

AC*

Reporte de Empresa

23 de agosto 2013

Con Lácteos en Ecuador... ¡Es Compra!

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

Marisol Huerta Mondragón
Comerciales/Alimentos/Bebidas
Marisol.huerta.mondragon@banorte.com.

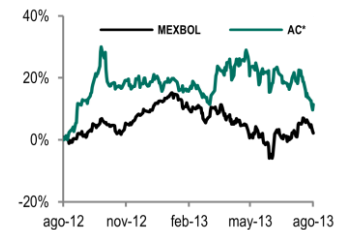
- Arca Continental firmó un acuerdo para adquirir mayoría accionaria (87%) de la empresa de lácteos Tonicorp en Ecuador.
- Tonicorp generó ventas anuales al cierre de 2012 de US\$308m y un EBITDA de US\$38m. Consideramos que AC estaría pagando por esta operación un múltiplo a ventas de 1.2x, en línea con las transacciones recientes que ha realizado Arca.
- El precio de la acción de AC se ha caído 9.2% en el último mes. Dos factores nos explican esos niveles: a) La disminución en la ponderación de la muestra del IPC de 1.75% a 1.44% y el ruido que esta generando un posible IEPS al sector.
- Nos mantenemos positivos respecto a los fundamentales de la compañía y tras el ajuste que ha sufrido subimos nuestra recomendación a COMPRA

COMPRA

Precio Actual	P\$90.45
PO2013	P\$108.50
Dividendo	P\$1.50
Máximo - Mínimo 12m	105.9 - 78.9
Valor de Mercado (US\$m)	11,180
Acciones circulación (m)	1,611
Flotante	16.5%
Operatividad Diaria (P\$m)	96.6

Adquiere empresa de lácteos en Ecuador. Arca Continental anunció que llegó a un acuerdo con los accionistas mayoritarios de Holding Tonicorp para adquirir su participación en la empresa, líder en productos lácteos de alto valor agregado en Ecuador; la participación en cuestión asciende a 87%, el restante 13% se encuentra en el mercado Tonicorp registró ventas por US\$308m y EBITDA de US\$38m al cierre de 2012. Con base a estos números la operación representaría un incremento de 7.2% a las ventas de ArcaContal y de 4.4% en EBITDA. Consideramos que la operación podría concretarse a un múltiplo a ventas de entre 1.0 y 1.2x, lo cual se encuentra en línea con las adquisiciones que ha realizado Arca recientemente en el segmento de botanas (Inalecsa con sede en Ecuador). Cabe mencionar que la compañía no proporcionó detalles de la forma en la que sería financiada la operación. No obstante, si revisamos los números, tenemos que al cierre del 2T13 AC reportó

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	43,950	56,219	63,943	66,093
Utilidad Operativa	5,739	8,433	10,404	11,645
EBITDA	7,735	11,248	13,094	14,591
Margen EBITDA	17.60%	20.01%	20.48%	22.08%
Utilidad Neta	4,277	5,012	3,302	7,179
Margen Neto	9.73%	8.92%	5.16%	10.86%
Activo Total	60,145	63,546	72,333	68,476
Disponible	3,298	2,609	9,851	3,952
Pasivo Total	21,187	22,575	27,889	32,446
Deuda	11,563	11,333	15,328	18,328
Capital	36,236	38,402	44,444	48,325

Múltiplos y razones financieras

	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	14.2x	17.1x	14.2x	12.1x
P/U	27.8x	28.0x	53.1x	24.4x
P/VL	2.6x	4.1x	4.2x	4.1x
ROE	11.80%	13.43%	7.92%	16.84%
ROA	7.11%	8.10%	5.67%	6.73%
Deuda Neta/EBITDA	1.1x	0.8x	1.0x	0.3x
Deuda/Capital	0.3x	0.3x	0.4x	0.4x

efectivo por (P\$4,471m), asumiendo que la compañía financiará al 100% esta operación la razón de deuda total a EBITDA pasaría de 1.2x a 1.5x, lo que en nuestra opinión no representa un fuerte ajuste. Por otra parte, estimamos que el múltiplo EV/EBITDA pudiera ubicarse en niveles cercanos a 9.0x, nivel atractivo si se consideran el múltiplo EV/EBITDA conocido del sector bebidas de 13.5x y 13.3x de AC.

Tonicorp empresa líder en el sector de lácteos. Con más de 40 años de trayectoria, Holding Tonicorp es uno de los grupos empresariales más importantes en el sector de consumo en Ecuador. Cuenta con una plantilla de más de 3,000 colaboradores y está integrado por empresas líderes en dicho país como son: Industrias Lácteas Toni, Plásticos Ecuatorianos, Dipor y Heladosa. La empresa produce lácteos de alto valor agregado y otras bebidas bajo la marca Toni, helados con alto contenido lácteo bajo la marca Topsy, envases y contenedores plásticos dirigidos al mercado industrial y de consumo masivo, y cuenta con una sólida plataforma de comercialización y distribución.

Fuerte participación de mercado. Tonicorp se ubica como una empresa líder en el segmento de lácteos con una participación superior al 80% en este segmento: Se considera que el 70% es en yogurt, 80% en leche, 92% en quesos y 95% en gelatina. Cuenta con 90 mil puntos de venta.

Transacción positiva que generará sinergias. Consideramos que la noticia es positiva una vez que le permitirá a Arca tener una posición competitiva en dicho mercado, además de que representa sinergias de distribución al lograr incorporar al portafolio de Arca Continental en Ecuador (mercado en el que actualmente opera con 603 rutas de distribución y 184,000 puntos de venta), las marcas, productos y servicios de Industrias Lácteas Toni, Helados, Plásticos Ecuatorianos y Dipor, dedicadas a la producción de lácteos de alto valor agregado. La contribución en ingresos para AC con base a los números de Tonicorp al cierre de 2012, sería de alrededor de 7% y 4% a nivel de EBITDA. Estaremos revisando nuestro modelo y quizá con él nuestro PO una vez que se concrete la operación en Ecuador, aunado a que contemos con más detalles en la operación y el monto en sinergias que contemplaría la compañía.

Por el momento, reiteramos PO2013 en P\$108.50

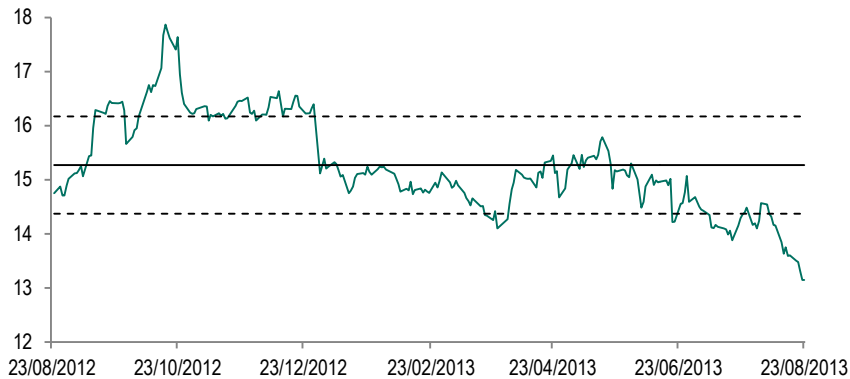
Pero...subimos recomendación a COMPRA. No obstante, estamos subiendo nuestra recomendación a COMPRA desde MANTENER, una vez que nos estamos positivos respecto a los fundamentales de la compañía bajo el escenario actual. Creemos la baja de 9.2% que hemos observado en el precio de la acción principalmente en el último mes y tras su reporte del 2T13, responde a factores exógenos como son: a) La disminución en la ponderación de la muestra del IPC de 1.75% a 1.44% (efectiva el próximo 2 de septiembre) así como el ruido que esta generando en el sector un posible IEPS al sector.

Consideramos el tema de IEPS como un factor de riesgo no sólo para la compañía, sino para el sector en general, no obstante no estamos haciendo ningún señalamiento hasta tener mayor certeza de que este u algún otro impuesto sea aprobado.

Cabe señalar que el tema de un gravamen especial para el sector de bebidas no es nuevo, cada año se pone en la mesa de discusión pero al final se ha quedado solo en discusión sin ser aprobado.

AC: FV/EBITDA

(promedio U12m)



Valuación. Nuestro precio objetivo de P\$108.50 representa un rendimiento de 22.3%, en relación al precio de cierre del 22 de agosto (P\$88.71). La baja en el precio que ha tenido AC* de 9.2% en el último mes (de un precio de P\$97.05 a P\$90.4) comparado con el avance de 0.5% del IPC en el mismo periodo, han abaratado su valuación, aunque como señalamos de la parte operativa y fundamental seguimos optimistas respecto a esta emisora

Comparativo sectorial. Respecto a sus comparables, dado el ajuste que ha sufrido el precio de la acción de Arca los múltiplos de la empresa se encuentra similares a los de sus principales competidores.

Valuación Relativa

	P/VL	P/U	P/U 2013e	P/U 2014E	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2013E	VE/EBITDA 2014E	Deuda netal/EBITDA	Margen EBITDA	Margen Operativo	VENTAS 2013*	EBITDA 2013*	Margen EBITDA
KOFL mm equity	3.4x	27.1x	25.4x	21.6x	13.6x	12.8x	11.4x	0.6x	19.2%	15.0%	12,889.2	2,571.0	19.9%
AC* MM EQUITY	3.7x	26.2x	22.4x	19.4x	13.3x	12.2x	11.0x	0.8x	20.3%	15.9%	5,121.7	1,099.6	21.5%
CULTIBAB mm equity	2.0x	90.6x	31.0x	17.7x	14.1x	10.9x	7.7x	2.0x	7.9%	1.1%	3,005.4	362.0	-
FEMSAUBD MM EQUIT	2.9x	21.8x	23.2x	19.8x	13.1x	12.2x	10.7x	0.3x	15.7%	12.2%	21,680.8	3,563.4	16.4%
Promedio					13.5x	12.0x	10.2x		15.8%	11.1%			
andinaa ci equity	2.1x	19.0x	15.4x	13.1x	12.1x	9.6x	8.7x	1.2x	16.5%	11.6%	3,075.9	565.1	18.4%
Promedio					12.1x	9.6x	8.7x		16%	12%			
ESTADOS UNIDOS													
ko us EQUITY	4.9x	18.6x	18.0x	16.5x	14.1x	13.2x	12.2x	1.2x	26.4%	22.2%	50,760.7	14,529.3	28.6%
cce us EQUITY	3.0x	13.9x	13.5x	11.9x	8.8x	8.4x	7.9x	2.1x	16.0%	11.9%	8,477.3	1,420.5	16.8%
pep us EQUITY	5.0x	16.4x	16.9x	15.5x	10.9x	10.4x	9.8x	1.9x	18.0%	13.9%	68,189.0	13,137.5	19.3%
dr peper	3.9x	14.7x	14.7x	13.6x	8.7x	8.6x	8.3x	1.8x	22.0%	17.9%	6,184.2	1,378.0	22.3%
Promedio					10.6x	10.2x	9.6x	1.7x	23.9%				20.7%
EUROPA													
eeek ga EQUITY	2.1x	28.2x	21.5x	17.8x	9.2x	9.1x	8.1x	1.9x	12.3%	6.8%	9,316.5	1,245.4	13.4%
ccl au eQUITY	4.9x	14.6x	17.5x	16.1x	na	10.1x	9.3x	na	na	13.0%	7,035.5	1,581.5	22.5%
Promedio					9.2x	9.6x	8.7x	1.9x					18.2%
Asia													
Coca Cola West	0.9x	13.2x	12.4x	22.1x	5.9x	5.7x	5.0x	0.1x	9.9%	3.8%	4,477.7	473.7	10.6%
lotte Chilsung Beverage	0.7x	20.7x	#N/A	#N/A	8.6x	7.8x	7.1x	1.9x	12.4%	7.7%	2,167.6	270.1	12.5%
Pepsi philipinas	3.1x	24.7x	21.4x	18.4x	7.5x	8.4x	7.2x	0.4x	14.8%	6.2%	563.4	73.4	13.0%

Fuente: Bloomberg; * millones de dólares

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermosillo Bernal, 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 y Juan Ignacio Neri, 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 certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento

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.