



# Inicio de Cobertura



COMPRA	
	PO JUN 20 (SIC) Ps. 284.00
	PO JUN 20 (NASDAQ) US\$14.20
Precio actual DDMX (en MXP) SIC	Ps. 201.00
Rendimiento esperado en 12 meses	41.3%
Cifras Actuales de DDMX <sup>(1)</sup>	
Precio (USD) NASDAQ	US\$10.15
Máx/mín (desde su colocación)	10.15 / 9.70
Capitalización de mercado (USD mill.)	73.31548
Acciones en circulación (mill.)	7.2232
Flotante	20%

1. Cifras al 10 de octubre de 2019  
Fuente: Apalache, BMV y NASDAQ

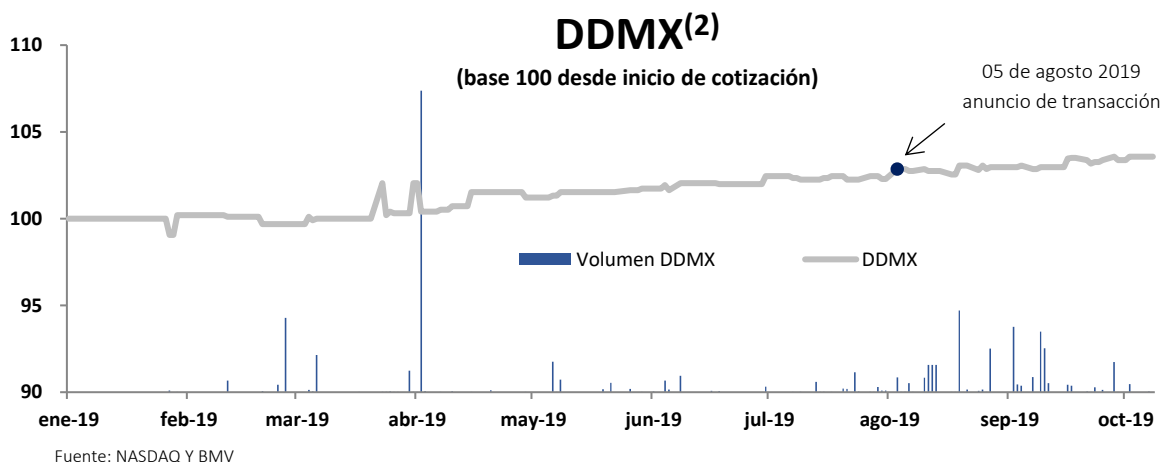
## TABLA DE CONTENIDO

Resumen y Conclusiones	2
Tesis de Inversión	4
Principales Riesgos	10
Valuación	12
Industria de Ventas Directas	16
Resumen Historia de BTWM	17

## Recomendación: COMPRA

Nuestra recomendación se encuentra fundamentada en: i) su estrategia y modelo de negocios, con un conocimiento multidimensional de su red de distribución; ii) el profundo alcance de sus distribuidores, con implementaciones tecnológicas y cero-costos por última milla; iii) su historial de alto crecimiento en ventas, flujo de efectivo y utilidad; y, iv) una muy atractiva valuación vs. sus pares.

El modelo de negocio de Betterware de México (BTWM), la capacidad de su equipo directivo, su sólida estructura operativa y financiera, y el potencial de crecimiento del segmento de ventas directas, derivan en un atractivo instrumento de inversión. Creemos que la compañía mantendrá atractivas tasas de crecimiento durante los próximos años.



2. En cuanto concluya el proceso de fusión inversa, y una vez aprobado por votación en Asamblea de Accionistas, se hará automáticamente el canje de propiedad accionaria de DDMX a Betterware de México, con el cambio de nombre de pizarra correspondiente.

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

Jorge Lagunas  
+52 (55) 6553-8846  
[jorge.lagunas@apalache.mx](mailto:jorge.lagunas@apalache.mx)

Benjamín Salgado  
+52 (55) 6378-2805  
[benjamin.salgado@apalache.mx](mailto:benjamin.salgado@apalache.mx)

## TRACK RECORD DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD SUSTENTAN UN TOP PICK INTERNACIONAL DEL SECTOR CONSUMO: BETTERWARE UN “BEST IN CLASS”

Por medio de este documento, iniciamos la cobertura de Betterware de México, que tras el proceso de fusión inversa con el SPAC DD3 *Acquisition Corp* (20% de la valuación de capital de la empresa), se convierte en la primera compañía mexicana listada directamente en el NASDAQ.

Betterware de México es una empresa de consumo enfocada en la venta de productos para la organización del hogar, a través del canal de venta directa, orientada al “*sweet spot*” de la pirámide poblacional, ingreso medio y bajos (C y D+). Es una compañía *small-cap* y *high-growth* con fundamentales firmes, que representan una propuesta muy atractiva de crecimiento.

BTWM diferencia su oferta de valor al inversionista por: i) su enfoque “*business intelligence*”, para innovación de productos, reflejado en la renovación constante de su catálogo (cada 6 semanas); ii) la eficiencia logística con que opera, cristalizada en un extenso alcance geográfico a lo largo de México y cero costo de última milla; iii) un modelo “*asset light*”, con un balance muy sano y endeudamiento mínimo; iv) su crecimiento acelerado y amplias oportunidades de expansión, aprovechando su estructura disruptiva, liderazgo en precio-calidad e incorporación de nuevas plataformas tecnológicas; y, v) el liderazgo de su Presidente, Luis Campos, uno de los ejecutivos más experimentados del sector *retail* en LatAm, con una rica trayectoria en TupperWare y Sara Lee (House of Fuller), la cual se complementará con el equipo de DD3, liderado por Martín Werner (ex Director de Goldman Sachs México), uno de los financieros más experimentados de México (Consejero Titular y Patrocinador del SPAC DD3 *Acquisition Corp*).

El 20% adquirido por el SPAC, que representó un *roll over* de la tenencia actual, equivaldrá a un *Firm Value* de US\$367 millones. Por esto, el *float* de 20% en NASDAQ será valuado en aproximadamente US\$73.4 millones. Con ello, Betterware de México se convertirá en la primera empresa mexicana en cotizar en la bolsa de valores electrónica más grande de los Estados Unidos.

Cabe destacar que actualmente ya se pueden adquirir títulos del SPAC (NASDAQ: DDMX) en el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), y así tener una posición previa al canje por acciones, por Betterware de México. En cuanto concluya el proceso de fusión y, una vez aprobada por votación en la Asamblea de Accionistas, se realizará automáticamente el canje de propiedad accionaria de DDMX a Betterware de México, con el cambio de nombre de pizarra correspondiente. A la fecha de realización del presente documento, aún no se da a conocer la clave de pizarra con la que cotizará Betterware de México.

## TESIS DE INVERSIÓN

Los principales factores que, en nuestra opinión, hacen de Betterware de México un “top pick”, son:

### **1. Atractivo mercado objetivo**

En México la venta directa al consumidor se encuentra fuertemente arraigada. Tan sólo en 2018, las ventas en este formato ascendieron a US\$7 bills., colocando a México en el segundo sitio a nivel LatAm, y séptimo a nivel mundial. México cuenta con aproximadamente 2.8 millones de representantes independientes de venta directa, sólo por debajo de Brasil (WFDSA)

El que México sea un mercado idóneo para la venta directa responde a distintos factores:

- ▀ Mayor número de consumidores de ingreso medio, impulsado por la incorporación de mujeres al mercado laboral.
- ▀ Comunidades dispersas, que impiden una cobertura minorista a profundidad, con modelos de distribución estándar.
- ▀ Alta Confianza del Consumidor, niveles máximos no vistos desde 2006 (INEGI).
- ▀ Contexto político favorable, dados los esfuerzos de la nueva administración por incrementar el ingreso de los sectores más rezagados.
- ▀ Cambio demográfico, alto aumento en la masa crítica de potenciales consumidores. El mercado objetivo de BTWM representa ~75% de la población mexicana.

Además, el precio competitivo de los productos de BTWM y su esquema de incentivos para representantes genera una resiliencia de la operación ante desaceleraciones económicas.

### **2. Robusta estrategia de diferenciación sustentada en su modelo de inteligencia**

Uno de los diferenciadores más fuertes de BTWM es su capacidad de desarrollar productos nuevos e innovadores, que impulsen y sustenten el potencial de crecimiento de la compañía.

La innovación en los productos de BTWM es uno de los factores clave en su estrategia, ya que logran entender y explotar las tendencias de consumo, apoyando a sus consumidores a identificar necesidades que no se habían planteado.

Para alcanzar el entendimiento más amplio del mercado, BTWM se apalanca en su modelo de inteligencia de negocios, que le permite realizar un amplio estudio del mercado y, a través de su Unidad de Análisis de Datos, lograr comprender mejor a sus consumidores, de tal manera que pueda anticipar sus necesidades y ofrecer soluciones óptimas para ellas. Además, asegura la lealtad de sus clientes a través de una relación *uno a uno* con los vendedores, factor clave para la expansión del negocio y para el incremento de futuros pedidos.

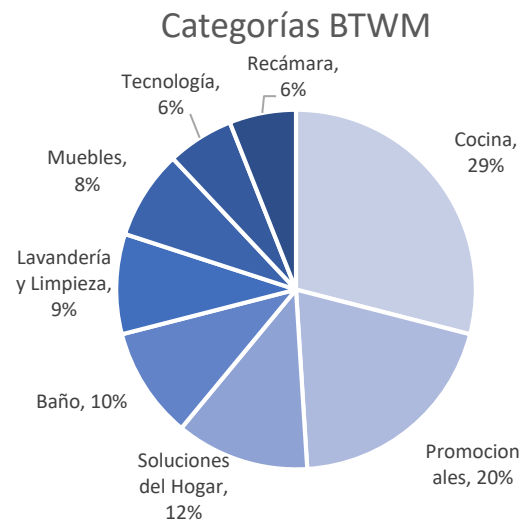
Por otra parte, su estrategia en precios consiste en ofrecer sus productos a precios accesibles, para que más consumidores los compren y, en consecuencia, obtener un aumento consistente en ingresos y márgenes, con una rotación rápida en inventarios.

Además, el volumen de ventas permite economías de escala, con las cuales se minimizan costos. Esto representa una fuerte barrera de entrada para futuros competidores.

Los productos ofrecidos están certificados por su alta calidad y cumplen con estándares internacionales. Por lo tanto, la relación precio-calidad logra atraer a un mayor número de consumidores, conseguir su lealtad y mantener su liderazgo en el mercado.

Una importante ventaja competitiva de BTWM es su capacidad de ofrecer al mercado nuevos productos en un periodo muy corto de tiempo, cada 6 semanas renuevan el catálogo, con más de 30 nuevos productos.

La variedad y el diseño de los productos es elemental en el éxito de la empresa. El portafolio comercial de BTWM se conforma por más de 400 productos de alta calidad, con un precio promedio de venta de ~US\$5.5, clasificados estratégicamente en 8 distintas categorías: Cocina, Promocionales, Hogar, Baño, Limpieza, Muebles, Tecnología y Recámara, entre otras categorías menores.



Fuente: Betterware de México

La estrategia de la compañía indica que seguirá tomando esta línea de acciones, siguiendo con firmeza la innovación y el desarrollo de productos, apoyada en un aumento de su participación de mercado en México, así como su expansión hacia nuevas fronteras.

### **3. Red de distribución de largo alcance y eficiencia en plataforma logística**

El modelo de ventas de BTWM es capaz de servir cada 6 semanas a 3 millones de hogares, en 800 comunidades a lo largo de México. La red de distribución se compone de Distribuidores (+20 mil) y Asociados (+400 mil).

Los Distribuidores son el vínculo entre la compañía y los Asociados. En promedio, cada Distribuidor tiene 17 Asociados a los que vende. Alrededor del 78% de los Distribuidores solicita mercancía a BTWM cada semana, por un monto promedio de Ps.7 mil.

Por su parte, los Asociados son vendedores con carteras de consumidores finales, de los cuales también pueden ser parte. En promedio, el 32% de los Asociados solicita mercancía a BTWM cada semana, por un monto promedio de Ps.950.

Para que un Asociado se convierta en Distribuidor, los requisitos son reclutar a 3 personas y alcanzar un monto mínimo de compra por US\$125.

Para motivar a su red de distribución a cumplir los objetivos, BTWM tiene un esquema de incentivos, el cual consiste en: i) ofrecer descuentos sobre productos; y, ii) por medio de un sistema de puntos por venta realizada, acumular “Puntos Betterware”, que se puedan canjear posteriormente por recompensas, como electrodomésticos, muebles, entre otros.

BTWM cuenta con una Unidad de Inteligencia de Mercado (BIU), herramienta mediante la cual rastrea el rendimiento diario de su red de distribución, así como los presupuestos objetivo por Distribuidor, para elaborar estrategias comerciales a la medida. Además, la utilización de BIU le brinda una ventaja competitiva, ya que el análisis de datos y la investigación de mercado proporcionan información clave para una mejor toma de decisiones y, de esta manera, hacer más eficientes los procesos y optimizar resultados.

Su estrategia de ventas resulta muy efectiva dadas las condiciones del país, como la creciente participación de las mujeres en el mercado laboral (hoy en día el 90% de la red de distribución son mujeres), aunada al

hecho de que cada vez más personas optan por opciones de autoempleo y emprendimiento.

Por otra parte, las ventas mediante catálogo permiten expandirse y tener un mayor alcance, al aumentar con solidez su presencia en poblaciones lejanas sin cobertura minorista. Esto sin incurrir en costos de infraestructura. BTMW recurre al BIU, para realizar un detallado mapeo socioeconómico de cada localidad y en monitoreo de pedidos, mediante *big data analytics* sobre el comportamiento del cliente, buscando potencializar la penetración de cada Distribuidor. Con esta herramienta, se diseña un plan detallado por Distribuidor, a la par de medir su desempeño de ventas.

Con estas iniciativas, BTWM logra expandir su presencia geográfica sin costo alguno por última milla e incorporar un exhaustivo análisis de datos para desplazar el mayor número de órdenes.



#### **4. Cadena de suministro e infraestructura integrada como barrera de entrada**

La eficiencia que ha logrado adoptar la compañía, a través de una cadena de suministro integrada, se ve reflejada directamente en la consistente mejora de sus márgenes operativos.

A partir de la fundación de Betterware en México, en 1995, y la transformación a la que se sujetó tras su adquisición en 2001 por la Dirección actual, BTWM ha logrado integrar de manera exitosa distintos eslabones productivos y procesos estratégicos:

##### **▲ Manufactura**

Tras un riguroso análisis de datos y tendencias, así como una importante participación del departamento de innovación, se diseñan internamente los productos que serán manufacturados por más de 200 fábricas de terceros, las cuales se encuentran certificadas bajo estrictos estándares de calidad. Los productos se manufacturan 89% en China y 11% a nivel local. El manufacturar la mayor parte de sus productos es lo que permite lograr precios competitivos al reducir costos de producción.

Para asegurar la calidad y los tiempos de la mercancía de importación, la compañía tiene una oficina en Ningbo, China, la cual se encarga de supervisar desde el diseño hasta la manufactura y envío de más de 40 contenedores cada semana.

##### **▲ Almacenamiento**

Una vez que se recibe el cargamento en el puerto de Manzanillo, Col., es enviado al Centro de Distribución en Guadalajara, Jal., donde se ensambla el producto final que será enviado a los Distribuidores.

*Métricas clave:* 99.97% nivel de servicio; 80 días de inventario; 1.4% de inventario en exceso; y, 0.58% productos defectuosos.

##### **▲ Distribución**

La empresa hace envíos semanales a la red de Distribuidoras, a través de 12 distintas compañías fleteras, con las cuales BTWM tiene una sólida y exclusiva relación de trabajo.

#### **5. Posibilidad de capitalizar oportunidades de crecimiento**

BTWM tiene un prospecto de inversión que no solo se basa en su perfil e historia operativa, sino que muestra importantes catalizadores de crecimiento orgánico e inorgánico, a corto y mediano plazo.

El tamaño del mercado es muy amplio. Sin embargo, la tasa de penetración es baja. Por lo tanto, una penetración en las zonas en México ya identificadas, pero sin cobertura, impulsaría el crecimiento de la empresa. Actualmente, BTWM estima que únicamente tiene penetración en 11% de los hogares objetivo (hogares únicamente dentro del sector socioeconómico y regiones objetivo).

Por otra parte, la implementación de la plataforma *e-commerce*, que BTWM planea lanzar durante el 4T19, representará un catalizador adicional para expandir cobertura. Una característica relevante de la plataforma es que no canibalizará a su red de Distribuidoras, sino que les referenciará nuevos clientes.

BTWM ha comenzado la construcción de un nuevo campus por ~US\$20 millones, que aumentará la capacidad de almacenaje en 3.0x y generará una serie de eficiencias en operaciones, especialmente manejo de inventarios.

Asimismo, su modelo de negocio es escalable a otros mercados tanto orgánicamente como por medio de adquisiciones. La compañía señala que a mediano plazo podría evaluar plazas como Colombia, Perú y Centroamérica, cuyas características y condiciones son similares a México. Por lo que, resultan ser mercados idóneos para su modelo de negocio.

## **6. Sólido desempeño operativo y financiero proyecciones a mediano plazo**

Durante 2015-2018 se logró un CAGR de 45% en la incorporación de su red de distribución. Para 2019, se estima crecer el total de su red de Distribución en ~29%.

En 2018, la empresa obtuvo ventas netas totales por US\$125 millones (Ps.2,399 millones), un crecimiento de ~60% respecto a 2017 (+63% en pesos). El margen bruto fue 60% y su margen EBITDA de 26%; muy por encima de la industria.

La estructura ligera en activos, con requisitos mínimos de CAPEX (~50% para infraestructura tecnológica), y un ciclo de capital de trabajo que no requiere financiamiento adicional, permite una conversión de flujo de caja de +60% del EBITDA. Además, la empresa cuenta con un balance sólido, con capital de trabajo positivo y bajos niveles de apalancamiento, 0.8x Deuda Neta / EBITDA.

El límite superior de distribución del exceso de efectivo generado, después de iniciativas de crecimiento, es de 50% de la utilidad neta.

Durante 2015-2018 logró un CAGR de 37% en ventas totales y 41% en EBITDA (en USD). La compañía proyecta que el crecimiento hacia 2022 será de 18% y 19%, respectivamente, y anticipa lograr márgenes brutos y EBITDA estables para el mismo periodo, ~61% y ~27%, respectivamente.

Creemos que las proyecciones de la compañía en los distintos rubros hacia 2022 son conservadores ya que no reflejan ningún crecimiento por la implementación de la plataforma *e-commerce*, eficiencias del nuevo campus, crecimiento inorgánico y expansión geográfica. Adicional a lo anterior, consideramos que la Empresa aún tiene un vasto mercado en el país por penetrar, lo cual le permitiría mantener el crecimiento proyectado, mediante la apropiación de mercado durante los próximos años.



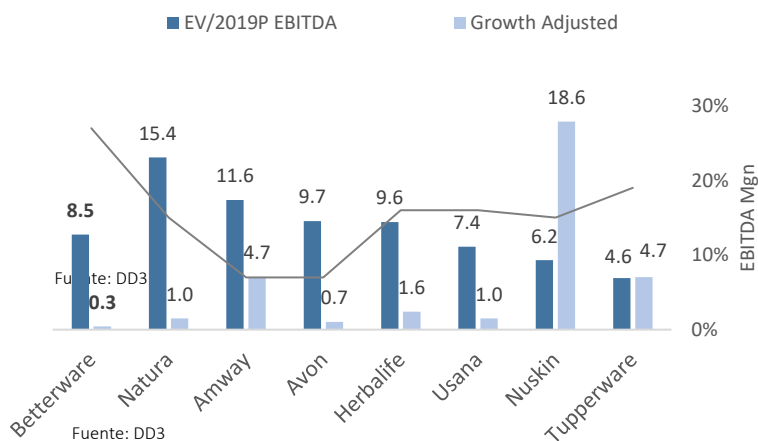
La fusión con el SPAC servirá para liberar flujo y flexibilizar el balance. La capacidad de alcanzar resultados, que se detalla en los párrafos anteriores, demuestra que BTWM tiene el potencial de crecimiento y eficiencia operativa reflejados en las proyecciones.

### 7. Interesantes múltiplos vs. pares

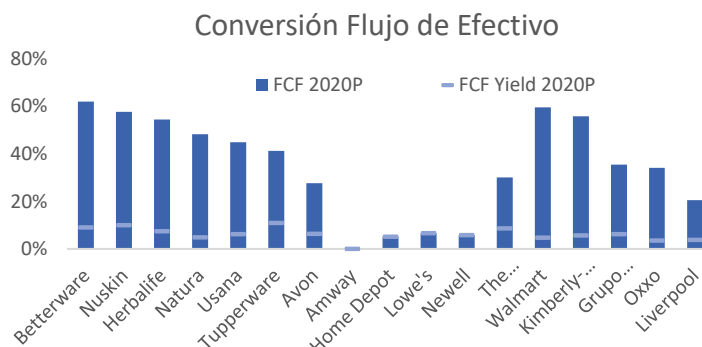
La transacción contra el SPAC DD3 implica un múltiplo de EV/EBITDA19P de 8.6x y EV/EBITDA20P de 7.0x, derivando en un valor estimado de la compañía de US\$367 millones. Asimismo, un rendimiento en flujo de efectivo y dividendos de 9.0% y 4.3% para 2020P, respectivamente.

Entre sus comparables de venta directa y minoristas en Estados Unidos y México, mantiene un margen EBITDA 2019P más alto y un múltiplo EV/EBITDA estándar para 2019P y 2020P de los más bajos. Sin embargo, al ajustar por crecimiento, la valuación resultante por dicho múltiplo es sin duda menor a todos sus pares; reflejando un múltiplo competitivo, de elevado atractivo.

### Comps Venta Directa EV/EBITDA



BTWM tiene la mayor conversión de flujo 2020P entre sus comparables:



## **8. Experiencia del Equipo Directivo.**

El Equipo Directivo suma más de 40 años en actividades estratégicas del sector minorista, el cual se apoya en la institucionalidad del Consejo de Administración, con más de 5 décadas en el sector financiero.

**Luis Campos (Presidente):** Presidente de Tupperware Americas (1994-1999); Presidente de Sara Lee House of Fuller México (1991-1993); y, Presidente de Hasbro México (1984-1990).

**Andrés Campos (Consejero y CEO):** Director Comercial de Betterware (2014-2018); Director de Estrategia y Nuevos Negocios de Betterware (2012-2014); Banca Corporativa Banamex (2005-2010); y, Auditor KPMG (2004-2005).

**José del Monte (CFO):** Director Regional de Banco Regional de Monterrey (2007-2019); Socio Fundador de Geltung Asesores (2001-2007); y, Director Regional de Banca Corporativa de Serfin (1996-2001).

**Fabián Rivera (COO):** Director de TI en Finamex (2012-2016); Consultor en Deloitte (2009-2012); y, Coordinador de Productos de Software en IBM (2006-2007).

## **Riesgos**

### **Incremento sustancial del comercio por internet**

Una de las tendencias más fuertes, hoy en día, es el comercio por internet, lo cual repercute directamente en el comercio tradicional. Una de las ventajas que tiene el denominado *e-commerce* sobre los minoristas tradicionales es ofrecerles a sus consumidores ofertas personalizadas basadas en el análisis de compras anteriores (elaborando un perfil de las preferencias de cada consumidor). Además, de las ventajas en tiempo, practicidad y comodidad que implica la compra en línea frente a las ventas tradicionales. Esta tendencia puede afectar el rendimiento de las ventas directas en caso de que sea mayor el número de personas que opten por comprar productos en internet.

Adicional al lanzamiento de la plataforma de *e-commerce* de Betterware, la empresa mitigará este riesgo a través de su modelo de inteligencia de negocios, mediante el cual realiza análisis de datos sobre las preferencias de los consumidores para mantener un constante desarrollo de productos innovadores que se anticipen a los cambios en las preferencias.

### **Disminución del poder adquisitivo de los consumidores**

Cualquier evento macroeconómico que pudiera afectar directamente la situación económica de la población, principalmente del segmento de ingresos medios, ya sea un incremento significativo en la inflación, una fuerte disminución en el poder adquisitivo, una recesión económica o un aumento de la tasa de desempleo, podría verse reflejado en una disminución en la demanda de BTWM.

### **Entrada de nuevos competidores.**

La entrada de nuevos competidores del mismo tamaño y fuerza representaría una disminución en la participación del mercado y, por ende, una disminución en los ingresos percibidos. Asimismo, en caso de que los competidores impusieran precios por debajo del mercado, repercutiría en el desempeño operacional y situación financiera de Betterware de México.

Sin embargo, las barreras de entrada de la industria son altas y esto dificulta la entrada de nuevos competidores. Además, la integración de BTWM, que deriva en una minimización de costos y una eficiente reducción de tiempos de diseño, producción y distribución hace sumamente complicado imitar el alcance de su modelo de negocio.

### **Pérdida de talento de la parte creativa**

La clave del éxito de BTWM se sustenta en gran parte en la innovación, diseño y calidad de sus productos, que le permiten tener la capacidad de ofrecer soluciones de manera anticipada a las necesidades del mercado. Por lo tanto, su equipo de diseño e innovación resulta fundamental en el negocio. Tal que, si dicho equipo se desintegrara o uniera a la competencia, u ocurriera cualquier otro suceso que derivara en la pérdida de la parte creativa, el modelo de negocio se vería en riesgo.

### **Importación y manufactura de productos**

La mayor parte de los productos que BTWM comercializa son manufacturados bajo supervisión en China. Sin embargo, existen riesgos inherentes a esta actividad que deberán tomarse en cuenta, como tipo de cambio, aranceles, políticas comerciales, entre otros.

### **Impuestos a la venta por catálogo**

El establecimiento de algún impuesto adicional sobre los ingresos que la red de Distribución recibe por la venta de productos, lo cual podría implicar un cambio futuro en el esquema actual de comisiones de BTWM, que podría derivar en menores incentivos a su canal de venta. No obstante, es importante mencionar que el modelo de negocios actual y las proyecciones se encuentran en línea con la miscelánea fiscal aplicable.

## Valuación

Con la finalidad de determinar un Precio Objetivo (PO) hemos utilizado las metodologías de valuación más comunes para un negocio en marcha. Con base en ello, aplicamos el método de flujo de efectivo descontado, así como múltiplos objetivo VE/UAFIDA y P/U, tomando en cuenta las siguientes variables:

Flujo de efectivo descontado (DCF, por sus siglas en inglés): Consideramos que la herramienta más adecuada para valuar a BTWM es este método, ya que con este él podemos reflejar cómo se estará viendo a la empresa en los siguientes años. Nuestro ejercicio base contempla la proyección del NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes + Depreciación & Amortización +/- Inversión en Capital de Trabajo - Inversiones de capital & intangibles*), para el periodo 2020 – 2030. A este método le otorgamos una ponderación de 60%.

DCF	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
NOPLAT	611	796	944	968	980	1,005	1,033	1,063	1,094	1,127	1,160
Depreciación y Amortización	76	61	65	66	68	70	72	74	76	78	81
Inversión en capital de trabajo	189	6	7	8	6	7	7	6	7	7	7
Inversión en capital y adquisiciones	(379)	(45)	(48)	(50)	(52)	(55)	(58)	(61)	(64)	(67)	(70)
<b>Flujo Libre de Efectivo (FLE):</b>	<b>498</b>	<b>819</b>	<b>968</b>	<b>992</b>	<b>1,001</b>	<b>1,027</b>	<b>1,054</b>	<b>1,083</b>	<b>1,113</b>	<b>1,145</b>	<b>1,178</b>
Valor Presente FLE Año 1-Año 10	5,889										
Crecimiento residual:	3.0%										
Valor del residual:	14,752										
Valor Presente del residual:	5,092										
Valor Presente Total:	10,981										
Deuda neta:	242										
Interés minoritario:	-										
Valor de capitalización implícito:	10,739										
Acciones en circulación:	36										
<b>Valuación Intrínseca DCF:</b>	<b>298.90</b>										

Fuente: Apalache

Con nuestras estimaciones se observa que el valor presente de la empresa (descontando la deuda neta y el interés minoritario) sería de Ps. 10,739 millones, respecto a los Ps. 7,221 millones actuales (considerando la última cotización de DDMX de Ps. 201.0), lo que implica que actualmente se encuentra cotizando con un descuento equivalente a 32.8% frente a la suma de sus flujos futuros.

Los principales supuestos para el cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) y del crecimiento residual fueron:

- ▲ Tasa libre de riesgo: Tomamos como referencia el rendimiento del bono soberano a 10 años en México, a la que le adicionamos la prima de riesgo país.

- ▲ Crecimiento residual: Suponemos que el crecimiento a perpetuidad estaría alineado a la expectativa de la inflación promedio esperada para los próximos 10 años, que en este caso la hemos ubicado en 3.0%.

Supuestos para el cálculo de la WACC	
Tasa libre de riesgo (M 10):	6.7%
Prima de riesgo sobre el capital:	4.0%
Beta:	0.75
Prima de riesgo ajustada por Beta:	3.0%
Prima de riesgo soberano:	2.2%
Costo capital accionario:	11.9%
Tasa libre de riesgo (M 10):	6.7%
Spread de crédito implícito:	6.0%
Prima de riesgo soberano:	2.2%
Costo de la deuda antes de impuestos:	14.9%
Tasa efectiva de impuestos:	30.0%
Costo de la deuda:	10.4%
Mezcla de deuda en estructura financiera objetivo:	45.5%
<b>WACC:</b>	<b>11.2%</b>
Crecimiento residual:	3.0%

Fuente: Apalache y distintas fuentes reconocidas

Cualquier variación en nuestros parámetros para calcular el costo ponderado de capital (WACC), que actualmente es de 11.2%, podría modificar nuestro precio objetivo, por ello sugerimos revisar nuestra matriz de sensibilidad a distintas tasas de crecimiento residual y WACC.

Múltiplos Objetivo: Actualmente las cuatro empresas más representativas del sector minorista y que están listadas en la BMV son Gsanbor, Kimber, Livepol y Walmex; y cotizan con múltiplos promedio ponderados VE/UAFIDA de 12.63x y P/U de 22.27x.

Múltiplos compañías internacionales		
Empresa	VE/UAFIDA	P/U
Avon	10.49	59.45
Herbalife	9.50	14.66
Home Depot	14.96	22.13
Lowe's	17.25	18.82
Natura	17.69	49.34
Nuskin	8.97	12.84
The Container Store	11.61	10.82
Tupperware	4.81	3.86
Usana	7.85	15.21
<b>Promedio</b>	<b>15.13</b>	<b>21.75</b>

Fuente: Bloomberg

Múltiplos compañías nacionales		
Empresa	VE/UAFIDA	P/U
Gsanbor	11.24	15.29
Kimber	14.75	28.12
Livepol	7.41	11.76
Walmex	14.11	25.53
<b>Promedio</b>	<b>12.63</b>	<b>22.27</b>

Fuente: BMV y las empresas

Sensibilidad del PO calculado por múltiplo: VE/UAFIDA Objetivo vs. Cambios en UAFIDA						
Cambios en UAFIDA	Escenarios múltiplo objetivo VE/UAFIDA					
		8.5x	9.5x	10.5	11.5x	12.5x
	5.0%	221.06	247.85	274.65	301.45	328.25
	2.5%	215.63	241.79	267.95	294.11	320.27
	<b>0.0%</b>	210.21	235.73	<b>261.25</b>	286.77	312.29
	-2.5%	204.79	229.67	254.55	279.44	304.32
	-5.0%	199.36	223.61	247.85	272.10	296.34

Sensibilidad del PO calculado por múltiplo: P/U Objetivo vs. Cambios en UPA						
Cambios en UPA	Escenarios múltiplo objetivo P/U					
		14.5x	15.5x	16.5	17.5x	18.5x
	5.0%	242.00	258.70	275.30	292.00	308.70
	2.5%	236.20	252.50	268.80	285.10	301.40
	<b>0.0%</b>	230.50	246.30	<b>262.20</b>	278.10	294.00
	-2.5%	224.70	240.20	255.70	271.20	286.70
	-5.0%	218.90	234.00	249.10	264.20	279.30

Fuente: Apalache

Por otra parte, y dado que BTWM será listada en el NASDAQ, hemos ubicado a 9 empresas similares que cotizan en los mercados de E.E. U.U. Dichas empresas actualmente están operando en promedio con un múltiplo VE/UAFIDA de 15.13x y P/U de 21.75x.

Con el objetivo de determinar un precio objetivo por múltiplos hemos tomado como referencia el promedio de las empresas listadas en la BMV y el de las empresas internacionales. Asimismo, y dado que es una nueva empresa en el mercado y aún no existe evidencia de su futura liquidez, estamos aplicando un descuento del 25% a ambos múltiplos

Con base en lo anterior, el precio estimado 12 meses de BTWM utilizando el múltiplo VE/UAFIDA sería de Ps. 261.25, mientras que al aplicar el múltiplo P/U éste se ubicaría en Ps. 262.20.

A estas metodologías le hemos asignado una ponderación del 20% para VE/UAFIDA y 20% para el P/U.

Anexamos también a este documento un análisis de sensibilidad a partir de diferentes niveles de múltiplos objetivo, así como en cambios en la UAFIDA y en utilidad neta.

Sensibilidad del PO calculado por DCF: Residual vs. WACC						
Escenarios para niveles de WACC	Escenarios de Crecimiento Residual					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	12.2%	253.50	259.30	265.80	273.00	281.10
	11.7%	267.20	273.90	281.40	289.80	299.30
	<b>11.2%</b>	282.40	290.20	<b>298.90</b>	308.90	320.10
	10.7%	299.30	308.40	318.70	330.50	344.00
	10.2%	318.30	329.10	341.30	355.30	371.70

Fuente: Apalache



De esta forma, estamos estableciendo el Precio Objetivo 12 meses (junio 2020) de la emisora en Ps. 284.0 por acción, con una recomendación de COMPRA. Lo anterior representa un rendimiento potencial esperado de 41.3%. Los múltiplos implícitos VE/UAFIDA 2019 E se ubica en 12.69x, y el P/U 2019 E en 21.12x.

Método de valuación	Precio	Pond.
DCF	298.90	60%
VE/UAFIDA objetivo	261.25	20%
P/U objetivo	262.20	20%
<b>Precio Objetivo (PO)</b>	<b>284.00</b>	<b>100%</b>
Precio actual	201.00	
Rendimiento potencial del PO	41.3%	
Rendimiento por dividendos	0.0%	
Rendimiento total esperado	<b>41.3%</b>	
<b>Recomendación:</b>	<b>COMPRA</b>	

Fuente: Apalache

Múltiplo	2018	2019 E	2020 E
<b>Valuación calculada con el PO:</b>			
VE/UAFIDA	17.35	12.69	10.23
P/U	30.65	21.12	16.31
P/VL	60.10	11.92	8.73
<b>Valuación calculada con el precio actual:</b>			
VE/UAFIDA	12.50	9.18	7.37
P/U	21.69	14.95	11.54
P/VL	42.54	8.43	6.18

Fuente: Apalache

## Industria de Ventas Directas al Consumidor

México es uno de los principales países dentro de la industria de Ventas Directas al Consumidor por el tamaño de su mercado, actualmente ocupa el 7° lugar en el mundo y representa una participación del 5% en el mercado global. Por su parte, Estados Unidos ocupa el 1<sup>er</sup> lugar con una participación del 18% y en 2<sup>do</sup> lugar se encuentra China con el 15%. De acuerdo con Euromonitor, el segmento de ventas directas en México tiene un valor de US\$7 mil millones, con un crecimiento promedio anual de 28.5% en los últimos 2 años. Las empresas líderes en el segmento son Andrea, Avon y Mary Kay con 14%, 9% y 9% de participación de mercado.

Este sector consiste en la comercialización directa de distintos productos, dichos productos son principalmente artículos para el hogar, artículos personales, cosméticos, artículos de limpieza, por mencionar algunos. Se caracterizan por no tener un lugar físico para realización de sus operaciones comerciales a menudeo, llevándose a cabo a través de representantes de ventas, normalmente incentivados para vender los productos a cambio de algún beneficio, ya sea pecuniario o en especie. Asimismo, es importante destacar que las ventas directas son un concepto distinto al comercio por internet, siendo la figura del representante de ventas el principal “diferenciador” que sustenta el negocio.

La importancia de esta industria radica en su contribución al fortalecimiento y desarrollo económico tanto a nivel macro como a nivel micro, al generar un importante número de empleos y representar una fuente de ingresos alternativa para el vendedor.

El modelo de negocio de esta industria permite convertir a los representantes de venta en emprendedores y brindarles la oportunidad de tener su propio negocio, del cual reciban beneficios directos. En consecuencia, las personas se sienten empoderadas y motivadas para ser más productivas y salir adelante.

Finalmente, respecto a la confianza del consumidor, el indicador de septiembre se ubicó en 44.7 pts., contra 41.7 pts. del año anterior. La disminución de la confianza del consumidor, desde febrero 2019, se debe al deterioro de sus componentes, derivado de la desaceleración en el crecimiento del PIB. Lo que supone una ralentización en la economía de los consumidores, que implica menores posibilidades de compra, aún, cuando segmentos D y C sean beneficiados por transferencias directas del gobierno federal, correspondientes a los nuevos programas sociales que entraron en vigor con la nueva administración del Presidente López Obrador.

## Historia: Betterware de México

### 1995

---

- ▲ Betterware, compañía inglesa con más de 50 años, llega a México.

### 2001

---

- ▲ Luis Campos, luego de ser Presidente en empresas como Tupperware, Sara Lee House of Fuller México y Hasbro México, adquiere la empresa e inicia la operación de Betterware de México.

### 2015 - 18

---

- ▲ Betterware mantiene una TACC de 45%, 37% y 41% en Distribuidores y Asociados, en Ingresos y EBITDA, respectivamente.

### 2019

---

- ▲ El SPAC listado en el NASDAQ "DDMX" acuerda la fusión con Betterware de México, convirtiéndose así en la primera empresa mexicana listada directamente en el NASDAQ.

# Declaraciones

## Sobre la información presentada

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

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

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

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

En algunos casos, las coberturas brindadas por Apalache Análisis son brindadas mediante el pago de una contraprestación, siendo este un servicio cargado al emisor. No obstante, Apalache Análisis cuenta con total imparcialidad y autonomía en la construcción de su modelo y emisión de opiniones.

Las coberturas de Apalache se llevan a cabo en grupos de análisis, teniendo la titularidad cada uno de los analistas involucrados, para asegurar la continuidad de las coberturas de los clientes, de acuerdo con los estatutos de Apalache.

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

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

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

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

Este reporte y su contenido son propiedad de Apalache y, con excepción de Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V., no puede ser reproducido o difundido sin consentimiento previo, y por escrito, de Apalache.