

2014 UN PANORAMA MÁS CONSERVADOR

Tras la aprobación de la reforma fiscal a finales de octubre de 2013 y preocupados por el impacto que pudiera llegar a tener el impuesto adicional a refrescos, realizamos un estudio de sensibilidad, resultando en que por su penetración en el 99% de los hogares y su gran arraigo cultural en México, el consumo de estos productos se vería poco afectado por el impuesto. Sin embargo los últimos reportes trimestrales mostraron una mayor afectación resultado de la debilidad generalizada en el consumo interno. Si bien, hacia la segunda mitad de 2014 se espera una recuperación en este ámbito, consideramos que los mayores impuestos a refrescos impactarán los resultados del sector no por un tema de elasticidad sino por el de la existencia de productos sustitutos como las marcas de menor precio.

AJUSTAMOS VENTAS Y EBITDA: MEJORA EN MARGEN A MENOR RITMO

Tras anticipar un escenario más cauteloso en 2014 para el mercado mexicano, estamos revisando a la baja nuestro estimado en Ventas de 3.5% a 2.0%. En cuanto al Ebitda, disminuimos de 18% a 12.1% resultado de un menor estimado en Ventas y tras incorporar a nuestro modelo los resultados del 4T13 los cuales fueron menores a los estimados y por debajo de su guía de crecimiento en cuanto a la cifra anual. La desaceleración en el consumo interno durante el 2013 presionó el desempeño a nivel operativo de la empresa el cual resultó menor al anticipado. Derivado de ello, para 2014 esperamos un escenario mucho más conservador en el plan de mejora en la rentabilidad en la empresa. En este último caso la emisora esperaba alcanzar un margen Ebitda cercano a 12.5% para 2015, lo cual no vemos sino hasta 2016.

IMPACTO: REVISIÓN EN PO2014 DE P\$31.0 A P\$26.6

Derivado de lo anterior estamos ajustando nuestro precio Objetivo 2014 de P\$31.0 a P\$26.0, el cual implica un potencial de 41.6% vs. 21.5% del IPyC. Cabe destacar que el nuevo PO 2014 es el resultado de una valuación por Múltiplos y DCF (ver detalle Pág. 2).

VALUACIÓN ATRACTIVA LP

Si bien la valuación por FV/Ebitda resulta en un múltiplo justo de 9.7x al ya incorporar la situación actual, por P/BL el múltiplo de 1.2x presenta un descuento de 55.1% con respecto de sus comparables en México siendo este un nivel muy atractivo. Por P/E el múltiplo presenta un alto nivel temporal por lo que mantendrá una tendencia de abaratamiento en los próximos trimestres traducándose en una continua mejora en su valuación.

NO POR AHORA

Precio Objetivo '14 P\$ 26.6

RESUMEN

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

Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	18.8	38,671
P. O. 2014	26.6	47,000
Var % (Nominal)	41.6%	21.5%
Diferencia	20.0ppt	

Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	18.79 - 36.84
Market Cap (US\$ mn)	1,019
Free Float	70%

Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ventas	4.6%	2.0%	4.0%
Ebitda	23.0%	12.1%	15.6%
FV/Ebitda	9.4	8.2	6.3
Mg Ebitda	8.8%	9.7%	10.8%
UN/Ebitda	8.1%	16.8%	16.5%

"A veces cuesta mucho más eliminar un solo defecto que adquirir cien virtudes"
Jean de la Bruyère

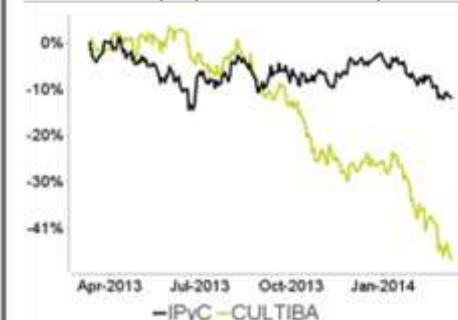
Jose Maria Flores.
jfloresb@vepormas.com.mx
56251500 ext.1451

Marzo 11, 2014

ESTRATEGIA BX+

BX+CAP	En IPyC	Condición
0.0%	0.0%	No por ahora

Cultiba vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg

CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA

5 TIEMPO ESTIMADO DE LECTURA (min)

OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa

PRECIO OBJETIVO 2014 P\$ 26.6.

Nuestro P.O 2014 de P\$26.6, es el promedio de 2 métodos de valuación a fin de incorporar tanto el momento actual (valuación por múltiplos) así como las estimaciones de los próximos años (valuación DCF).

VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

Para nuestro PO 2014e realizamos un ejercicio de valuación por múltiplos en donde asumimos un múltiplo FV/Ebitda de 9.7x que implica un descuento de 12.6% vs. el promedio del sector de refrescos en México de 10.7x por la diferencia de 10.6ppt en el margen con respecto a KOF y AC (19.4% vs. 8.8%) y prácticamente en el mismo nivel actual al ya incorporar la situación actual, por este método el PO es P\$26.0.

	Ventas 2013	Ebitda 2013	Ventas 2014e	Ebitda 2014e	FV/Ebitda	P/E	P/BV
Arca Continental	7.4%	13.8%	5.0%	7.3%	10.4	19.3	3.0
Coca-Cola Femsá	5.5%	5.5%	7.0%	11.4%	10.9	22.8	2.4
Promedio	6.4%	9.7%	6.0%	9.4%	10.7	21.1	2.7
Cultiba	4.6%	23.0%	2.0%	12.1%	9.4	59.4	1.2
vs. Promedio	-1.9ppt	13.4ppt	-4.0ppt	2.7ppt	-12.4%	181.9%	-55.1%

Fuente: Elaboración propia con estimados propios para Cultiba y de consenso para las comparables

VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJO DE EFECTIVO

Por Flujos Descontados a valor presente "DCF" el PO' 14e determinado es de P\$27.2 Para determinar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 7.2%, utilizamos un costo ponderado de la Deuda de 2.8% y un costo de capital de 8.5%. En este último caso, utilizamos un bono a largo plazo de EUA (3.6%) más el Riesgo País de México (1.6%), un premio por riesgo mercado de 5.5% y una Beta de 0.59. Asumimos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1.5%. **Bajo este método de valuación, el PO 2014 es de P\$27.2**

Cultiba- Valuación por DCF (P\$mn)					
Concepto	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Flujo Libre de Efectivo	1,140	1,268	1,405	1,555	1,720
DCF	1,063	1,103	1,140	1,176	1,213
Flujos Eftvo.	5,695				
Perpetuidad	18,157				
(-) Deuda Neta	4,359				
Valor Justo Capital	19,494				
			Acciones en circulación (mn)		718
			Valor por Acción (P\$)		27.17

Fuente: Elaboración propia con estimados propios

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

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

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

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

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

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

Categorías y Criterios de Opinión

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



Directorio

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

