

## INDUSTRIA DE REFRESCOS: BAJO IMPACTO DEL ALZA DE IMPUESTOS; CONTINÚA LA EXPANSIÓN.

Abril 22, 2014

### Resumen ejecutivo

En los últimos años, la industria de refrescos ha experimentado una serie de retos: **la baja en el consumo como resultado de la desaceleración económica en Sudamérica y las condiciones recesivas en México, - considerando que la industria tiene una alta correlación positiva entre el crecimiento del PIB general y su desempeño en ventas-, así como también, la tendencia iniciada en México de aplicar impuestos a las bebidas azucaradas** y que han sido replicadas en Chile, Ecuador y Perú con propuestas ya en discusión en sus respectivos órganos legislativos.

Esperamos que las campañas de información sobre el consumo de azúcar y calorías se intensifiquen y que **las medidas fiscales se amplíen en el resto de la región como un efecto dominó.**

No obstante, lo que observamos para las embotelladoras mexicanas que tienen presencia en centro y Sudamérica inclusive, es que el efecto de dichos impuestos sea trasladado al consumidor final y que los volúmenes sean afectados ligeramente como sucede con un mercado inelástico. **Es por ello, que decimos que la industria de refrescos es una industria defensiva**, mucho más resiliente y puede proactivamente impulsar estrategias de precios por línea de productos o zona y/o de mercadeo como el “route-to-market” y las ventas directas al hogar de productos no retornables.

Asimismo, la industria enfrenta favorablemente la caída el precio de los principales insumos como son el azúcar, el aluminio y el PET.

Los temas clave para la industria de refrescos son:

1. **Tomar ventaja de la caída en los precios de los insumos** (principalmente el azúcar) porque los costos de transporte y distribución seguirán incrementándose, así como la necesidades de invertir en publicidad y mercadotecnia para estimular el consumo.
2. **Incrementar el consumo per cápita de bebidas carbonatadas.** Si bien México cuenta con el mayor consumo de bebidas carbonatadas y estas representan el 80% del portafolio de productos de las embotelladoras, **el consumo de las mismas se ha reducido 1-2% a tasa anual.**
3. **Capitalizar el resto de los segmentos del portafolio** de las embotelladoras como el agua embotellada, garrafón y agua mineral, así como bebidas energéticas, jugos y lácteos.
4. Ejecutar adecuadamente la mezcla de productos con mejoras en el portafolio frente a un verano excepcionalmente caluroso respecto años anteriores, -tanto meridional como septentrional-, así como el efecto en el consumo que implica la copa mundial de futbol de Brasil.
5. Enfoque en futuras adquisiciones: Las medidas para desincentivar el consumo afectarán el margen de maniobra de embotelladoras pequeñas y **esperamos una mayor concentración en la industria.**

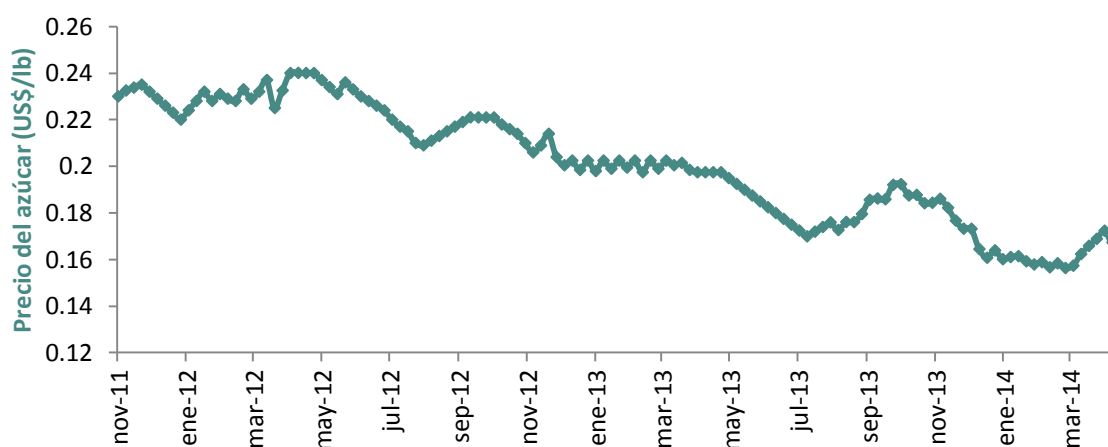
## 1. Tomar ventaja en los bajos precios de los insumos.

En primer lugar, consideramos la caída sostenida en el precio del azúcar afectado por el alza en los inventarios de los principales productores, (India y Brasil), que concentran más del 50% de la producción mundial.

**Durante 2013, el precio del azúcar se redujo un -25% desde enero del 2012, alcanzando un precio de US\$18 centavos por libra.**

De acuerdo a la Organización Internacional del Azúcar, (ISO por sus siglas en inglés), se proyecta un superávit sobre la demanda superior a los 8.6 millones de toneladas para la temporada 2012-13. Es decir, la producción global superó 180.4 millones de toneladas mientras que el consumo alcanzó un volumen inferior a las 172 millones de toneladas al cierre del 2013.

Gráfica 1: Precio internacional del azúcar



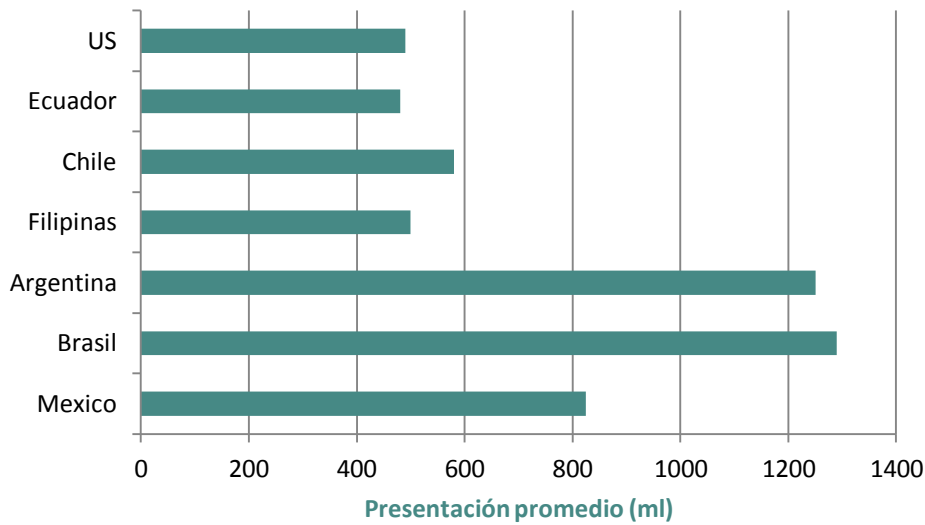
Fuente: International Sugar Organization

Aún y cuando el costo de la energía se incrementó durante 2014, los precios del aluminio y de la botella de PET se redujeron -14% y -12% respectivamente a/a; **Este último, que concentra más del 70% del producto envasado de bebidas carbonatadas, fue afectado por los niveles de inventarios en Asia que impulsaron a la baja el precio.**

El precio de la botella de PET se ubicó en US\$62 centavos por libra, cifra no observada desde finales del primer semestre del 2012. Las principales embotelladoras han realizado coberturas sobre los principales insumos, (commodities), para el resto del año con base en el nivel de precio observado al cierre del primer trimestre.



Gráfica 3: Mezcla de presentaciones de bebidas carbonatadas en México y Latinoamérica vs EE.UU.



Fuente: Euromonitor

### 3. Fortalecer el resto de los segmentos del portafolio y territorios.

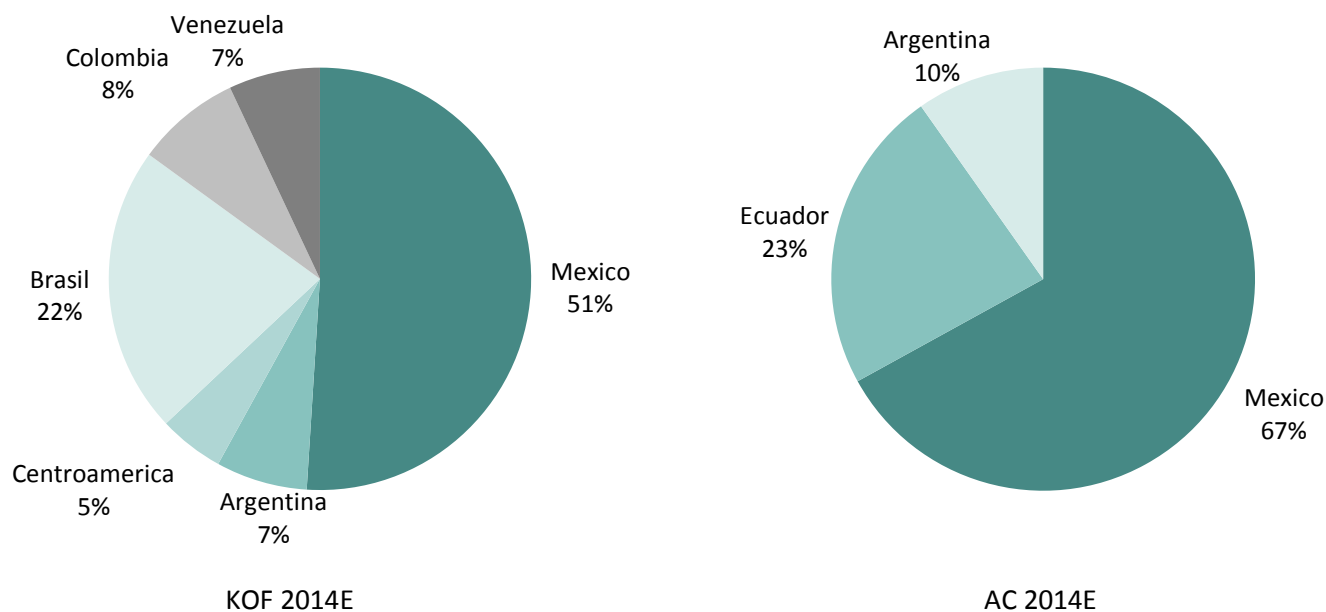
Los segmentos de Agua embotellada y bebidas no carbonatadas tienen tasas de crecimiento superiores en volumen entre 4% y 10% anual al cierre del 2013. **KOF reportó un crecimiento de 10 Y 12% respectivamente para ambos segmentos, mientras que AC tuvo crecimientos de 3 y 4%.** Cultiba reportó crecimientos de 4.4% en agua de garrafón, mientras que en dicho segmento KOF reportó un magro crecimiento inferior al 2% afectado por la proliferación en México de envasadoras tradicionales, (informales), de agua.

Las principales embotelladoras de refrescos tienen una participación en ventas fuera de México de 56% por parte de KOF y 75% por parte AC.

**Dadas las recientes adquisiciones, de Spaipa y Fluminense en Brasil por parte KOF y de Holding Tonicorp en Ecuador por parte de AC, esperamos que la participación de ventas en México siga reduciéndose en KOF y AC a 51% y 67% respectivamente.**

Por su parte CULTIBA, tiene el 100% de sus operaciones en México.

Gráfica 4: Ventas por país de KOF y AC



Fuente: Signum Research con datos de las empresas. (Incorpora el efecto de adquisiciones recientes).

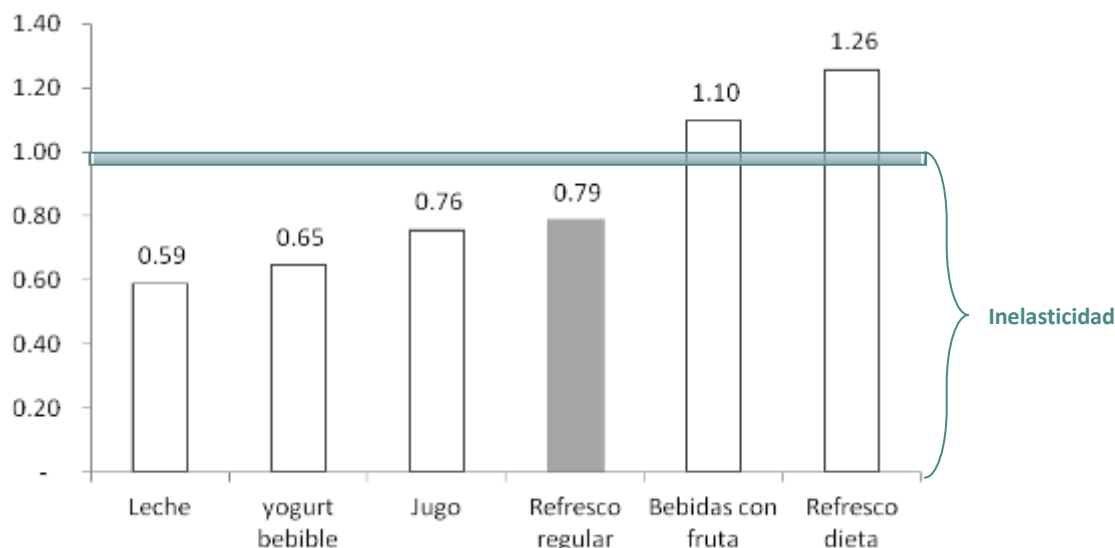
#### 4. Enfoque en futuras adquisiciones

El impacto de nuevos impuestos para disuadir el consumo de refrescos y combatir la obesidad, afecta en mayor medida, a las embotelladoras pequeñas que tienen menores márgenes que las embotelladoras grandes para enfrentarlo. **Esperamos una mayor concentración en México aunque el mismo efecto sucede en centro y Sudamérica.**

El alza en impuestos en bebidas carbonatadas regulares y otras bebidas azucaradas, -en el caso de refrescos en México a p\$1 por litro-, implica un alza superior al 16%, que es transferido en su totalidad al consumidor. **La industria de bebidas se caracteriza por tener una demanda inelástica** por lo que un incremento en precio reduce en menor medida el volumen total.

En el caso de refrescos regulares, un 10% de incremento, reduce 7.9% la demanda de acuerdo a diversos estudios. **No obstante, acorde a lo reportado por Coca Cola Company, la reducción en el volumen en México durante el primer trimestre del 2014 fue de digito bajo (menor a 5-6%).**

Gráfica 5: Elasticidad precio de la demanda en Bebidas



Fuente: Andreyeva, Long, et al. 2010.

## 5. Valuación

La industria se compone básicamente de las empresas que manufacturan los concentrados (Coca Cola Co. y Pepsico) y las empresas embotelladoras (KOF, AC y CULTIBA). **Considerando que las embotelladoras son intensivas en Capital/deuda, y por tanto, están menos apalancadas, el múltiplo Valor empresa/EBITDA es una mejor métrica** comparada con el valor de capitalización / utilidad neta (PU). **La industria se maneja en un rango de 8-12x en línea con los múltiplos históricos.**

**Las embotelladoras tienden a ser más volátiles que las que manufacturan los concentrados** por su exposición a los costos de energéticos y de empaque. Este reporte se concentra en las embotelladoras bajo una valuación de flujos descontados, de tal manera que podamos entender el crecimiento real reportado por las mismas.

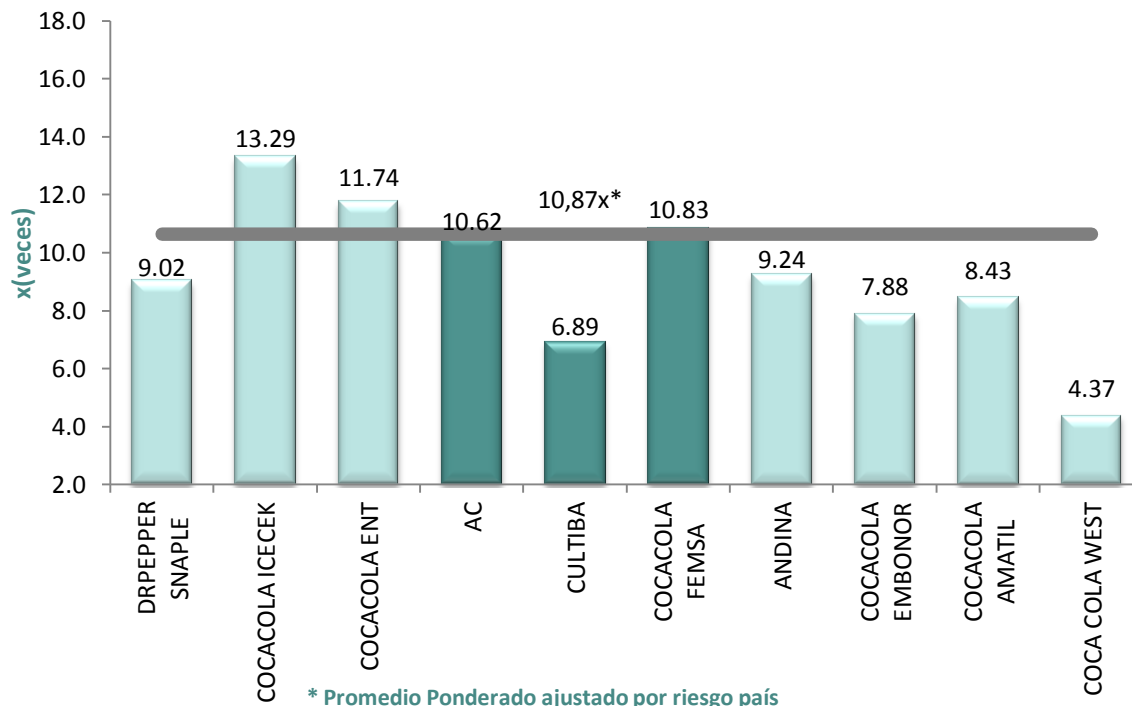
Tabla 1: Indicadores de embotelladoras.

KOF	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>Crecimiento</b>					
Ventas	20.5%	19.9%	5.6%	7.9%	8.0%
EBITDA	18.9%	20.2%	18.9%	8.9%	7.5%
<b>Márgenes</b>					
EBITDA	20.0%	18.9%	18.3%	18.5%	18.9%
<b>Valuación</b>					
EV/EBITDA	10.5x	14.0x	10.8x	10.7x	9.2x

AC	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>Crecimiento</b>					
Ventas	15.6%	10.4%	7.3%	14.5%	15.0%
EBITDA	12.6%	17.5%	13.9%	15.9%	17.0%
<b>Márgenes</b>					
EBITDA	18.8%	20.0%	21.2%	21.5%	21.8%
<b>Valuación</b>					
EV/EBITDA	10.0x	12.5x	10.6x	9.7x	8.2x
CULTIBA	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>Crecimiento</b>					
Ventas	73.6%	120.9%	4.6%	5.5%	5.2%
EBITDA	0.5%	312%	22.4%	12.9%	18.0%
<b>Márgenes</b>					
EBITDA	5.0%	7.7%	8.8%	9.3%	10.0%
<b>Valuación</b>					
EV/EBITDA	13.7x	10.3x	6.9x	5.5x	4.8x

De las tres embotelladoras vemos mejor posicionada a **Arca Continental (AC)** debido a su capacidad para ejecutar su estrategia de precios en México y su portafolio diversificado con menor exposición cambiaria respecto del volumen total de sus operaciones, a su vez, el múltiplo actual se ubica por debajo de la industria.

Gráfica 5: Múltiplos de VE/EBITDA de la industria de refrescos



Fuente: Signum Research con datos de Bloomberg

## ARCA CONTINENTAL, S.A.B. DE C.V.

(AC, P.O. 2014-IV: P\$89.45, COMPRA)

Estimados



(Millones)	2014-I E	2014 E
<b>Ingresos totales</b>	14,576	69,081
<b>% a/a</b>	9.0%	14.5%
<b>EBITDA</b>	2,748	14,852
<b>% a/a</b>	11.4%	15.9%
<b>Margen EBITDA</b>	18.8%	21.5%

- **Vemos a Arca Continental mejor posicionada para enfrentar la debilidad en el consumo producto de las medidas fiscales adoptadas para contener el consumo de refrescos. Ajustamos nuestra recomendación de MANTENER a COMPRA con un precio objetivo al cierre del 2014-IV de P\$89.45**
- Estimamos un incremento en ventas de 9.0% en el 2014-I, dada el alza en los precios producto de las medidas fiscales transferidas en su totalidad al consumidor final y con una contracción en el volumen de dígito bajo en México.
- Asimismo, incorporamos la adquisición de la compañía de lácteos Holding Tonicorp que incrementará el nivel de ventas y margen EBITDA en un 6% y 7% respectivamente.
- Estimamos ingresos superiores a los p\$14,576 millones durante 2014-I, es importante mencionar que el volumen se verá afectado comparativamente a 2013 ante el efecto calendario de semana santa.
- **Con ello, esperamos EBITDA cercano a los \$2,750 millones en el 2014-I, un crecimiento de +11.4% a/a.**
- Estimamos que el crecimiento de Margen EBITDA se mantendrá hasta la segunda mitad del año.



## COCA COLA FEMSA, S.A.B. DE C.V.

(KOF, P.O. 2014-IV: P\$161.75, COMPRA)



Estimados

(Millones)	2014-I E	2014 E
Ingresos totales	36,772	168,292
% a/a	9.6%	7.9%
EBITDA	6,395	31,134
% a/a	11.3%	8.9%
Margen EBITDA	17.2%	18.5%

- Consideramos que el impacto de la reforma fiscal en México así como los efectos cambiarios de sus operaciones en Venezuela y Argentina, y las adquisiciones en efectivo en Brasil ya están descontados por el mercado.
- Lo que esperamos para el 2014 es crecimiento, toda vez que el impacto en el volumen del alza de impuestos en México esperamos sea inferior al -5% y que se lograron consolidar las operaciones en Brasil, asimilando el mercado por parte de la empresa y ejecutando su portafolio de productos.
- Estimamos un incremento en ventas de +9.6% a/a y EBITDA de +11.3% incorporando las adquisiciones brasileñas de Spaipa y Fluminense.
- Si bien un verano más caluroso en Brasil y el inicio de los promocionales del mundial de Fútbol apoyan, también el resultado es afectado comparativamente ante el efecto calendario de semana santa.
- **Modificamos nuestra recomendación a COMPRA con un precio objetivo de \$161.75 al cierre del 2014-IV**
- Dentro de los riesgos que observamos es la manera en que en un futuro utilizará su fuerte posición de flujo de efectivo durante el año.

## CULTIBA, S.A.B. DE C.V.

(CULTIBA, P.O. 2014-IV: P\$27.67, COMPRA)



Estimados

(Millones)	2014-I E	2014 E
<b>Ingresos totales</b>	8,274	35,289
<b>% a/a</b>	6.0%	5.5%
<b>EBITDA</b>	689	3,292
<b>% a/a</b>	13.5%	12.9%
<b>Margen EBITDA</b>	8.3%	9.3%

- **CULTIBA mantiene las menores proyecciones de crecimiento en Ventas y EBITDA para el 2014, por lo que mantenemos el precio objetivo al inicio de la cobertura en febrero pasado.**
- Estimamos un crecimiento de 6% y 13.5% en ingresos y EBITDA para el 2014-I
- El alza de impuesto puede tener un impacto positivo con un efecto sustitución entre las marcas de refresco, aunque las diferencias de precios entre Coca Cola y Pepsi se han reducido a un nivel de 10-15% vs un diferencial histórico de 25%.
- Esperamos que las estrategias de expansión y mercadeo en el territorio nacional rindan frutos a partir del 2014-I, por lo que esperamos crecimientos de margen EBITDA hacia el cierre del 2014-IV.
- **Mantenemos nuestra recomendación de COMPRA y precio objetivo de p\$27.67 al 2014-IV.**

### Analista

**Alberto Carrillo**

alberto.carrillo@signumresearch.com

**Directorio**

**Héctor Romero**  
Director General  
hector.romero@signumresearch.com

**Analistas**

**Carlos Ugalde**  
Gerente de Análisis / Grupos Financieros e Instituciones de Seguros  
carlos.ugalde@signumresearch.com

**Cristina Morales**  
Analista Bursátil Sr. / Comercio Especializado y Autoservicios  
cristina.morales@signumresearch.com

**Julio C. Martínez**  
Analista Bursátil Sr. / Minería, Acero, Conglomerados Industriales y Energía  
julio.martinez@signumresearch.com

**Alberto Carrillo**  
Analista Bursátil Sr. / Consumo, Alimentos y Bebidas  
alberto.carrillo@signumresearch.com

**Jorge González**  
Analista Técnico Sr.

**Armando Rodríguez**  
Analista Bursátil Jr. / FIBRAS y Sector Inmobiliario  
armando.rodriguez@signumresearch.com

**Javier Romo**  
Analista Bursátil Jr. / Aerolíneas, Aeropuertos e Infraestructura  
javier.romo@signumresearch.com

**Homero Ruíz**  
Analista Bursátil Jr. / Telecomunicaciones y Medios  
homero.ruiz@signumresearch.com

**Ana María Tellería**  
ana.telleria@signumresearch.com

**Diseño**

**Julieta Martínez**  
Diseño Editorial  
julietta.montano@signumresearch.com

S M E \* 22/04/14

1 2 3 4 5

**CLAVE DEL REPORTE**

(1) ENFOQUE	S = Sectorial E = Económico Rf = Renta fija Nt = Nota técnica M = Mercado Em = Empresa
(2) Geografía	M = México E = Estados Unidos L = Latino América G = Global
(3) Temporalidad	P = Periódico E = Especial
(4) Grado de dificultad	* = Básico ** = Intermedio *** = Avanzado
(5) Fecha de publicación	DD/MM/AA

Este documento y la información, opiniones, pronósticos y recomendaciones expresadas en él, fue preparado por Signum Research como una referencia para sus clientes y en ningún momento deberá interpretarse como una oferta, invitación o petición de compra, venta o suscripción de ningún título o instrumento ni a tomar o abandonar inversión alguna. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin notificación previa. Signum Research no asume la responsabilidad de notificar sobre dichos cambios o cualquier otro tipo de actualización del contenido.

Los contenidos de este reporte están basados en información pública, disponible a los participantes de los mercados financieros, que se ha obtenido de fuentes que se consideran fidedignas pero sin garantía alguna, ni expresan de manera explícita o implícita su exactitud o integridad.

Signum Research no acepta responsabilidad por ningún tipo de pérdidas, directas o indirectas, que pudieran generarse por el uso de la información contenida en el presente documento.

Los documentos referidos, así como todo el contenido de www.signumresearch.com no podrán ser reproducidos parcial o totalmente sin la autorización explícita de Signum Research S.A. de C.V.