años, impulsando los resultados de la compañía. Rassini se ha posicionado como un socio estratégico de las ensambladoras más importantes de equipo original (OEM por sus siglas en inglés) en las regiones donde participa.

Gran potencial de crecimiento en el negocio de frenos que es más rentable. Debido al sólido posicionamiento de la firma en el negocio de suspensiones y las ventajas que ofrece a sus clientes estar verticalmente integrada, consideramos que la empresa apalancará sus relaciones comerciales actuales y continuará creciendo de manera acelerada en el negocio de frenos en NAFTA y potencialmente penetrará nuevos mercados como el brasileño.

MANTENER

Precio Actual	\$31.83
PO 2015	\$34.40
Dividendo	0.78
Dividendo (%)	2.4%
Rendimiento Potencial	7.76%
Máx - Mín 12m (P\$)	33.0-12.18
Valor de Mercado (US\$m)	652.98
Acciones circulación (m)	320.1
Flotante	30%
Operatividad Diaria (P\$ m)	5.3

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Fuente: Banorte Ixe, Bloomberg

Estados Financieros (millones de pesos)

	2014	2015E	2016E	2017E
Ingresos	11,900	13,162	14,021	14,611
Utilidad Operativa	1,061	1,274	1,430	1,444
EBITDA	1,514	1,903	1,993	2,062
Margen EBITDA	12.7%	14.5%	14.2%	14.1%
Utilidad Neta	864	835	950	1,034
Margen Neto	7.3%	6.3%	6.8%	7.1%
Activo Total	10,717	10,929	10,967	11,155
Disponible	845	1,127	1,497	1,784
Pasivo Total	7,483	7,130	6,432	5,695
Deuda	3,043	2,492	1,575	697
Capital	2,967	3,564	4,255	5,123

Fuente: Banorte Ixe

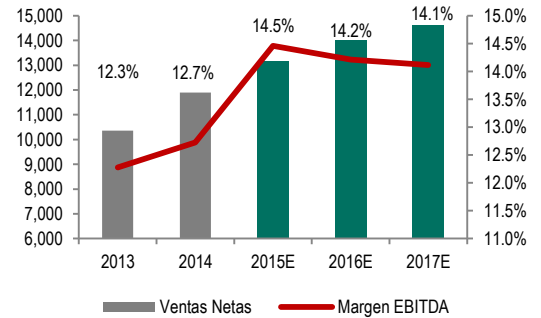
Múltiplos y razones financieras

	2014	2015E	2016E	2017E
FV/EBITDA	8.4x	6.2x	5.3x	4.6x
P/U	11.8x	12.2x	10.7x	9.9x
P/VL	3.4x	2.9x	2.4x	2.0x
ROE	31.4%	23.7%	22.8%	20.7%
ROA	8.1%	7.6%	8.7%	9.3%
EBITDA/ Intereses	5.2x	11.8x	21.4x	41.5x
Deuda Neta/ EBITDA	1.5x	0.7x	0.0x	-0.5x
Deuda/ Capital	0.9x	0.7x	0.3x	0.1x

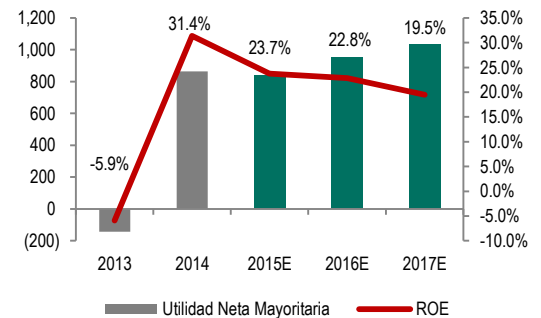
RASSINI – Estados financieros proforma (cifras nominales en millones de pesos)

Estado de Resultados					
Año	2014	2015E	2016E	2017E	TACC
Ventas Netas	11,900	13,162	14,021	14,611	7.1%
Costo de Ventas	10,080	10,412	11,165	11,661	5.0%
Utilidad Bruta	1,821	2,750	2,856	2,950	17.5%
Gastos Generales	752	830	863	888	5.7%
Utilidad de Operación	1,061	1,274	1,430	1,444	10.8%
Margen Operativo	8.9%	9.7%	10.2%	9.9%	3.5%
Depreciación Operativa	446	570	534	581	9.3%
EBITDA	1,514	1,903	1,993	2,062	10.9%
Margen EBITDA	12.7%	14.5%	14.2%	14.1%	
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	31	(161)	(83)	(24)	-192.7%
Intereses Pagados	291	162	93	50	-44.5%
Intereses Ganados	14	17	23	32	32.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	308	(16)	(13)	(7)	-128.3%
Utilidad (Pérdida) en Cambios					
Part. Subsidiarias no Consolidadas	17	24	25	26	15.8%
Utilidad antes de Impuestos	1,109	1,137	1,373	1,446	9.3%
Provisión para Impuestos	239	299	401	390	17.7%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	869	839	971	1,056	6.7%
Participación Minoritaria	5	4	21	22	68.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	864	835	950	1,034	6.1%
Margen Neto	7.3%	6.3%	6.8%	7.1%	
UPA	2,700	2,608	2,969	3,229	6.1%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	3,344	3,772	4,060	4,457	10.1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	845	1,127	1,497	1,784	28.3%
Activos No Circulantes	7,373	7,156	6,907	6,697	-3.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,234	5,924	5,674	5,465	-4.3%
Activos Intangibles (Neto)	467	484	484	484	1.2%
Activo Total	10,717	10,929	10,967	11,155	1.3%
Pasivo Circulante	3,842	3,940	3,649	3,286	-5.1%
Deuda de Corto Plazo	1,032	857	346	(157)	-153.4%
Proveedores	1,936	2,146	2,286	2,382	7.2%
Pasivo a Largo Plazo	3,641	3,190	2,783	2,409	-12.9%
Deuda de Largo Plazo	2,011	1,635	1,229	854	-24.8%
Pasivo Total	7,483	7,130	6,432	5,695	-8.7%
Capital Contable	3,234	3,798	4,535	5,460	19.1%
Participación Minoritaria	5	4	21	22	68.1%
Capital Contable Mayoritario	2,967	3,564	4,255	5,123	20.0%
Pasivo y Capital	10,717	10,929	10,967	11,155	1.3%
Deuda Neta	2,198	1,365	77	(1,087)	-179.1%
Estado de Flujo de Efectivo					
Flujo del resultado antes de Impuestos	1,786	1,865	1,951	2,019	
Flujo de la Operación	(654)	(17)	12	(175)	
Flujo Neto de Inversión	(385)	(445)	(397)	(406)	
Flujo Neto de Financiamiento	(536)	(1,128)	(1,196)	(1,151)	
Incremento (disminución) efectivo	211	275	369	287	

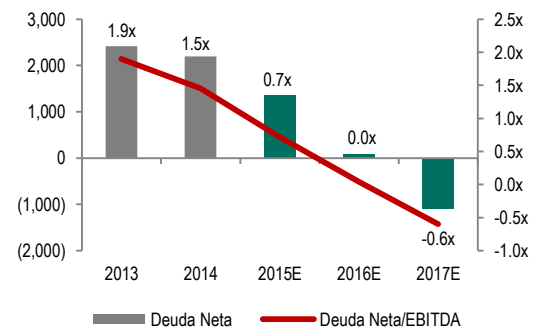
Ventas y Margen EBITDA (cifras en millones)



Utilidad Neta y ROE (cifras en millones)



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA (cifras en millones)



Valuación y PO 2015E de P\$34.40

Para obtener el precio objetivo de la acción utilizamos el método de valuación por Flujos Descontados. Consideramos que éste es el más adecuado ya que valúa la compañía a partir de su capacidad generadora de flujo de efectivo libre. Adicionalmente, incluimos una tabla de valuación relativa con múltiplos de empresas del sector de autopartes que participan en los mercados internacionales en los negocios de suspensiones y/o frenos. Para el caso de empresas similares en México, incluimos aquellas que compiten en el sector de autopartes, aun cuando no sean totalmente comparables con el modelo de negocios de Rassini.

Valuación por DCF

Nuestro precio objetivo 2015E por el método de DCF es de P\$34.40 por acción de la serie A, con un rendimiento potencial de 7.76% respecto de su precio actual (pesos). En el modelo de DCF asumimos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 9.44%, el cual fue calculado con una Beta de 0.58, Tasa Libre de Riesgo de 6.3%, un premio de mercado de 5.5%, una prima por riesgo de *small cap* de 1% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.5% nominal.

MODELO DE FLUJOS DESCONTADOS						
(Cifras en miles de pesos)						
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Perp.
(+) EBITDA	1,992,862	2,062,371	2,103,619	2,145,691	2,188,605	
(-) Capital de Trabajo	257,667	11,286	(315,543)	(321,854)	(328,291)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(420,630)	(438,325)	(451,475)	(465,019)	(478,970)	
(-) Impuestos	(245,748)	(185,828)	(431,242)	(439,867)	(448,664)	
(=) Flujo Efectivo	1,584,151	1,449,505	905,359	918,952	932,681	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	13,781,329
(=) Flujo Total	1,584,151	1,449,505	905,359	918,952	932,681	13,781,329

		YE15	
Tasa Libre de riesgo (RF)	6.30%	(+) Valor presente de los Flujos	4,583,458
Riesgo Small Cap	1.00%	(+) Valor presente Perpetuidad	8,022,474
Rendimiento Mercado (RM)	5.50%	= Valor empresa	12,605,931
Beta	0.58	(-) Deuda Neta	(1,364,854)
CAPM	10.49%	(-) Interés minoritario	(234,577)
Costo de la Deuda	8.54%	(+) Otras Inversiones	0
Tasa impuestos	30.00%	(=) Valor del Capital	11,006,500
Costo Deuda Neto	5.98%	Acciones en circulación	320,143
Deuda / Capitalización	23.34%	Precio Objetivo P\$	34.40
WACC	9.44%		
Perpetuidad	2.50%		

Fuente: Banorte Ixe

Comparativo Sectorial

RASSINI actualmente cotiza a un múltiplo FV/EBITDA U12M de 7.7X y P/U de 10.9x, que representa un descuento de 5.3% y 27.1%, respectivamente, contra la mediana de la muestra de Bloomberg de empresas en la industria de autopartes a nivel global. Para 2015, estimamos que RASSINI cotizará a 12.2x P/U y 6.2x FV/EBITDA, todavía con un descuento de 11.4% y 0.1% contra la mediana de la muestra de emisoras comparables.

RASSINI es una empresa madura en el negocio de componentes para suspensiones, que es su negocio principal. No obstante, tiene agresivos planes crecimiento para el negocio de frenos, segmento que genera una mayor rentabilidad por su integración vertical. En ese sentido, estimamos que la compañía crecerá 25.7% el EBITDA A/A en 2015, 15.9pp por encima de la mediana de la tasa de crecimiento de sus homólogos internacionales y con mejores márgenes a nivel operativo y neto debido a un mayor margen bruto, como resultado de la baja en la tarifas eléctricas en México, una mayor contribución del negocio de frenos y el efecto favorable de la depreciación del peso. En los U12M Rassini (1T15) generó un margen EBITDA de 13.6% mayor a la mediana de sus competidores internacionales por 3.5pp.

Asimismo, la empresa tuvo un ROA de 8.5%, 4.4pp mayor a la muestra y generó el mayor retorno para los accionistas de toda la muestra, con un ROE de 26.5% que significa 16.3pp adicionales a la mediana del ROE de empresas comparables. Hacia 2017 esperamos una contracción en el ROE de 10.7pp, como resultado del aumento del capital a través de las utilidades retenidas, así como mejoría en el ROA de 1.2pp al no realizarse grandes inversiones en activos fijos, como se hizo en los últimos años.

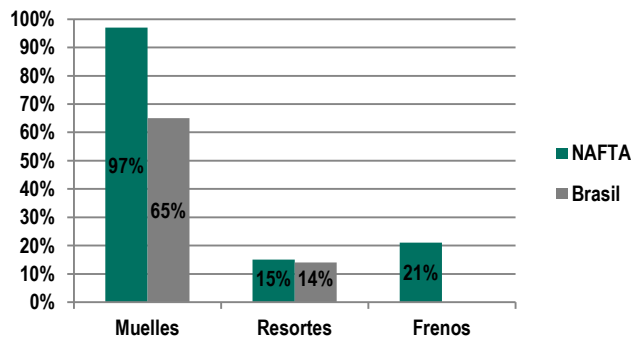
VALUACION RELATIVA												
EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2015E	P/U 2016E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2015E	FV/EBITDA 2016E	Crec. EBITDA 2015E	
ALFA S.A.B.-A	PS\$31.96	10,563	16,351					9.2x	8.1x	7.5x	8.1%	
GRUPO KUO SAB DE CV-SER B	PS\$25.99	824	1,238	1.7x				10.5x			10.4%	
GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO	PS\$31.66	726	628	1.3x	21.4x	13.0x	11.7x	8.9x	6.0x	5.5x	9.9%	
CONTINENTAL AG	206.92 €	46,493	53,937	9.5x	16.9x	14.8x	13.3x	8.6x	7.9x	7.3x	8.3%	
THYSENKRUPP AG	23.90 €	15,192	20,083		119.5x	24.6x	15.3x	8.1x	6.4x	5.7x	11.6%	
HUAYU AUTOMOTIVE SYSTEMS -A	CNY 23.42	9,757	9,399		13.1x	12.0x	10.5x	9.9x	9.9x	8.6x	15.9%	
BREMBO SPA	39.35 €	2,952	3,247	5.1x	18.6x	17.0x	15.4x	9.8x	9.1x	8.3x	9.8%	
NHK SPRING CO LTD	¥1,470.00	2,884	2,690	1.4x	15.0x	13.8x	12.0x	6.2x	5.3x	4.9x	7.8%	
SHOWA CORP	¥1,360.00	831	826	1.0x	8.9x	9.0x	9.0x	4.0x	3.6x	3.3x	8.6%	
METAIR INVESTMENTS LTD	ZAR 3,600.00	579	689	2.5x	11.9x			7.9x				
AKEBONO BRAKE INDUSTRY CO	¥423.00	462	1,279	1.1x			9.1x	10.8x				
SOGEFI	2.78 €	371	757		18.8x	13.9x	10.7x	4.6x	4.8x	4.4x	10.0%	
DAE WON KANG UP CO LTD	KRW 5,250.00	292	668	0.8x	26.3x			10.0x				
APM AUTOMOTIVE HOLDINGS BHD	MYR 4.85	256	179	1.0x	10.5x	9.3x	8.8x	3.9x	3.4x	3.2x	4.1%	
CHUO SPRING CO LTD	¥338.00	174	178	0.4x	13.1x			4.7x				
FRAUENTHAL HOLDING AG	10.25 €	109	250									
INDOSPRING TBK PT	IDR 1,030.00	51	66	0.4x	8.1x			3.6x				
	Promedio	5,442	6,615	2.2x	23.2x	14.1x	12.0x	7.4x	6.5x	5.9x	9.5%	
	Mediana	726	826	1.2x	15.0x	13.8x	11.7x	8.1x	6.2x	5.6x	9.8%	
RASSINI SAB DE CV - A	PS\$31.83	654	815	3.1x	10.9x	12.2x	10.7x	7.7x	6.2x	5.3x	25.7%	
INDICADORES OPERATIVOS												
EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	VENTAS (US\$MM)	EBITDA (US\$MM)	MARGEN EBITDA	DN/EBITDA	ROA	ROE	DIVIDEND YIELD		
ALFA S.A.B.-A	PS\$31.96	10,563	16,351	17,211	1,992	11.6%	2.8x	-2.8%	-10.6%	1.4%		
GRUPO KUO SAB DE CV-SER B	PS\$25.99	824	1,238	1,410	143	9.5%	3.5x	-3.6%	-7.3%	1.3%		
GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO	PS\$31.66	726	628	730	80	13.1%	-1.4x	4.1%	5.9%	3.2%		
CONTINENTAL AG	206.92 €	46,493	53,937	45,840	7,601	15.6%	1.1x	7.9%	23.0%	1.6%		
THYSENKRUPP AG	23.90 €	15,192	20,083	56,050	3,072	5.1%	1.9x	0.3%	-5.0%	0.5%		
HUAYU AUTOMOTIVE SYSTEMS -A	CNY 23.42	9,757	9,399	11,971	899			7.5%	18.7%	2.2%		
BREMBO SPA	39.35 €	2,952	3,247	2,396	372	15.8%	0.9x	9.0%	25.8%	1.5%		
NHK SPRING CO LTD	¥1,470.00	2,884	2,690	5,498	495	9.0%	-0.7x	4.8%	10.2%	1.5%		
SHOWA CORP	¥1,360.00	831	826	2,455	234	9.5%	-0.6x	6.2%	10.6%	2.8%		
METAIR INVESTMENTS LTD	ZAR 3,600.00	579	689	671	99	14.8%	1.2x	7.8%	15.1%	2.2%		
AKEBONO BRAKE INDUSTRY CO	¥423.00	462	1,279	2,324	135	5.8%	6.5x	-2.9%	-7.0%	2.4%		
SOGEFI	2.78 €	371	757	1,793	193	10.6%	2.2x	1.6%	14.0%			
DAE WON KANG UP CO LTD	KRW 5,250.00	292	668	978	75	7.7%	4.5x	1.1%	5.2%	2.3%		
APM AUTOMOTIVE HOLDINGS BHD	MYR 4.85	256	179	375	52	13.0%	-1.9x	8.3%	10.7%	4.0%		
CHUO SPRING CO LTD	¥338.00	174	178	782	43	5.5%	-0.7x	1.8%	3.6%	2.4%		
FRAUENTHAL HOLDING AG	10.25 €	109	250	847	52	6.1%	3.2x	-0.5%	17.0%			
INDOSPRING TBK PT	IDR 1,030.00	51	66	157	21	12.4%	0.8x	5.7%	7.1%	7.7%		
	Promedio	5,442	6,615	8,911	915	10.3%	1.5x	3.3%	8.1%	2.5%		
	Mediana	726	826	1,793	143	10.1%	1.1x	4.1%	10.2%	2.2%		
RASSINI SAB DE CV - A	PS\$31.83	654	815	895	113	13.6%	1.4x	8.5%	26.5%	0.8%		

Fuente: Banorte Ixe, Bloomberg.

Fundamentos de inversión

Líder indiscutible en suspensiones y frenos para la industria automotriz en América. Rassini es el productor de componentes para suspensiones de vehículos comerciales ligeros más grande del mundo, y el productor de discos de freno verticalmente integrado, más grande del continente americano, de acuerdo con la propia compañía. Cuenta con más de 85 años de experiencia en la industria, a través de los cuales ha logrado posicionarse como el líder en muelles, con una participación de mercado del 97% en el segmento de camiones ligeros y *pickups* en la región de NAFTA, mientras que en Brasil tiene el 65% del mercado. Gracias al liderazgo tecnológico, innovación, diseño, servicio de clase mundial y la alta calidad de sus productos, la compañía mantiene relaciones comerciales directas con las OEMs más importantes a nivel mundial, al ser considerado como un proveedor de primer nivel (*Tier 1*). Estas ventajas competitivas no sólo le han valido lograr buenas tasas de crecimiento sino que también le han hecho merecedor de reconocimientos como el de “Proveedor del año” de General Motors. Asimismo, han coadyuvado a formar una sólida base de clientes con relaciones de largo plazo y que generan una mayor visibilidad sobre las ventas a futuro. Consideramos, además, que dichas relaciones facilitarían el crecimiento acelerado de su división de frenos, la cual estimamos crecerá en ingresos hacia 2017 a una TACC de 51.2%.

Participación de mercado (%)



Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Principales clientes

Detroit 3 	1) Ford 2) General Motors 3) Fiat-Chrysler
Asiáticos 	1) Toyota 2) Nissan 3) Mitsubishi 4) Honda 5) Isuzu
Europeos 	1) Volkswagen 2) MAN 3) Volvo 4) Maserati 5) Audi

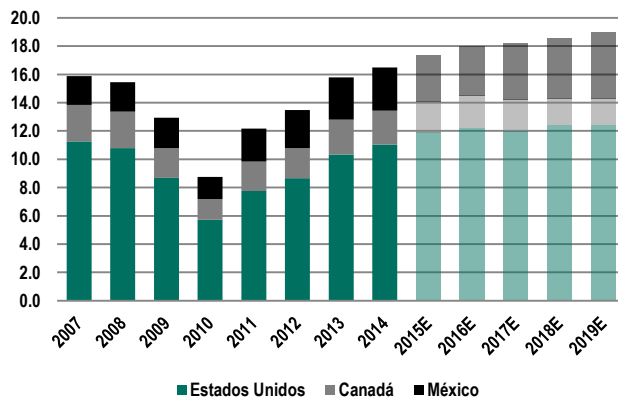
Fuente: Rassini

La industria indicada, en el momento adecuado. En los últimos meses la industria automotriz ha sido una de las de mayor dinamismo de la economía. En la región de Norteamérica, que es la de mayor relevancia para la compañía ya que ahí genera aproximadamente el 80% de las ventas totales, de 2010 a 2014 la producción de vehículos creció a una TACC de 17.1%, de acuerdo con la Asociación Internacional de Productores de Vehículos Automotores (OICA por sus siglas en inglés). Brasil, por su parte, durante el mismo periodo observó crecimientos a razón de TACC de 4.1%. Incluso pese a la desaceleración del sector en 2012 y 2013. Las perspectivas a futuro en la región de NAFTA para la industria automotriz son bastante positivas.

De acuerdo con estimaciones a diciembre 2014 de Information Handling Services (IHS), que es el proveedor de análisis y proyecciones para la industria automotriz, la región crecerá hacia 2016 a una TACC de 4.2% y hacia 2019 a razón de 2.9%. Consideramos que dicho crecimiento es asequible en los próximos años, con base a las perspectivas macroeconómicas que tenemos para México y Estados Unidos.

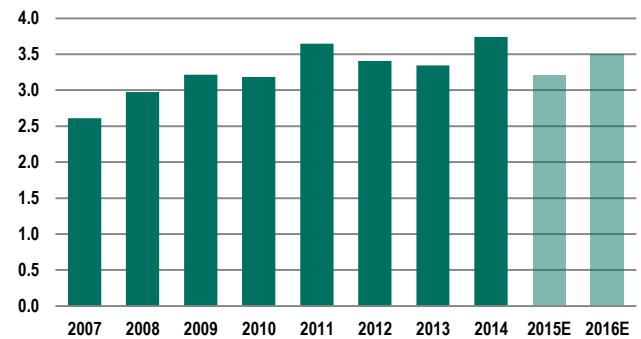
De acuerdo con las proyecciones para la producción vehicular en Brasil del Sindicato Nacional de la Industria de Componentes para Vehículos Automotores (Sindipecas por sus siglas en portugués), la producción vehicular brasilera caerá a razón de una TACC de 3.3%. Tan sólo para este año, se estima una caída en la producción de 14.4%, a partir de la producción publicada por la OICA, debido a la coyuntura económica que atraviesa el país. Sin embargo, hacia 2016 se estima una recuperación de 9.4%. Para más detalles vea “La industria Automotriz con el pie en el acelerador”. Las siguientes gráficas ilustran la trayectoria de la producción automotriz histórica y estimada en las regiones donde opera Rassini.

Producción de vehículos ligeros en NAFTA
(millones de vehículos)



Fuente: OICA, IHS, Bloomberg, Banorte Ixe

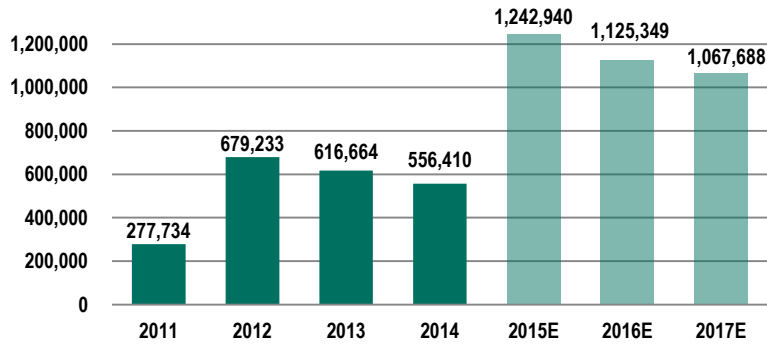
Producción de vehículos en Brasil
(millones de vehículos)



Fuente: OICA, Bloomberg, Sindipecas, Banorte Ixe

Buena generación de flujo de efectivo libre. A lo largo de los últimos años Rassini ha demostrado su capacidad de generar flujo de efectivo libre a partir de la operación, incluso a pesar de haber realizado fuertes prepagos de deuda (P\$519.2m en 2013 y P\$434.1m en 2014) para mejorar su estructura de capital, disminuir su costo financiero y distribuir su perfil de vencimientos, así como por haber ejercido un CAPEX considerable e invertir en ampliaciones de sus plantas (P\$689.4m y P\$395m en 2013 y 2014, respectivamente). Consideramos que en los próximos años la generación de efectivo libre de RASSINI aumentará, debido a que la compañía ya ha realizado los prepagos a deuda que tenía planeados, así como las inversiones necesarias para asegurar su competitividad y producción a futuro. Consecuentemente, estimamos disminuciones en el flujo requerido en actividades de financiamiento, mientras que para el CAPEX de mantenimiento, estimamos que RASSINI destinará 3% de las ventas. La siguiente gráfica muestra el flujo de efectivo libre generado por la empresa, así como nuestras estimaciones.

Flujo de efectivo libre
(miles de pesos)

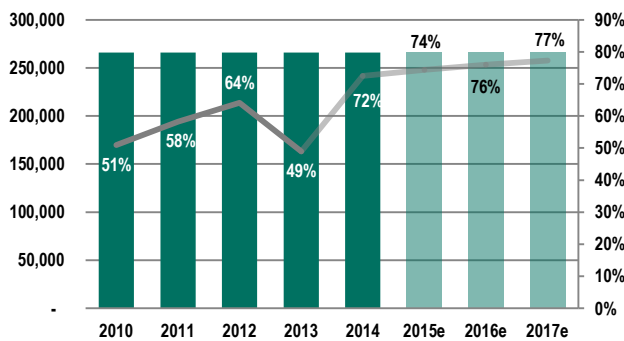


Fuente: Rassini, Sibolsa, Banorte Ixe

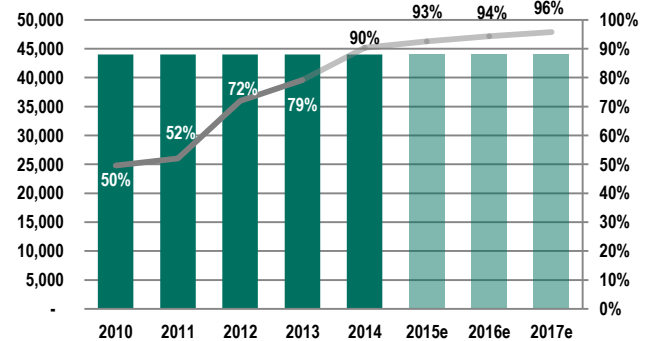
Capacidad instalada suficiente para sustentar el crecimiento proyectado.

En los últimos años la compañía invirtió en el inicio de las operaciones de una planta de producción de discos de frenos en Flint, Michigan, EE.UU. (2014) para satisfacer la demanda de estos productos de manera más ágil y acelerar así la penetración de mercado que tienen planeada. En línea con dicha estrategia también se amplió la capacidad de la planta de frenos de Puebla (2015). De esta manera, la capacidad instalada de las plantas para la producción de frenos aumentó 30% a 172,000 toneladas al año, desde 132 mil. Consideramos que estas ampliaciones cubrirán las necesidades de producción de la compañía en el mediano plazo, como lo muestran las siguientes tabla:

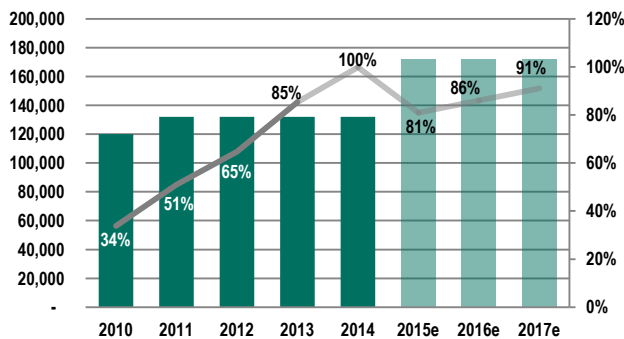
Capacidad instalada y utilizada para muelles
(toneladas por año)



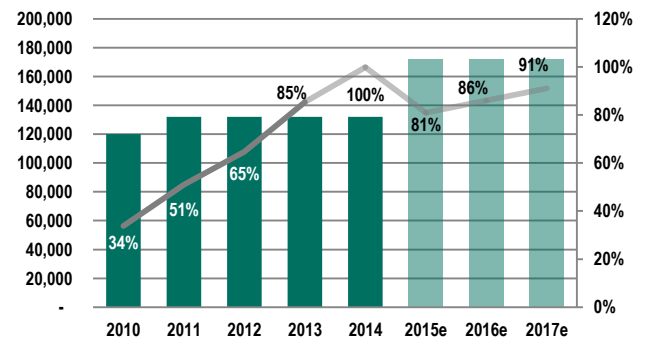
Capacidad instalada y utilizada para resortes
(toneladas por año)



Capacidad instalada y utilizada para Brasil
(toneladas por año)

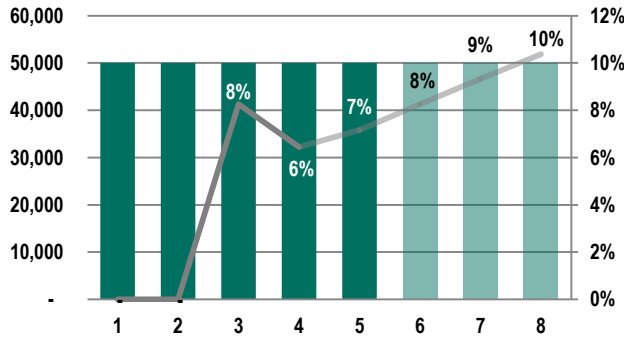


Capacidad instalada y utilizada para frenos
(toneladas por año)



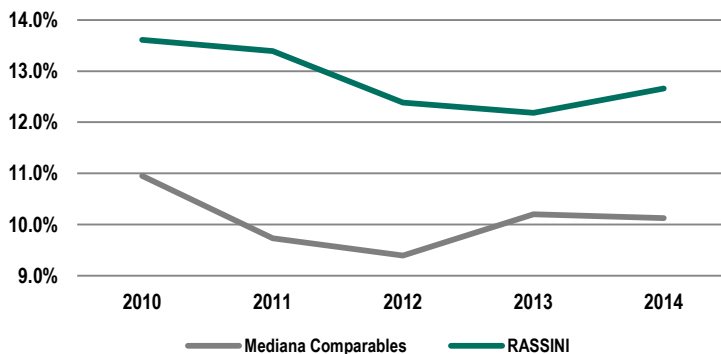
Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Capacidad instalada y utilizada para bujes
(miles de piezas)



Sólido modelo de negocios. El modelo de negocios de Rassini que está enfocado en la generación de flujo de efectivo libre nos agrada por tres factores principalmente: 1) Los clientes aceptan por contrato absorber las variaciones en el precio del hierro y el acero (principal costo de producción de la firma al representar el 63% del costo de ventas) a través del precio que pagan por los productos de Rassini (contratos *pass-through*). Esto permite tener estabilidad en el margen bruto a lo largo del tiempo y sostener la buena rentabilidad de la compañía, al limitar su exposición al precio de estos metales. 2) La eficiencia operativa de Rassini a través de la integración vertical en el negocio de frenos, la ubicación estratégica de sus plantas y centros de distribución, así como una estricta política de control de gastos, permiten a la empresa generar un mayor margen EBITDA que la mediana de empresas comparables. En 2014 el margen EBITDA de Rassini superó por 2.9pp el margen EBITDA de empresas comparables al alcanzar 12.7%. Creemos que la inversión del 2% de las ventas en investigación y desarrollo (incluyendo la ingeniería de procesos) permitirá mantener los márgenes a futuro e incluso generar mayores eficiencias impulsando la rentabilidad. 3) Como se describió con antelación, el modelo de negocio permite tener una buena generación de flujo de efectivo libre. La siguiente gráfica ilustra el margen EBITDA histórico de Rassini y el de la mediana de comparables.

Margen EBITDA de RASSINI y mediana de empresas comparables
(%)



Fuente: Banorte Ixe, Bloomberg

Buscando activamente crecimiento inorgánico. La empresa ha manifestado su interés por aprovechar la oportunidad que representa las condiciones actuales para penetrar otros mercados a través de crecimiento inorgánico. La posibilidad de incursionar en el negocio de frenos en Brasil, o bien en Europa, a través de alguna posible adquisición, como ha comentado la compañía, nos parece interesante. El crecimiento inorgánico podría representar una ventana de oportunidad para Rassini de generar crecimiento adicional, aprovechando su amplia experiencia y liderazgo en la industria.

Innovación constante. La empresa invierte anualmente, aproximadamente, el 2% de sus ventas en investigación y desarrollo. Estos recursos se destinan no sólo a la constante mejora de los productos existentes, sino también en innovación tecnológica, desarrollo de nuevos productos y mejoramiento de procesos. Consideramos que esta práctica podría permitir a la compañía mantener su liderazgo en el mercado, al trabajar en conjunto con sus clientes para satisfacer necesidades existentes y futuras, así como seguir creciendo con el desarrollo de nuevos productos. En cuanto a rentabilidad, estas inversiones en nueva tecnología y la implementación de mejores procesos, podrían, cuando menos, asegurar la continuidad de sus márgenes e incluso lograr eficiencias que eleven la rentabilidad.

Posible proyecto de cogeneración. Rassini está evaluando la posible instalación de una planta de cogeneración en sus instalaciones para reducir sus costos de energía eléctrica. Es un proyecto que se encuentra en una etapa muy temprana, pues apenas se están realizando estudios de factibilidad. Nosotros consideramos que en caso de que éste se concrete, la planta se instalaría en su fábrica de componentes para frenos de Puebla, ya que éstos demandan un mayor consumo de energía eléctrica para su proceso de fundición.

Asimismo, creemos que podríamos observar expansión en márgenes de hasta 100pb, debido a que el costo de energía eléctrica representa 4% del costo variable consolidado de la compañía y 11% del costo variable del negocio de frenos. En el 1T15 observamos una expansión en el margen bruto de 250pb T/T y 410pb A/A debido a la baja en las tarifas de energía eléctrica y que, sin lugar a dudas, contribuyó a la expansión de 350pb que observamos en el margen EBITDA. Asimismo, consideramos que el efecto de este proyecto será mayor conforme el negocio de frenos continúe desarrollándose y contribuya cada vez más a los ingresos.

Reinicio de política de dividendos. En la pasada Asamblea General de Accionistas, Rassini aprobó el pago de un dividendo en efectivo de P\$0.78 por acción de la serie A, pagadero en una o varias exhibiciones y con fecha por definir. Consideramos que esto es positivo, ya que representa un beneficio adicional para los accionistas, que se había estado pidiendo, en un momento en que la generación de efectivo proyectada de la compañía la sitúa con posibilidades de continuar con esta política, siempre y cuando no encuentren alguna opción interesante para invertir en crecimiento inorgánico y que requiera de una fuerte inyección de recursos.

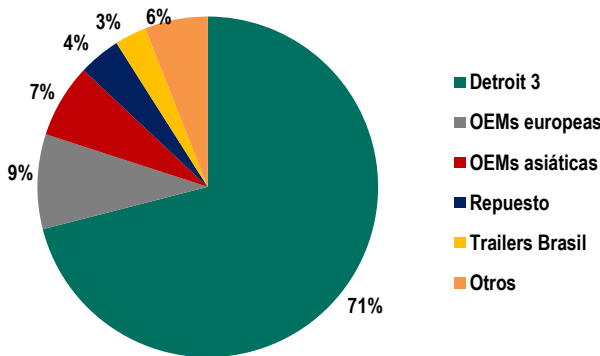
Factores de riesgo

La economía podría deteriorarse, afectando la producción de vehículos y con ello los resultados de la compañía. La industria automotriz es de naturaleza cíclica, por lo que está relacionada con el desempeño de la economía en general. Si bien las proyecciones para el desempeño de la economía y de la industria automotriz en México y Estados Unidos (principales mercado de Rassini) son alentadoras, éstas de pronto podrían deteriorarse afectadas por diversos factores. Cualquier cambio desfavorable en la economía de los países donde Rassini participa podría afectar el desempeño de la compañía, ya que la producción y venta de vehículos están en función de las variables económicas en general, pero con especial énfasis en el consumo. Cambios en el ingreso disponible, inflación, disponibilidad de crédito, tasas de interés, el precio de la gasolina y la confianza del consumidor podrían ser en detrimento de la compañía, causando así una desaceleración o inclusive contracción en las ventas de la firma evitando que se alcancen los crecimientos que se tienen estimados.

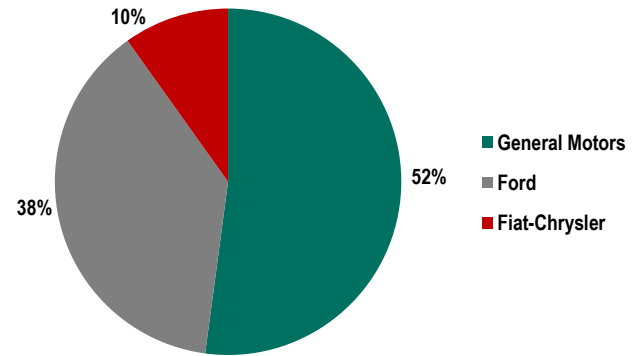
Baja pulverización en la cartera de clientes. A pesar de que Rassini cuenta con una sólida base de clientes, sus ventas tienen una alta concentración en los denominados “*Detroit 3*”. Al cierre de 2014, el 71% de las ventas de la firma se realizaron a General Motors, Ford y Fiat-Chrysler (FCA), por lo que cualquier cambio desfavorable en la producción y venta de los vehículos de estas tres armadoras podría afectar seriamente las ventas de RASSINI, ya que la demanda de sus productos está directamente en función del desempeño que puedan tener estos tres clientes. A pesar de que los contratos que celebra RASSINI otorgan buena visibilidad sobre las ventas de la compañía, éstos no representan ningún compromiso de compra para sus clientes. Éstos más bien sirven para asegurar que, en caso de requerir los productos de Rassini, la empresa tendrá suficiente capacidad instalada disponible para satisfacer su demanda.

En ese sentido, a pesar de que exista un contrato firmado de por medio, si por alguna razón, alguna plataforma no tuviera la aceptación en el mercado que se había estimado, no necesariamente se solicitará a la empresa todo el volumen por el que se firmó el contrato, afectando así el desempeño de la corporación. Las siguientes gráficas muestran la distribución de los ingresos de Rassini por cliente y la contribución de cada una de los miembros de los Detroit 3:

Distribución de ventas por cliente (%)



Integración de las ventas de los Detroit 3 (%)



Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Debilidad en la industria automotriz brasileña. En los últimos años la debilidad económica por la que atraviesa Brasil ha afectado la producción vehicular en dicho país. Ésta podría alargarse más de lo estimado (2015) por distintos factores como una reducción en gasto público, consumo moderado por las altas tasas inflacionarias y afectar así la producción y demanda de vehículos ligeros y camiones pesados (éstos últimos son el mercado objetivo de Rassini en dicho país). Consecuentemente, esto podría causar una desaceleración en el crecimiento que se tiene proyectado para la compañía en dicha región, y con ello, el desempeño general de la compañía. Incluso a pesar de las acciones que se están llevando a cabo para defender los márgenes en Brasil ante este escenario, como concentrar la producción en una sola fábrica, optimizar los turnos y una política de reducción de gastos. Al cierre de 2014, Brasil representaba el 20% de las ventas y 12% del EBITDA consolidado de Rassini.

Cambios tecnológicos en la industria automotriz. Si bien Rassini busca proactivamente innovar y mejorar sus productos, los cambios tecnológicos en la industria se dan de manera acelerada y en caso de que se desarrollase algún producto sustituto con ventajas tecnológicas o económicas para sus clientes, las ventas de Rassini podrían verse fuertemente afectadas.

Exposición a cambios en las tasas de interés y tipo de cambio. Rassini tiene una deuda con costo de P\$3,043m, luego de haber realizado fuertes prepagos para disminuir su nivel de apalancamiento y distribuir sus vencimientos de manera más homogénea. Ésta se integra por obligaciones bancarias de corto y largo plazo, a tasa variable, para financiar parte de sus operaciones. P\$2,918m son a Libor+ 350pb, en promedio, y P\$125m a TIIE+400pb, por lo que un alza de tasas incrementaría el costo de la deuda de RASSINI, erosionando el margen neto y afectando su desempeño financiero. Si bien el nivel de apalancamiento de la firma ha mejorado (2.8x en 2012, 1.9x en 2013 y 1.5x en deuda neta a EBITDA en 2014), y la firma adquirió un swap para cubrir la mitad de su deuda, la empresa podría verse afectada en las operaciones en algún punto del 2015 en que podría iniciarse un periodo de alza de tasas en México y EE.UU. En cuanto al impacto que podría tener en sus resultados cambios desfavorables en el tipo de cambio, RASSINI realiza operaciones en dólares, pesos mexicanos y reales brasileños.

La moneda funcional de Rassini es el dólar, excepto en Brasil donde la moneda funcional es el real, por lo que existe una cobertura natural a nivel operativo para el tipo de cambio. Sin embargo, debido a que la empresa reporta en pesos mexicanos, las variaciones en la cotización del dólar y del real brasileño pueden afectar el valor en pesos de partidas en el estado de resultados y del balance, donde destaca especialmente el valor de la deuda de la compañía, ya que la mayoría de ésta está denominada en dólares.

Cambios en los precios del hierro y el acero. Si bien Rassini tiene cláusulas de *pass-through* en sus contratos y transfiere las variaciones en los precios del hierro y el acero directamente a sus clientes, permitiéndole mantener sus márgenes estables, ajustes a la baja en los precios de estos metales se podrían traducir en bajas en los precios de venta de sus productos y, consecuentemente, en menores ingresos para la compañía. Bajo este escenario, incluso a pesar de tener crecimientos en los volúmenes de venta, la compañía podría reportar menores ingresos, utilidades y flujo de efectivo, aunque manteniendo los márgenes.

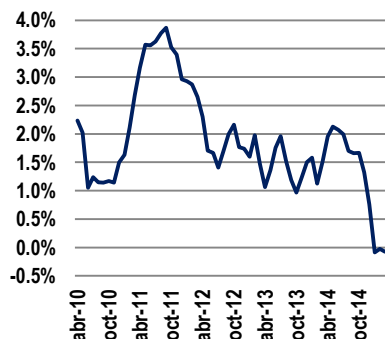
Mediana bursatilidad. Las acciones de RASSINI están catalogadas por la Bolsa Mexicana de Valores como de mediana bursatilidad y el CPO se ubica en la última posición de la relación de las primeras 55 series accionarias de acuerdo a los criterios de selección del IPC. El promedio de operación diario en los U12M es de 243 mil títulos para la serie A y 188 mil CPOs, con un monto operado promedio de P\$5.3m en la serie A y de P\$7.4m para el CPO, lo que podría limitar a los inversionistas impidiéndoles comprar y vender en el momento y precio en que deseen hacerlo, así como elevar la volatilidad.

La industria automotriz con el pie en el acelerador.

La industria automotriz es de carácter cíclico, ya que la demanda de vehículos automotores y, consecuentemente la producción de los mismos, tienen una correlación directa con el desempeño de la economía a través del consumo privado. En los últimos años, se ha observado una sólida recuperación en la producción de vehículos en la región de Norteamérica, en línea con la mejoría de los principales indicadores macroeconómicos de México y Estados Unidos.

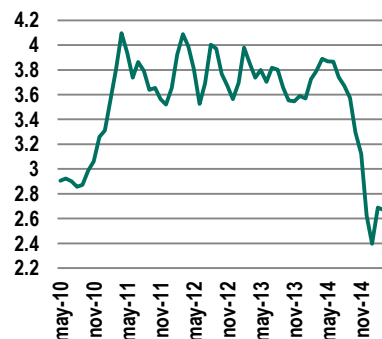
Estados Unidos.

Inflación mensual en EE.UU. A/A
(%)



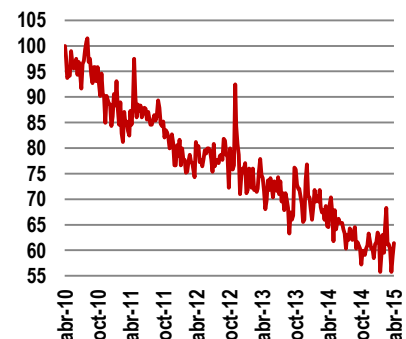
Fuente: Thomson Reuters, BLS, Banorte Ixe

Precio promedio de la gasolina en EE.UU.
(dólares por galón)



Fuente: Bloomberg, American Automobile Association

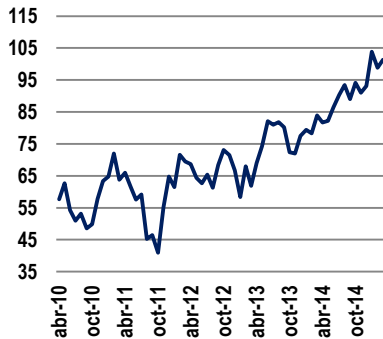
Solicitudes de ayuda por desempleo EE.UU.
(miles de personas)



Fuente: Thomson Reuters, US Dept. of Labor, Banorte Ixe

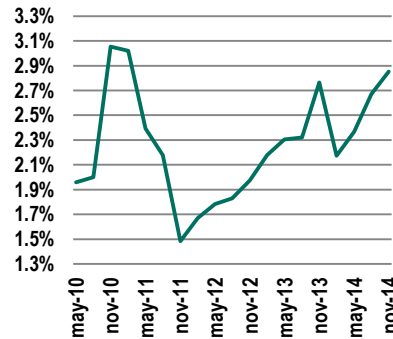
Una menor tasa inflacionaria, así como menores precios de la gasolina y mayor empleo se han traducido en más ingreso disponible para las familias norteamericanas. Esto, a su vez, ha contribuido a elevar la confianza del consumidor. En línea con lo anterior, se ha observado recuperación en el consumo privado, así como crecimiento en el PIB, como se puede observar en las siguientes gráficas:

Confianza del consumidor EE.UU.
(puntos)



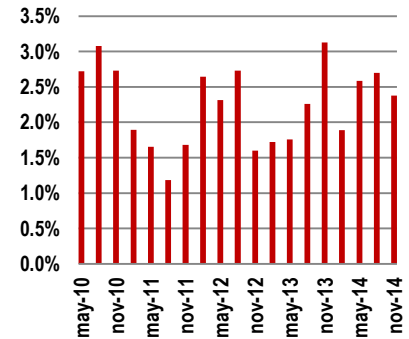
Fuente: Thomson Reuters The Conference Board, Banorte Ixe

Crecimiento del consumo privado EE.UU. A/A
(%)



Fuente: Thomson Reuters, BEA, Banorte Ixe

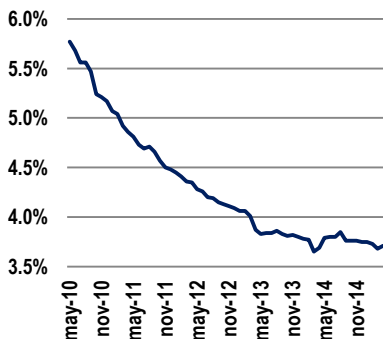
Crecimiento del PIB EE.UU. A/A
(%)



Fuente: Thomson Reuters, BEA, Banorte Ixe

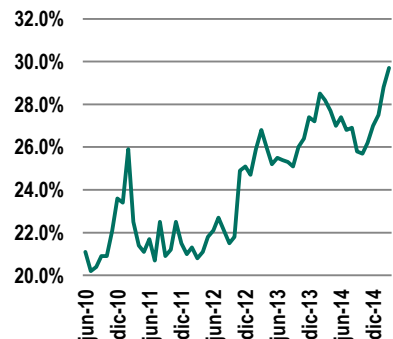
Por otra parte, el promedio de las tasas de interés para créditos automotrices ha disminuido sustancialmente en los últimos años, incentivando la utilización de esta alternativa de financiamiento. Asimismo, el arrendamiento operativo (*leasing* por sus siglas en inglés) ha aumentado su penetración, medida como porcentaje de las ventas de vehículos nuevos, por sus beneficios fiscales, coadyuvando a la expansión de las ventas de automóviles nuevos. Las siguientes gráficas ilustran el comportamiento de estos indicadores:

Tasa de interés promedio de crédito de auto
(%)



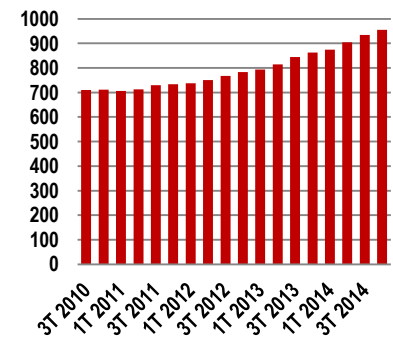
Fuente: Bloomberg, Bankrate.com, Banorte Ixe

Penetración de arrendamiento de autos
(%)



Fuente: Bloomberg, Edmunds.com, Banorte Ixe

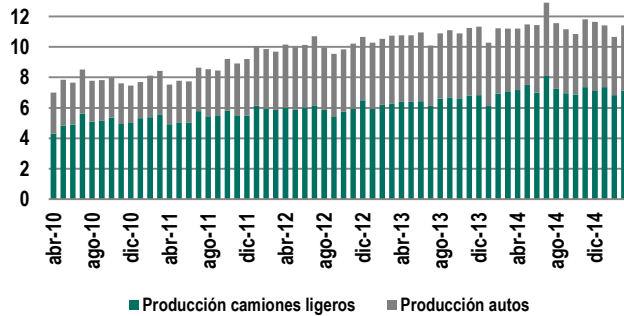
Créditos para automóviles otorgados
(miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg, Federal Reserve, Banorte Ixe

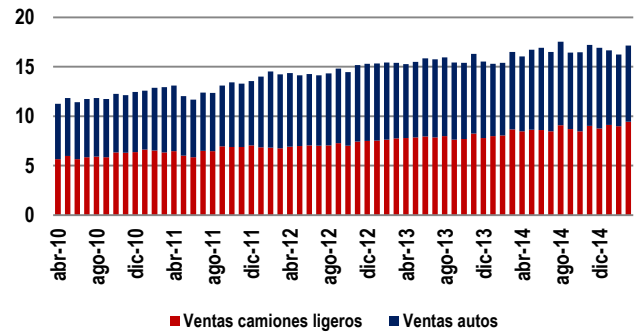
En los últimos años, la producción de vehículos comerciales ligeros (automóviles y pick ups) ha observado una franca recuperación. De 2010 a la fecha, ésta ha crecido a una TACC de 17.9% y ha alcanzado los 11 millones de vehículos al año, de acuerdo con datos de OICA. Igualmente, las ventas de vehículos ligeros se ha acelerado, como se puede observar en las siguientes gráficas.

Producción mensual de vehículos comerciales ligeros
(millones de unidades)



Fuente: Thomson Reuters, Federal Reserve, Banorte Ixe

Ventas mensuales de vehículos ligeros
(millones de unidades)



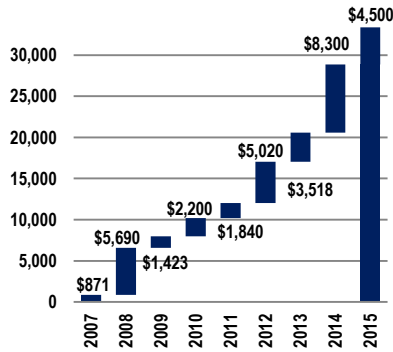
Fuente: Thomson Reuters, Autodata, Banorte Ixe

Consideramos que la demanda y producción de automóviles y vehículos ligeros deberían de continuar con la tendencia de crecimiento mostrada en los últimos años. De acuerdo con los datos de OICA y las proyecciones de producción de vehículos de IHS, la producción del industria automotriz en los EE.UU. crecerá 6.8% A/A a 11.8m de vehículos en 2015.

México.

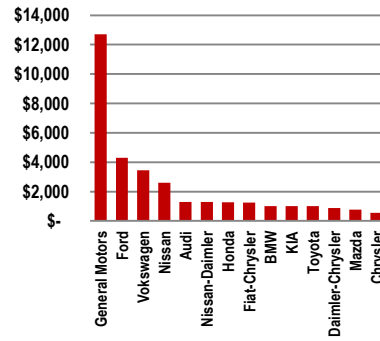
En los últimos años, la industria automotriz ha sido una de las de mayor crecimiento a nivel de producción y captación de inversiones. OEMs de todo el mundo han optado por invertir en la construcción y/o ampliación de plantas para la producción de autopartes, así como para el ensamblado de vehículos, debido a las ventajas competitivas que ofrece México (y que lo vuelven un competidor de clase mundial) en comparación con otros países manufactureros. Destacan especialmente su ubicación geográfica -que reduce los costos de los envíos así como el tiempo de entrega de los mismos hacia EE.UU.-, la disponibilidad de mano de obra calificada a un costo competitivo y la apertura comercial que facilita las exportaciones. En ese sentido, de 2007 a la fecha, se han invertido y anunciado inversiones por US\$33,362m en el sector automotriz (tanto para ensamble como para la manufactura de autopartes), de acuerdo con la Secretaría de Economía. Tan sólo de 2012 a la fecha se captó el 64% del total de estas inversiones (US\$21,338m). En consecuencia, la capacidad de producción de vehículos aumentará en 65.3% hacia 2019 a 5.29 millones de vehículos al año. Las siguientes gráficas muestran las inversiones en el sector de 2007 a la fecha, así como la distribución de las mismas por armadora y el aumento en la capacidad de producción vehicular hacia 2019:

Inversiones en la industria automotriz
(millones de dólares)



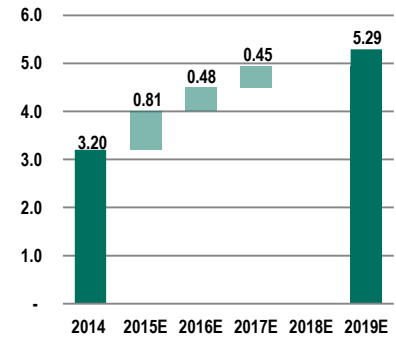
Fuente: Secretaría de Economía, ProMéxico, Banorte Ixe

Inversiones por armadoras de 2007 a 2015
(millones de dólares)



Fuente: Secretaría de Economía, Proméxico, Banorte Ixe

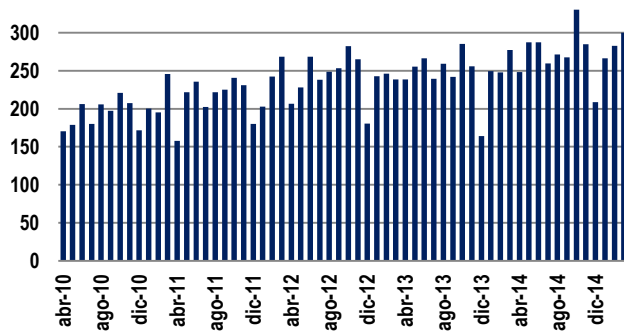
Capacidad de producción anunciada
(millones de vehículos al año)



Fuente: Banorte Ixe

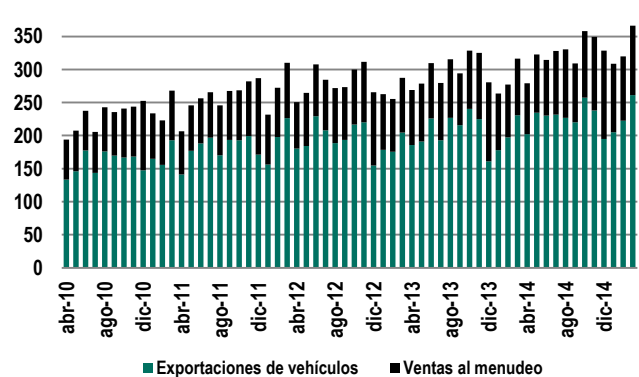
Al igual que en Estados Unidos, en México se ha observado una mejora en las condiciones económicas, incentivando la demanda interna, que en conjunto con la sólida demanda externa, han impulsado la producción, ventas internas y especialmente las exportaciones de vehículos. La producción de vehículos en México ha observado una importante recuperación de 2010 a la fecha, periodo en el que ha crecido a razón de una TACC de 18.3%, para alcanzar los 3.1 millones de vehículos producidos en 2014, de acuerdo con OICA. Este aumento en la producción también está relacionado con las inversiones realizadas por las OEMs para ampliar su capacidad de producción, atraídas por los beneficios que ofrece la manufactura en México y que se describieron más arriba. Así mismo, de abril de 2010 a marzo de 2015, las exportaciones de vehículos prácticamente se ha duplicado al aumentar 95.8% durante el periodo, como se ilustra en las siguientes gráficas:

Producción mensual de vehículos
(miles de unidades)



Fuente: Thomson Reuters, AMIA, Banorte Ixe

Ventas mensuales y exportaciones de vehículos
(miles de unidades)



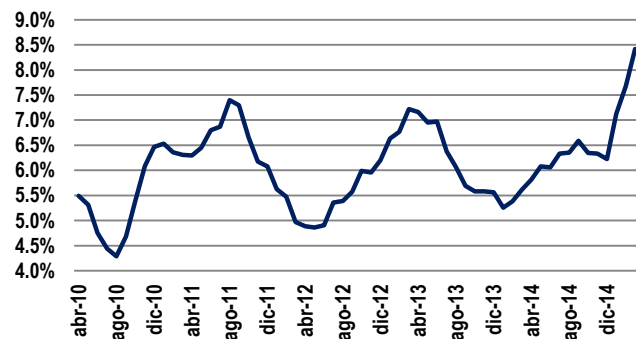
Fuente: Thomson Reuters, AMIA, Banorte Ixe

Creemos que la industria automotriz en México debería de continuar con su tendencia de crecimiento, incentivada por un sólido desempeño en las exportaciones. De acuerdo con los datos de OICA y las proyecciones de producción de vehículos de IHS a diciembre 2014, la producción del industria automotriz en los México crecerá 8.1% A/A a 3.3 millones de vehículos en 2015, consolidando a México como el principal productor de vehículos de América Latina.

Brasil.

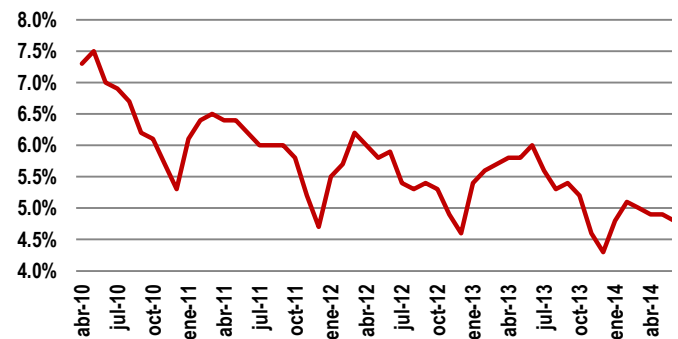
La industria automotriz en Brasil ha observado una fuerte desaceleración en los últimos años debido a la coyuntura que atraviesa su economía, como consecuencia de la caída de los precios internacionales de los *commodities*, la desaceleración de China (su principal socio comercial) y políticas económicas y fiscales restrictivas. De 2010 a la fecha, la inflación se ha acelerado, el mercado laboral ha observado una fuerte caída, como ilustran las siguientes gráficas:

Inflación anual
(%)



Fuente: Thomson Reuters, IBGE, Banorte Ixe

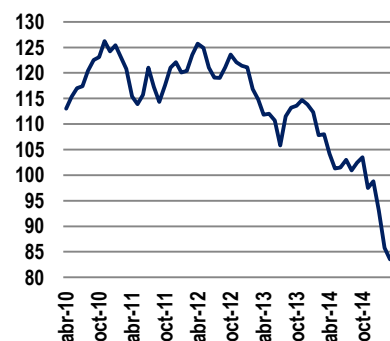
Tasa de desempleo
(%)



Fuente: Thomson Reuters, IBGE, Banorte Ixe

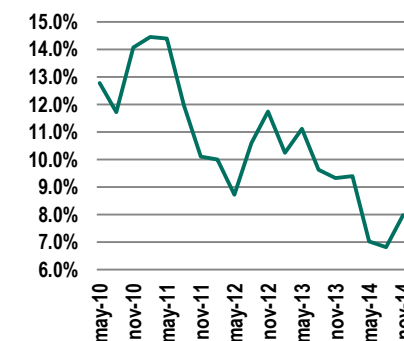
La aceleración en la inflación, así como el mayor nivel de desempleo y las políticas económicas y fiscales restrictivas se han traducido en menor ingreso disponible para las familias brasileñas. Esto, a su vez, ha contribuido a llevar la confianza a mínimos históricos. En línea con lo anterior, se ha observado contracción en el consumo privado, así como en el PIB, como se puede observar en las siguientes gráficas:

Confianza del consumidor.
(puntos)



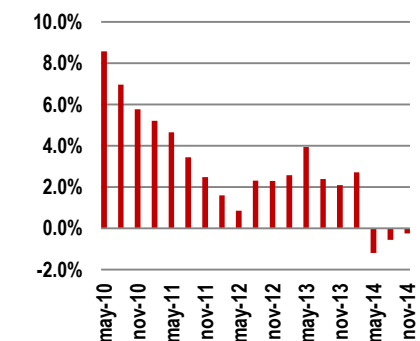
Fuente: Thomson Reuters FGV, Banorte Ixe

Crecimiento del consumo privado A/A
(%)



Fuente: Thomson Reuters, IBGE, Banorte Ixe

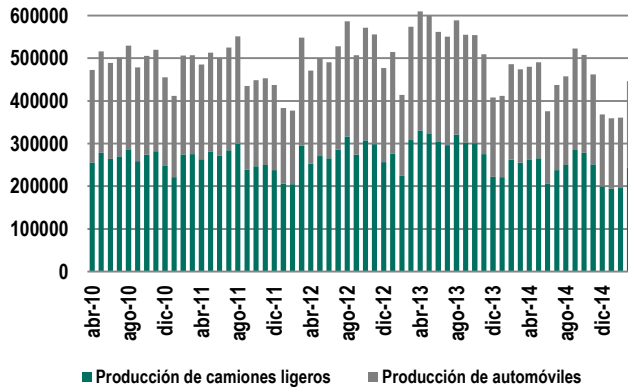
Crecimiento del PIB A/A
(%)



Fuente: Thomson Reuters, IBGE, Banorte Ixe

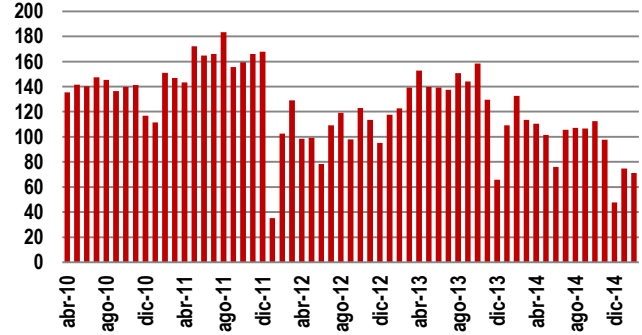
Ante el escenario económico descrito con antelación, la producción de vehículos comerciales ligeros (automóviles y pick ups), así como de vehículos pesados (camiones y autobuses) ha observado una fuerte desaceleración. De abril de 2013 a la fecha, la producción de vehículos ligeros cayó 26.8%, mientras que la de vehículos pesados 53.4% como se puede observar en las siguientes gráficas:

Producción mensual de vehículos comerciales ligeros
(unidades)



Fuente: Thomson Reuters, ANFAVEA, Banorte Ixe

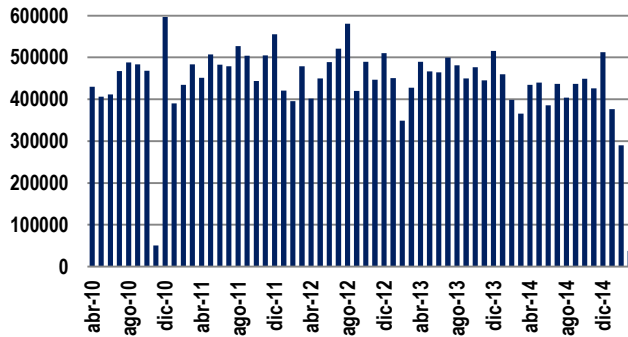
Producción mensual de vehículos pesados
(unidades)



Fuente: Thomson Reuters, ANFAVEA, Banorte Ixe

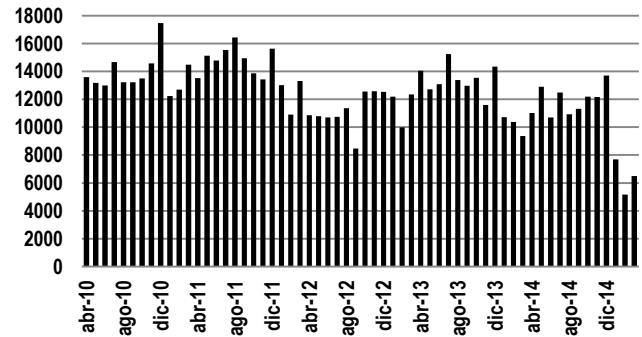
Esta desaceleración en la producción se debe a una débil demanda interna, explicada por las condiciones macroeconómicas desfavorables descritas más arriba y que se pone de manifiesto con la caída en las ventas de vehículos ligeros y pesados, como lo muestran las siguientes gráficas:

Ventas mensuales de autos nuevos
(unidades)



Fuente: Thomson Reuters, FENABRAVE, Banorte Ixe

Ventas mensuales de camiones nuevos
(unidades)



Fuente: Thomson Reuters, FENABRAVE, Banorte Ixe

Creemos que ante este escenario, habrá menor disposición entre la población para adquirir automóviles y camiones nuevos. En ese sentido, consideramos que la demanda y producción de automóviles y vehículos ligeros deberían de continuar con su tendencia de baja. De acuerdo con los datos de OICA y las proyecciones de producción de vehículos de Sindipeças, la producción del industria automotriz en Brasil caerá 14.4% A/A a 3.2m de vehículos en 2015.

Perspectivas para Rassini

Con base en las perspectivas de crecimiento para la producción de vehículos en los mercados donde Rassini participa, su presencia de mercado y las recientes ampliaciones en la capacidad instalada de las plantas de frenos, estimamos los siguientes volúmenes de venta hacia 2017:

Volumen de Ventas	Unidades	2010	2011	2012	2013	2014	TACC '10-'14	2015e	2016e	2017e	TACC '14-'17e
Muelles Automotrices	Tons	135,535	154,989	170,559	130,142	192,733	9.2%	194,101	198,444	201,935	1.6%
Resortes Helicoidales	Tons	21,839	22,906	31,661	34,818	39,766	16.2%	41,038	41,834	42,450	2.2%
Frenos	Tons	40,625	67,295	85,327	112,637	131,758	34.2%	135,082	147,920	156,692	5.9%
Frenos EE.UU.	000 pzs				141	2,100		2,952	3,233	3,425	17.7%
Brasil	Tons	75,538	81,043	62,442	83,313	69,666	-2.0%	50,050	52,153	53,828	-8.2%
Bujes, laines y abrazaderas	000 pzs			4,129	3,224	3,583		4,035	4,570	5,089	12.4%

Fuente: Rassini, Banorte Ixe

En la división de suspensiones para vehículos comerciales ligeros de NAFTA (muelles y resortes), donde actualmente RASSINI tiene una participación de mercado del 97%, prevemos crecimientos prácticamente en línea con los proyectados para la industria, ya que consideramos que el posicionamiento de marca, el servicio, la calidad y las estrechas relaciones con las OEMs que distinguen a la compañía, le permitirán mantener y aumentar la posición de liderazgo que actualmente tiene, alcanzando una participación de mercado del 99% en este segmento hacia 2017. Consideramos que Rassini será capaz de capitalizar las oportunidades de crecimiento que se presentarán en la región de NAFTA, encabezada por la expansión que tendrá la producción en México en los próximos años, debido a su ubicación estratégica y probada historia. En ese sentido, esperamos que los muelles automotrices (parabólicos y multihoja) crezcan a razón de una TACC de 1.6% hacia 2017, mientras que para los resortes helicoidales proyectamos un crecimiento anual compuesto de 2.2% en el mismo periodo (debido a la menor penetración que tiene en este producto).

Por otra parte, es en el negocio de frenos donde esperamos los mayores crecimientos para la compañía, debido a las ventajas competitivas que ofrece a las armadoras al estar integrada verticalmente. Consideramos que además de la capacidad de respuesta más ágil que sus competidores (por no depender de proveedores para el *casting*), menores precios (por las eficiencias propias de la integración vertical) y mayor calidad, el sólido posicionamiento en suspensiones de la compañía le permitirá ganar participación de mercado en este negocio rápidamente. En línea con esto, estimamos que hacia 2017 las toneladas de frenos vendidas aumentarán a razón de una TACC de 5.9%, mientras que para los componentes para frenos en Estados Unidos estamos considerando crecimientos de una TACC de 17.7%. Nuestro escenario base contempla el inicio de la producción de frenos de la Audi Q5 en la planta de Puebla a partir de mediados de 2015, así como un aumento en la participación de mercado de 8pp (28%e) hacia 2017. No obstante, la potencial entrada de nuevas armadoras a México podría modificar nuestras perspectivas, ya que podría significar contratos adicionales de frenos y nuevas plataformas de suspensiones.

Por otra parte, debido a las dificultades económicas que expusimos anteriormente, en el mercado brasileño esperamos una contracción del 28.15% en el volumen de ventas de 2015, así como una recuperación paulatina en 2016 y 2017 que no alcanzará a compensar el impacto de 2015, por lo que nuestras proyecciones para este mercado implican una TACC de -8.2%. Finalmente, esperamos una TACC para bujes, laines y abrazaderas (descontando operaciones entre partes relacionadas) de 12.4%.

Las siguientes tablas ilustran nuestros estimados de ventas en reales (moneda local), dólares americanos (moneda funcional) y pesos. Esto con el fin de poder evaluar el impacto que la depreciación del real y del peso tienen en los resultados de la compañía y analizar el desempeño subyacente de las operaciones:

Brasil (millones de reales)		2010	2011	2012	2013	2014	TACC '10-'14	2015e	2016e	2017e	TACC '14-'17e
Ventas Brasil	BRL	409.6	484.3	379.6	505.6	423.4	0.8%	332.0	368.7	401.7	-1.7%
Total	BRL	409.6	484.3	379.6	505.6	423.4	0.8%	332.0	368.7	401.7	-1.7%

Ventas (millones de dólares)		2010	2011	2012	2013	2014	TACC '10-'14	2015e	2016e	2017e	TACC '14-'17e
Muelles Automotrices	USD	241.2	303.9	317.6	324.8	371.9	11.4%	385.5	407.9	429.1	15.4%
Resortes Helicoidales	USD	58.1	72.1	75.9	79.1	88.6	11.1%	88.0	92.8	97.4	9.9%
Frenos	USD	75.1	95.3	123.3	166.5	205.3	28.6%	235.5	266.8	292.1	42.3%
Componentes frenos EE.UU.	USD				3.6	47.1		63.7	72.2	79.1	67.9%
Brasil	USD	227.9	280.0	194.7	236.2	180.1	-5.7%	108.5	117.0	133.5	-25.9%
Bujes, laines y abrazaderas	USD	0.8	1.3	1.6	1.5	1.9	25.4%	1.6	1.9	2.2	15.1%
Total	USD	603	752.7	713.1	811.5	895.0	10.4%	882.9	958.5	1,033.3	15.5%

Ventas (millones de pesos)		2010	2011	2012	2013	2014	TACC '10-'14	2015e	2016e	2017e	TACC '14-'17e
Muelles Automotrices	MXN	2,975.7	3,657.9	4,181.0	4,144.7	4,944.9	13.5%	5,749.1	5,967.9	6,067.1	22.7%
Resortes Helicoidales	MXN	730.7	896.4	1,000.2	1,008.9	1,178.0	12.7%	1,312.0	1,357.8	1,376.9	16.9%
Frenos	MXN	949.3	1,184.3	1,624.2	2,125.4	2,730.5	30.2%	3,509.6	3,901.0	4,129.1	51.2%
Componentes frenos EE.UU.	MXN				46.1	626.1		949.9	1,055.8	1,117.5	78.5%
Brasil	MXN	2,955.6	3,598.4	2,565.4	3,017.7	2,395.4	-5.1%	1,617.3	1,710.7	1,888.9	-21.1%
Bujes, laines y abrazaderas	MXN	9.7	16.4	21.2	19.0	25.3	27.0%	24.2	27.8	31.0	22.3%
Total	MXN	7,621.0	9,353.4	9,392.0	10,361.8	11,900.2	11.8%	13,162.1	14,021.0	14,610.5	22.8%

Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Estimados 2015

En 2015 estimamos que Rassini tendrá un crecimiento orgánico en las ventas de 10.6%, acumulando ingresos por P\$13,161.9m, debido a una mejor mezcla de productos, crecimiento en línea con la industria en la división de suspensiones en NAFTA, así como un fuerte crecimiento en la división de frenos gracias a las ampliaciones de plantas realizadas recientemente, y al efecto que tiene la depreciación del peso en los resultados reportados.. Con base en nuestro estimado de cierre del dólar en 2015 (P\$14.90) y debido a que la moneda funcional de Rassini es el dólar, anticipamos un beneficio para la compañía a nivel de ventas y del EBITDA (por el beneficio que genera al tener ingresos en dólares y algunos gastos y costos en pesos). Sin embargo, en dólares esperamos una caída de 1.3% en las ventas, debido a una contracción en los ingresos de Brasil de 39.7% (caída de 21.6% en reales exacerbada por la depreciación del real) que, prácticamente, se ve compensada por el crecimiento esperado en los ingresos de frenos de 35.3% en Estados Unidos y 14.7% en general en la región.

Para el EBITDA anticipamos un crecimiento de 25.7% que se traduce en P\$1,902.8m y un margen EBITDA del 14.5%, que implica una expansión de 1.7pp y que, en parte, también se explica por el efecto del tipo de cambio antes

descrito, una mayor depreciación operativa, así como por un menor costo de ventas como consecuencia de la baja observada en las tarifas eléctricas.

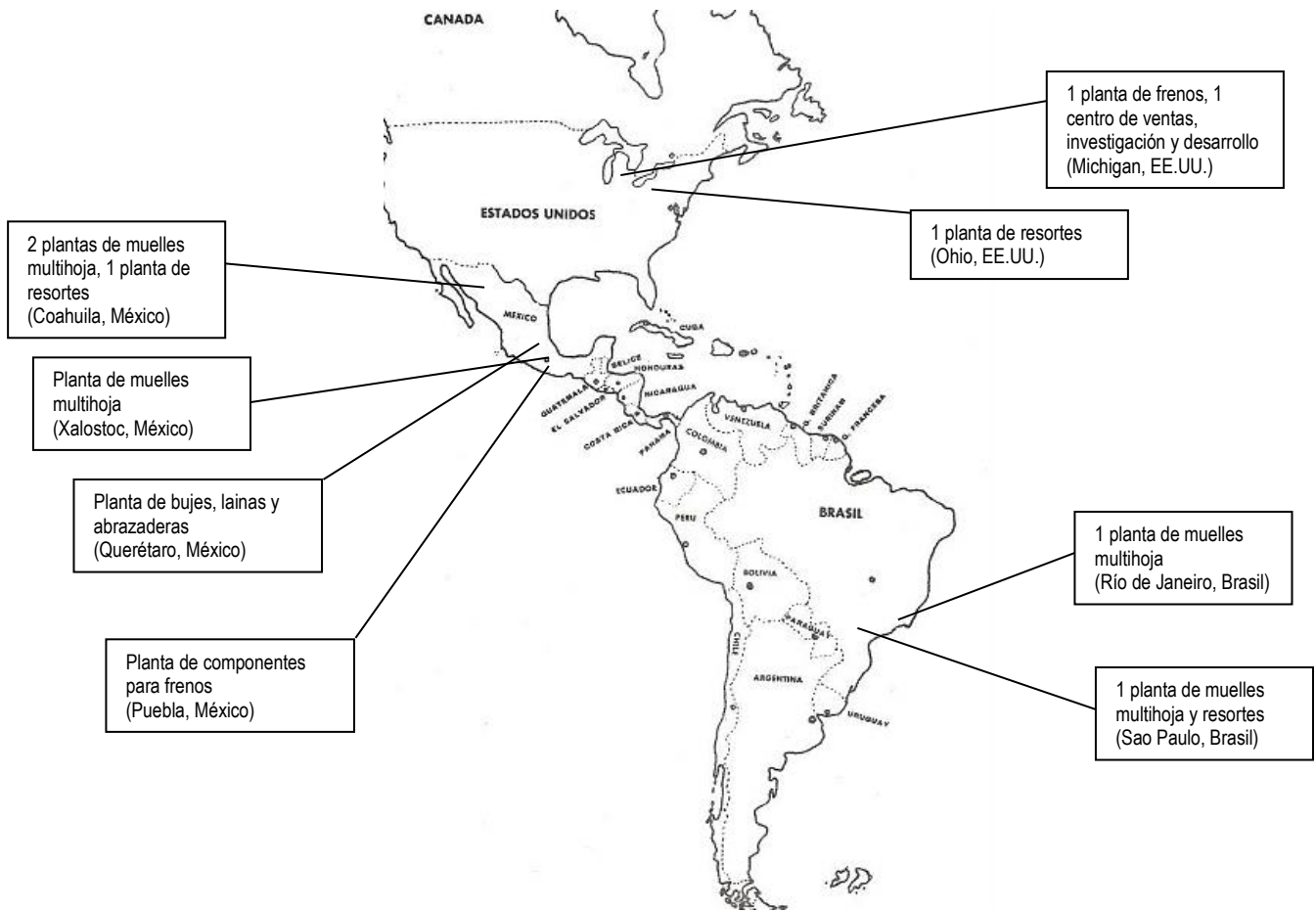
Finalmente, a nivel neto esperamos una caída de 3.4% A/A debido a una mayor carga de impuestos y una erosión en el margen neto de 0.9pp para acumular una utilidad neta del ejercicio de P\$834.8m. Asimismo, estimamos que el CAPEX que se ejercerá en el año corresponderá a P\$298.6m y que la empresa continuará con una sólida estructura financiera, con las razones de deuda neta a EBITDA y de deuda con costo a capital contable ubicándose en 0.6x.

Descripción de RASSINI

Rassini es el proveedor de componentes para suspensiones de vehículos comerciales ligeros, como muelles parabólicos, muelles multihoja y resortes helicoidales de alto desempeño, más grande del mundo. Mientras que en el negocio de frenos es el fabricante de discos de freno, verticalmente integrado, más grande del continente americano. A lo largo de más de 85 años de historia ha logrado posicionarse como un proveedor clave para la industria automotriz, con una participación de mercado del 97% en el segmento de muelles para camiones ligeros, *pickups*, automóviles, *crossovers* y SUVs en la región de Norte América, mientras que en Brasil posee el 65% de este mercado. RASSINI es un proveedor de primer nivel (*tier 1*); es decir, que entabla todas las negociaciones directamente con las armadoras en función de sus necesidades y requerimientos, permitiéndole trabajar muy cerca de sus clientes y generar relaciones comerciales de larga duración. Esto lo ha logrado gracias a la constante inversión en tecnología de punta para garantizar el cumplimiento de los altos estándares de calidad requeridos por los clientes, innovación y diseño para mejorar los productos existentes así como para el desarrollo de nuevos productos, y ofreciendo un servicio de clase mundial. Este posicionamiento como un socio estratégico de las armadoras, no sólo se ha traducido en relaciones comerciales duraderas e importantes crecimiento en ventas sino que también le ha hecho merecedor de reconocimientos como el de “Proveedor del año” de General Motors que ha recibido en varias ocasiones.


Presencia actual de Rassini

Rassini tiene presencia en México, Estados Unidos y Brasil en puntos estratégicamente ubicados que garantizan el abastecimiento de los mercados en los que compete. En México se encuentran el corporativo, 4 plantas productivas de componentes para suspensiones y 1 planta para la producción de frenos. En Estados Unidos hay dos plantas, una para resortes y otra para frenos, así como el centro de investigación y desarrollo, mientras que en Brasil se tienen 2 plantas, una para producir resortes y otra para muelles multihoja, así como un centro de distribución, como se puede observar en el siguiente mapa que ilustra la presencia de Rassini:



Sus productos

Rassini funciona a través de dos unidades de negocio: la de suspensiones y la de frenos. El negocio de suspensiones está enfocado en la fabricación de componentes para suspensión con materiales reforzados y donde constantemente se invierte en ingeniería de productos y procesos, buscando producir muelles cada vez más ligeros e igual de resistentes para potenciar el desempeño de los vehículos que llevan sus productos. La siguiente tabla muestra los principales productos de esta división:

Producto	Material	Función	Imagen
Muelles parabólicos	Acero	Amortiguar peso en SUV	
Muelles multihoja	Acero	Amortiguar peso en pick ups	
Resortes helicoidales	Acero	Amortiguar peso de automóviles	
Elastómetros (bujes)	Hule	Reducir ruido y vibración	




Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Los productos para suspensión de Rassini son utilizados en 8 de las 10 camionetas más producidas en NAFTA, como lo resume la siguiente tabla:

Vehículo	Armadora	Productos Rassini	Muelles	Resortes	Frenos
Series F	Ford	✓	✓		
Silverado	Chevrolet	✓	✓	✓	✓
Ram Pickup	Ram	✓	✓	✓	
CR-V	Honda				
Escape	Ford	✓			✓
Minivans	Chrysler				
Tahoe/Yukon	GMC	✓		✓	✓
RAV4	Toyota				
Equinox	Chevrolet	✓		✓	
Explorer	Ford	✓			✓

Fuente: Rassini, Banorte Ixe

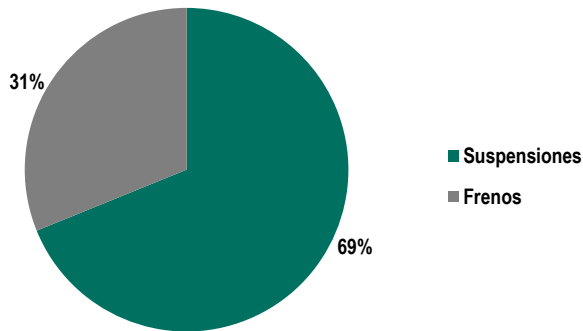
Por otra parte, en la división de frenos, la compañía ofrece componentes para frenos como discos, tambores, ensambles y mazas para todo tipo de vehículos. Rassini es el único proveedor verticalmente integrado en América, por lo que en sus fábricas se realiza desde el proceso de la función del hierro gris y el hierro nodular, el maquinado, pintado, relevado de esfuerzos hasta el proceso de ferro nitro-carburación (FNC por sus siglas en inglés). La siguiente tabla ilustra los productos de la división de frenos:

Producto	Material	Función	Imagen
Discos o rotores	Hierro	Frenar cuando el caliper roza	
Tambores	Hierro gris	Transmitir frenado a la zapata	
Ensamblados y mazas	Acero/ Aluminio/ Hierro	Conectar ruedas, rotores y tambores	

Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Al 1T15, 69% (76% en 1T14) de los ingresos de la compañía se originaron por la venta de productos de su negocio de suspensiones en NAFTA y Brasil, mientras que el 31% (24% en 1T14) restante se logró con la venta de productos de la división de frenos. El negocio de frenos creció 36.3% A/A, mientras que el negocio de suspensiones cayó 2.6% A/A, mientras que en 2014 crecieron 54.8% y 4.3% respectivamente. La siguiente gráfica ilustra la contribución de cada unidad de negocio a los ingresos de RASSINI al 1T15.

Contribución por unidad de negocio a las ventas totales (%)



Fuente: Rassini, Banorte Ixe

Estructura accionaria

A finales de marzo, Grupo Bursátil Mexicano (GBM) realizó una oferta secundaria por el 12.4% del capital de Rassini, que estaba en posesión de la controladora como inversión. Luego de esta oferta, la estructura accionaria y el flotante quedaron de la siguiente manera:

Acciones en circulación		
Serie	Número de acciones	Registradas
A	178,175,772	BMV
B	70,983,776	BMV
C	70,983,776	BMV
Total	320,143,324	

Flotante RASSINI		
Serie	Flotante después de la oferta	%
CPO (B+C)	35,491,888	50%
A	39,255,976	22%
Total	74,747,864	30%

Fuente: Rassini, Thomson Reuters, Bloomberg, Rassini

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte Ixe, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte.

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268-1671
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670-1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670-1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670-2249
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670-2250
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670-1800
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 1670-2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268-1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670-2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670-2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General de Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroidan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454