

# CULTIBA

## Oferta Pública de Acciones REPORTE DE CIRCULACION INTERNA

### Pepsi... iviene recargada!

Cultiba (antes Geupec) es una empresa integrada de bebidas no alcohólicas en México. Es el embotellador exclusivo de las marcas de PepsiCo en el país, marca que ocupa el segundo lugar en participación de mercado en México. Participa en el negocio de venta de agua de garrafón (Epura, Santorini Elektropura) y es el mayor distribuidor en México con una participación de mercado de 18%, de acuerdo con Canadean. Adicionalmente se dedica a la producción azúcar y productos relacionados; es el tercer productor privado en el país, respecto a su volumen combinado de ventas.

### Oferta Pública: aplicará para pago de deuda e inversiones.

Cultiba planea llevar a cabo una Oferta Pública Mixta global de acciones ordinarias (primaria y secundaria por un monto total de US\$310 y hasta US\$3500m, incluyendo sobreasignación. Los recursos obtenidos en la porción primaria se destinarán al pago de la totalidad de un crédito sindicado otorgado por Rabobank y Banorte así como para el cumplimiento de inversiones de capital en base a objetivos corporativos.

### Una historia reciente de consolidaciones

Cultiba es una historia reciente de consolidaciones. Hasta hace un año la división de bebidas de Cultiba operaba a través de GEUSA, adquirida en 1986, siendo el segundo embotellador del sistema Pepsi en México. El 30 de septiembre de 2011, realiza un contrato de co-inversión con PepsiCo y Polmex mediante el que se integraron las operaciones de GEUSA, PBC y Gatorade, creando la principal y única compañía de bebidas con cobertura y presencia nacional de la marca Pepsi que conocemos hoy. Tras esta operación la nueva compañía, Grupo Gepp, detenta un 51% del capital social de CULTIBA, Polmex tiene 29% y PepsiCo 20%.

### Un dulce acuerdo

Previo a las fusiones en el segmento de bebidas, el 1 de mayo de 2011, CULTIBA adquirió los negocios azucareros de GAM y CONASA. Como consecuencia de dicha fusión, CULTIBA es propietaria de tres ingenios azucareros y es titular de una participación del 49% en un cuarto ingenio azucarero. La empresa se ubica como el tercer productor independiente de azúcar en el país.

### Fortalezas

Al consolidar los negocios de bebidas y de azúcar durante los últimos 18 meses, Cultiba ha sentado las bases para potencializar su crecimiento y generar valor adicional derivado de: a) mejoras en rentabilidad. Se esperan sinergias por US\$70m de las cuales el 50% ya se ha capturado simplemente de la fusión por el lado de costos con los negocios integrados, adicionalmente se generaran US\$30m que provendrían de estrategias de producción y operativas; b) Ganancias de participación de mercado, al ubicarse como el único embotellador de Pepsi a nivel nacional podrá tener un mayor control sobre las marcas y definir eficientemente la estrategia de reposicionamiento para cada una de ellas; c) Concentración de marcas en el segmento de agua de garrafón y estrategia de servicios que le permitirá mantener el liderazgo frente a la competencia; d) nuevos segmentos de negocio en bebidas no carbonatadas en segmentos que tienen un fuerte potencial de crecimiento como es el caso de jugos con la asociación con Jumex, e) áreas de creación de valor en el segmento de producción de azúcar (cogeneración), y e) mejora en su estructura financiera, tras la liquidación de pasivos.

### Debilidades

El mercado de bebidas carbonatadas en México es un negocio fuertemente competido, el valor mercado en 2011 fue de US\$12,600m, cada punto de participación de mercado equivale a ventas de US\$126m, que pelean embotelladores tanto de Coca Cola, que tiene una fuerte presencia en el mercado, como embotelladores de marcas regionales, o secundarias. La marca líder tiene fuerte arraigo en el consumidor. El mercado de agua de garrafón es igualmente competido, las ventas de la industria equivalen a US\$2,100m, pero se encuentra fuertemente pulverizado, los embotelladores regionales tienen más del 50% del mercado.

## Oferta Pública de Acciones

24 de Enero de 2013

	<b>ND</b>
Precio Objetivo (2013 P\$):	nd
Rendimiento Potencial :	nd
Precio Objetivo ADR :	n.a.

### Marisol Huerta Mondragón

[marisol.huerta.mondragon@banorte.com](mailto:marisol.huerta.mondragon@banorte.com)

5268-9927

### Datos Básicos de la oferta

Rango de precio	35.00	40.00
Acciones ofrecidas, total (m)		100%
Primaria		76%
Secundaria		24%
Nacional		50%
Internacional		50%
Sobreasignación		hasta 15%
Total de Acciones Potencial		hasta 115%
Monto de la Oferta, Base (P\$m)	3,675.00	-
Monto de la sobreasignación (P\$m)	4,226.00	
Monto de la Oferta, Total (P\$m)		
Acciones antes de la Oferta (m)		635.0
Acciones Después de la Oferta (m) <b>estimado</b>		
con sobreasignación		733.0
Flotante en Mercado		4%
Después de la oferta <b>estimado</b>		18%-24%

### Fechas Clave

Cierre del libro	30-Ene-13
Registro en BMV	31-Ene-13
Liquidación	06-Feb-13

### Múltiplos y razones financieras (e) \*

	2013E	2014E
VE/EBITDA	9.3x	7.4x
P/U	30.2x	21.5x
P/VL	3.6	3.5

\* precio de rango intermedio de colocación

**Valuación Relativa**

	VE	P/VL	P/U	P/U 2013e	VE/EBITDA	VE/EBITDA 2012	VE/EBITDA 2013e	Deuda neta/EBITDA	Margen EBITDAe 2013
<b>Mexico y Sudamerica</b>									
KOFL	32,967.6	4.2	32.6	28.0	15.3x	15.3x	13.6x	0.3	19.0%
AC*	12,911.4	4.1	31.4	22.2	16.4x	14.8x	12.5x	0.6	17.9%
FEMSAUBD	39,972.3	3.4	30.0	24.5	14.5x	13.6x	12.0x	(0.1)	15.2%
GMODELO	28,859.0	4.8	32.0	28.2	12.4x	12.6x	11.9x	(0.9)	30.0%
<b>Promedio</b>					<b>14.7x</b>	<b>14.1x</b>	<b>12.5x</b>		<b>20.6%</b>
Andina	5,622.9	4.4	21.8	16.6	14.3x	12.9x	10.5x	0.5	17.4%
<b>Promedio</b>					<b>14.3x</b>	<b>12.9x</b>	<b>10.5x</b>		<b>17.4%</b>
<b>Estados Unidos</b>									
KO	181,939.1	5.0	19.1	17.2	14.5x	13.5x	12.7x	1.2	26.4%
CCE	12,489.7	3.4	15.8	13.7	9.7x	9.3x	8.9x	2.1	16.0%
PEP	133,961.6	5.2	17.3	16.4	11.3x	10.8x	10.2x	1.9	18.0%
DR PEPPER	11,742.8	4.0	15.2	14.1	8.9x	8.9x	8.5x	1.8	22.0%
<b>Promedio</b>					<b>11.1x</b>	<b>10.7x</b>	<b>10.1x</b>	<b>1.7</b>	<b>20.6%</b>
<b>Europa</b>									
EEEEK	10,864.7	2.2	29.3	18.9	9.5x	9.6x	8.5x	1.9	12.3%
CCL	15,534.8	4.9	14.7	16.9	11.4x	10.3x	9.6x	1.5	20.6%
<b>Promedio</b>					<b>10.4x</b>	<b>10.0x</b>	<b>9.0x</b>	<b>1.7</b>	<b>16.5%</b>
<b>Asia</b>									
Coca Cola West	1,873.5	0.6	24.5	15.0	4.6x	4.3x	3.9x	0.7	9.1%
lotte Chilsung Beverage	2,137.1	0.9	38.5	nd	8.7x	8.5x	7.7x	2.6	12.5%
Pepsi philipinas	587.6	3.5	30.0	22.8	9.0x	9.7x	8.1x	0.3	14.1%
<b>Promedio</b>					<b>7.4x</b>	<b>7.5x</b>	<b>6.6x</b>		<b>11.9%</b>

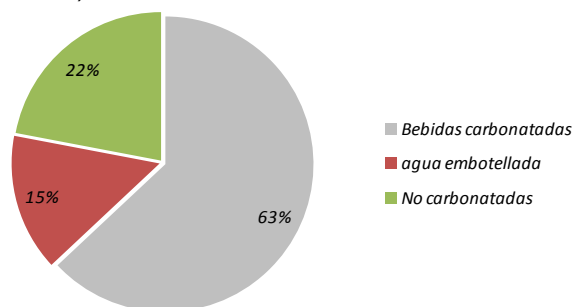
Fuente; Bloomberg; \* millones de dólares

**Lo que nos gusta**

**Visión y presencia nacional.** Al consolidar los negocios combinados de bebidas y de azúcar consideramos que la empresa logrará maximizar su crecimiento y mejorar ampliamente su rentabilidad.

Tras las fusiones recientes, la nueva empresa está constituida por dos negocios principales, que son el segmento de bebidas y el de azúcar. En el nicho de Bebidas, la compañía se encuentra dividida en tres segmentos de negocio: I) el segmento de bebidas carbonatadas, con en base a cifras proforma al 3T12 y de manera consolidada representa el 63%% de los ingresos y 40% de los volúmenes. Esta división estará encargada de la producción de las marcas de Pepsi, marcas propias y la distribución de terceros; II) Agua de garrafón con una participación consolidada del 49% de los volúmenes y de 15% en los ingresos a septiembre de 2012. Esta unidad operará las marcas Epura, Electropura y Santorini; III) Bebidas no carbonatadas, donde se ubican las bebidas Isotónicas o deportivas con Gatorade, así como jugos y otras bebidas, esta división que de manera consolidada representa el 22% de ingresos y 11% en volumen. La nueva compañía es la segunda empresa de bebidas en México en términos de volumen en México, la primera es Kof y le precede Arca-Contal.

Cultiba: contribución por segmento de negocio a los ingresos  
(Datos al 3T12)



Fuente: Empresas y estimaciones propias

**Mejora en rentabilidad, relacionado con sinergias.** Los beneficios de la integración acarrearán ahorros en costos estimados en US\$70 millones que se logran simplemente por la fusión, adicionalmente espera capturar US\$30 millones que derivaran de otro tipo de ahorros. A la fecha se ha capturado el 50% de los ahorros.

Las sinergias provendrán de:

a) **Manufactura y Red logística**, que incluye la reducción en costos de transporte, optimización de plantas y centros de distribución, así como la incorporación en la logística de operación de Gatorade, estas iniciativas derivaran en un ahorro de US\$17.3m, a la fecha se ha capturado un 52%.

b) **Organización**. Eliminación de duplicidades, redefinición de roles y estandarización de ratios de eficiencia. Así como de la integración de los sistemas de información. Eficiencias administrativas, consolidando las estructuras corporativas en una sola organización y eliminando la duplicidad de áreas y departamentos. Esta iniciativa entregará eficiencias por US\$24.4m, y la empresa estima que lleva ya 50% de los mismos.

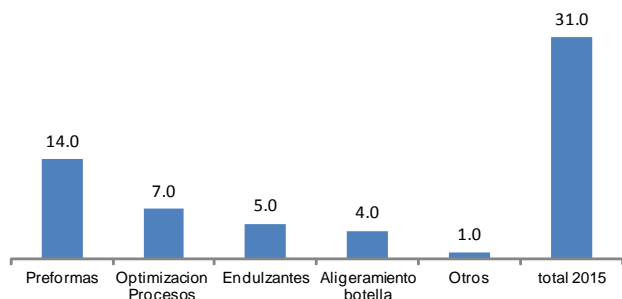
d) Fuentes de sinergias naturales. Una mayor escala de los sistemas integrados de materias primas y otros bienes y servicios. Adquisición de bienes e insumos, producción y logística, entre las que se incluyen un mayor poder de negociación con proveedores; la integración vertical del negocio de azúcar, en estas iniciativas se esperan ahorros de US\$27.8m, acumula actualmente 68%.

Cultiba: Iniciativas de Sinergias (US\$m)		Total	Capturada
Manufactura y red logística	Reducción de costos de transporte	17.30	52
	Optimización de plantas y centros de distribución		
	Incorporación la operación logística de Gatorade en Gepp		
Organización	Eliminar duplicidades, redefinir roles y estandarizar ratios	24.4	50
	Integración de sistemas		
Sinergias naturales	Operaciones de escala	27.8	68
	- materias primas		
	- Otros bienes y servicios		

Fuente: Cultiba

Los US\$30m adicionales en sinergias se esperan de los siguientes rubros: a) Preformas y Tapas, la empresa esta produciendo sus propias tapas, lo que le genera ahorros significativos b) Procesos de optimización, en agua y electricidad; c) Azucar, una mejor mezcla de endulzantes, como la utilización de azúcar líquida; d) Reducción en el peso del envase; e) Otros menores.

Cultiba: Sinergias Adicionales (US\$m)



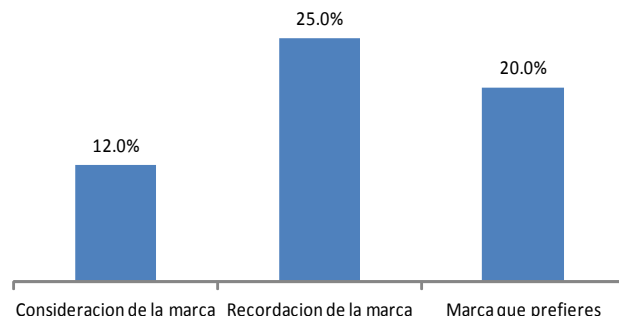
Fuente: Cultiba

Con Reconstrucción de la marca Pepsi. **Elaboración de un plan para relanzar Pepsi a nivel nacional**

a) Reforzamiento de la marca

- b) Igualación de precios con marca Lider
- c) Nueva Botella solo para el mercado en México
- d) Acuerdos cruzados con las marcas de Pepsi. Sabritas y Gamesa
- e) Alianzas con Cinemex, Burger king, Pizza Hut, KFC, Dominos
- f) Estrategia de precios por tamaño

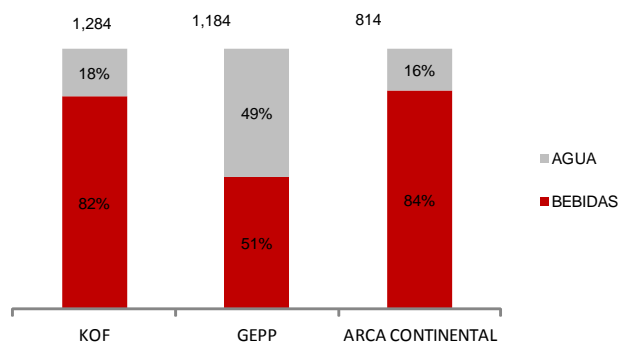
Pepsi: Conductores clave de la marca



Fuente: Euromonitor

**Construcción de una sola marca a nivel nacional en el segmento de agua de garrafón.** Para el segmento de agua la empresa se enfocara en tres de sus principales marcas, Santorini, Electropura y Epura, mismas que ocupan tres de los cinco primeros lugares de las principales marcas a nivel nacional. Con lo anterior, la compañía eliminará las marcas regionales (Junghann's, Aqua Di Romma, etc) que anteriormente manejaba consolidándola en solo estas tres marcas.

**Sector bebidas. Participacion en volúmenes al 3T12**  
( 8 onzas, millones de cajas unidad, MCU)



Fuente: Empresas y estimaciones propias

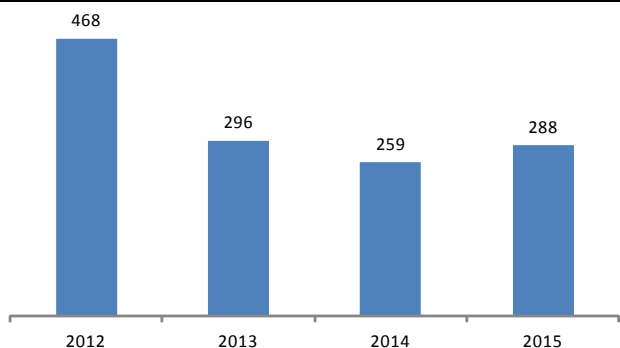
El hecho de concentrarse en solo tres marcas, permitirá crecer y fortalecer la posición relevante que guarda en este mercado al tiempo de que podrá extenderse en los territorios en lo que aún no cuenta con una fuerte presencia de mercado. Para los territorios recién adquiridos consideramos que la compañía podrá replicar las prácticas de distribución existentes —más eficientes— en sus operaciones originales y que la han posicionado en los primeros lugares del mercado a nivel nacional. Creemos que existe potencial de extender y aumentar la cobertura en los canales tradicionales, mediante una mayor inversión en equipo de punto de venta; tomar ventaja de la escala y presencia a nivel nacional. Asimismo vemos potencial en la expansión del sistema de distribución 'directo al hogar',

(DTH) para garrafones de agua, a otras regiones de México, sistema que le da una diferencia frente a sus competidores, al llevar la delantera del mercado

Cabe señalar que el agua de garrafón contribuye a Cultiba con el 49% de los volúmenes de venta de la empresa al 3T12, teniendo una mayor participación que lo que representa este nicho para embotelladores como KOF y Arca Continental, donde el agua de garrafón representa el 18% y 16% respectivamente de sus ventas en al mismo periodo.

Con la integración de Pepsico, Cultiba se ubica como el segundo embotellador de bebidas en el país en términos de volumen con 1,184 millones de cajas unidad, el principal es KOF con 1,284 MCU y 814 MCU de Arca.

Pepsi: Rutas de distribución de agua



Fuente: Geupec

**La unidad de bebidas se consolida como principal embotellador del sistema de Pepsico en México.** GEEP, es el único distribuidor y productor de bebidas de Pepsi en México con operaciones, cobertura y presencia a nivel nacional. La empresa se beneficia de participar en un mercado que tiene una de las mayores tasas de consumo de refrescos per cápita y de garrafones de agua en el mundo. México registra un consumo anual de 119 lts al año, seguido de Estados Unidos con 117 Chile 114.2, Norteamérica 113 y Argentina con 109.3 litros.

**GEPP Presencia Geográfica tras fusión.**



Tras la fusión, Grupo GEPP tiene ahora 44 instalaciones de producción de bebidas, una instalación de preformas para el soplado de botellas, y una instalación para producir tapas con 110 líneas de producción de bebidas, 309 centros de distribución ubicados en todo México, y una flotilla de reparto de aproximadamente 7,277 camiones. Actualmente, GEPP en el segmento de bebidas cuenta con una participación de mercado de 17.0%, posicionamiento con el que creemos puede continuar desarrollando su oferta de productos y fortalecer e incrementar su posición en diferentes segmentos del mercado mexicano de bebidas.

**Extenso Sistema de Distribución de Garrafones Directa al Hogar.**

Cultiba es uno de los mayores distribuidores de agua de garrafón en México, con una participación de mercado del 18% en este sector durante el 2011, según Canadean. El sistema de distribución se centra en la entrega directa de garrafones de agua a los consumidores, factor que es una de las principales características que lo que lo diferencia de sus competidores, que principalmente distribuyen a través de los canales de distribución minoristas. La entrega de los productos se realiza en promedio con una frecuencia de dos o tres veces por semana. Asimismo, conforme este segmento continúa consolidándose, con los grandes distribuidores ganando una mayor participación en el mercado a vendedores pequeños e informales, consideramos que Grupo GEPP está sólidamente posicionado para continuar creciendo a través de sus reconocidas marcas Electropura, Epura y Santorini y su sistema de distribución de garrafones de agua a nivel nacional.

**Desarrollar un portafolio de bebidas de sabores aprovechando las marcas líderes en su segmento.**

Cultiba cuenta con un extenso y balanceado portafolio de bebidas con múltiples marcas de PepsiCo reconocidas mundialmente (Pepsi, 7UP, Mirinda, Manzanita Sol, Gatorade, y Be Light), así como marcas propias y marcas de terceros (Squirt, Jarritos, Lipton), para atender diversos segmentos del mercado a nivel nacional y regional. Es líder en diversas categorías de bebidas no carbonatadas, por ejemplo, en el de bebidas isotónicas, con los productos Gatorade que cuenta con una participación de mercado de 70%, las cuales son áreas con alto crecimiento.

**Asociaciones en el segmento de jugos.**

Cultiba ha conseguido una asociación con una de las empresas más importantes en el mercado de jugos como lo es JUMEX, donde la empresa participará de un nicho que ha venido creciendo a tasas de doble dígito y cuenta aún con una fuerte oportunidad de crecimiento. El segmento de jugos es un nicho poco explotado en el mercado en México y representa márgenes superiores a los del negocio de refresco. Hasta hace 5 años el mercado de jugos contaba con competidores como Jumex, Boing y Jugos del Valle como competidores líderes del mercado, pero con una penetración segmentada dada su capacidad de distribución. Actualmente bajo la marca Del Valle, KOF tiene el primer lugar en el segmento de jugos para niños en México, nicho que era liderado anteriormente por Jumex que tenía el 55% del mercado, e incluso frenó el buen desempeño de la marca Big Citrus que había entrado recientemente al mercado por parte de los productores de la marca Big Cola. A pesar de que vemos que existen fuertes competidores, vemos positiva la negociación que alcanzó Cultiba con Jumex, una vez que se beneficia de la participación de mercado que ya tiene la empresa, al tiempo que Jumex se apoya en la red de distribución de Cultiba de más de 10 mil rutas de distribución con presencia a nivel nacional. Para CULTIBA, la participación de jugos en sus volúmenes

totales actualmente se ubica dentro de la categoría de no carbonatadas que representa el 11% de sus volúmenes, no obstante la perspectiva es llevarlo a niveles de 15% a 20% en el mediano plazo. Creemos que no será difícil para la compañía lograr esta meta.

**Cobertura natural, tras la Integración Vertical de las Operaciones.** La empresa se beneficia ampliamente de la integración vertical de sus negocios de bebidas y de azúcar. Como resultado, se benefician de una *cobertura natural* contra la fluctuación de los precios del azúcar. Grupo GEPP adquiere en forma sustancial todo el azúcar que utiliza en sus procesos, de sus ingenios azucareros. Además, utiliza su nueva planta de co-generación de energía eléctrica en uno de sus ingenios azucareros para proveer de electricidad, tanto al negocio azucarero como al de bebidas. La integración vertical del negocio de bebidas ha sido mejorada por la producción de Grupo GEPP, utilizando resina adquirida de terceros, de las botellas de preforma PET y de las tapas para los productos de su negocio de bebidas. Durante los doce meses concluidos el 30 de septiembre de 2012, Grupo GEPP produjo aproximadamente 80% de las botellas preforma PET y el 70% de las tapas PET utilizadas en su negocio de bebidas.

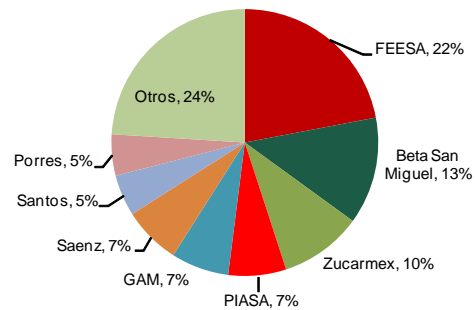
**Potencial crecimiento en el mercado de azúcar.** A través de GAM, opera tres ingenios azucareros ubicados en los estados de Jalisco, Michoacán y Sinaloa y es propietario del 49% del Ingenio Benito Juárez, ubicado en el estado de Tabasco, a través de un joint venture con INCAUCA, el productor más grande de azúcar y etanol en Colombia. Estos ingenios tienen una capacidad combinada de molienda de aproximadamente 31,800 toneladas de caña de azúcar por día (de las cuales, 8,500 toneladas son atribuibles al 100% de la capacidad de molienda del ingenio Benito Juárez). Existe un fuerte potencial para acrecentar el crecimiento de este nicho al tener una mayor producción incrementando la capacidad instalada de cada uno de los ingenios.

Los cuatro ingenios azucareros producen y venden actualmente azúcar estándar (el azúcar de mayor consumo en México) y azúcar refinada, la cual se vende a un precio mayor que el azúcar estándar. Dichos ingenios también producen melaza, un subproducto utilizado comúnmente para alimentación de animales y para la producción de etanol.

GAM vende sus productos principalmente a clientes industriales en todo México y exporta una parte a Estados Unidos. Los clientes principales son las empresas afiliadas de PepsiCo en México, incluyendo Grupo GEPP. En este sentido, el azúcar utilizado en el negocio de bebidas proviene principalmente de los ingenios.

Adicionalmente esta en proceso de concluir la construcción de una planta de co-generación de energía eléctrica de 78MW en el ingenio Tala en Jalisco, la cual utilizará bagazo de caña de azúcar, un subproducto del proceso de molienda de la caña, para generar electricidad. Dicho proceso de construcción incluye varias fases, de las cuales la primera ha sido concluida, lo que permitió el inicio parcial de operaciones de esta planta a partir de abril de 2012, con una capacidad instalada de 25MW. La energía producida por esta planta se utiliza principalmente para consumo interno, así como para el negocio de azúcar y bebidas.

#### **México sector azucarero. Participación de mercado (Z. 2011/2012)**



Fuente: Camara Nacional de la Industria Azucarera,

**Equipo Directivo Experimentado y Socios con Trayectoria Acreditada.** Cultiba cuenta con un equipo ejecutivo de administración que tiene una extensa trayectoria con probada capacidad de creación de valor y liderazgo tanto en el negocio de bebidas como en el del azúcar. El equipo de ejecutivos que administran el negocio azucarero ha sido líder en innovación en la industria azucarera mexicana y ha jugado un papel clave en el diseño e implementación de cambios estructurales para la industria, incluyendo en la creación de la metodología actual para la determinación del precio de la caña de azúcar en México y en la promoción de la capacidad de co-generación de energía. Adicionalmente, Grupo GEPP se beneficiará de la participación de sus nuevos socios en el negocio de bebidas, PepsiCo y Polmex, los cuales tienen una larga trayectoria operativa y de éxito acreditado en el mercado de bebidas, a nivel global y en América Latina. Creemos que la experiencia combinada del equipo directivo y de los accionistas de Grupo GEPP es un punto esencial para el crecimiento de sus negocios y la implementación de sus estrategias.

**Renovada estrategia en mercadotecnia.** Históricamente, Grupo GEPP ha tenido un programa de cooperación de mercadotecnia y promoción de ventas con PepsiCo, para la promoción y mercadotecnia de todos los productos de la marca PepsiCo producidos por GEUSA. Conforme al este programa, GEUSA, junto con PepsiCo, acordó las estrategias de mercadotecnia a implementarse por ambas empresas y para cada producto. Históricamente, Grupo GEPP ha desarrollado su estrategia de ventas para sus marcas propias. Para la comercialización de estas marcas los directores corporativos crearon e implementaron planes de mercadotecnia para cada producto.

#### **Lo que no nos gusta**

**Cultiba participa de una industria de bebidas que es altamente competitiva.** Con base a cifras de Canadean el mercado de bebidas carbonatadas registró un valor de mercado en 2011 de US\$12,600m, cada punto de participación de mercado equivale a ventas de US\$126m, que pelean embotelladores tanto de Coca Cola, que tiene una fuerte presencia en el mercado, como embotelladores de marcas regionales, o secundarias. La marca líder tiene fuerte arraigo en el consumidor. El mercado de agua de garrafón es igualmente competido, las ventas de la industria equivalen a US\$2,100m, pero se encuentra fuertemente pulverizado, los embotelladores regionales ocupan la mayor penetración de mercado.

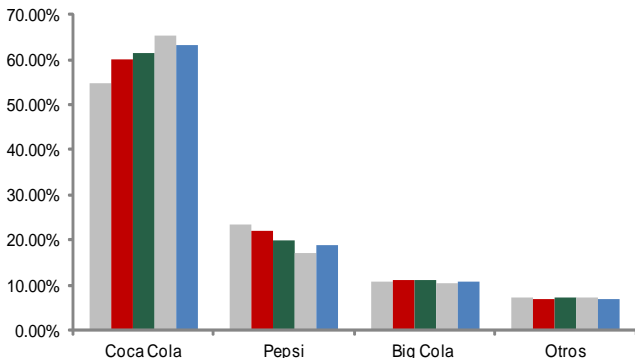
Cultiba compite principalmente con los embotelladores de Coca-Cola en México, que tienen la mayor penetración de

mercado, dentro de los principales embotelladores del sistema de Coca Cola, destacan FEMSA y Arca Continental, con una penetración de mercado cercana al 66%. En los últimos años estos embotelladores se han visto muy eficientes y han logrado crecer su penetración de mercado en el país. La estrategia de competencia de estas empresas las ha obligado a desarrollar nuevas estrategias de comercialización de sus productos, basándose en la innovación de empaques tanto en tamaño y materiales, que cumplan con la demanda de precio, lo anterior con el fin de no perder participación de mercado.

Algunos embotelladores han desarrollado sus propias marcas de refresco de cola y otros sabores, conocidas como "Marcas B", entre las cuales Big Cola es la más conocida. La estrategia de las "Marcas B" ha sido vender bebidas carbonatadas de gran tamaño a precios bajos, lo que ha impactado los precios y márgenes en el segmento de bebidas carbonatadas y no carbonatadas. A su vez, las grandes cadenas de autoservicio han venido desarrollando sus marcas propias.

Con el afán de ganar mayor participación de mercado Pepsi ha venido compitiendo en base a precio, lo que ha derivado en un detrimento de la marca. Los menores precios han llevado a competir a las marcas de Pepsi, con el segmento de las denominadas marcas secundarias "B", como lo es Big Cola, Red Cola, etc. Estas son marcas que se mueven con descuentos en precio hasta de 20 o 30% con respecto a las

Evolución participación de mercado  
2008-2011 y 2012 a sep



Fuente: Empresas y estimaciones propias  
marcas principales.

En el segmento de agua la competencia principal son los grupos Danone y Nestlé. Asimismo, en el segmento de agua embotellada, compite con una gran cantidad de embotelladores locales, nacionales y extranjeros, así como empresas llenadoras de garrafón de bajo precio.

Adicionalmente, encontramos que existe una fuerte pulverización del mercado, los embotelladores independientes tienen más de la mitad del mercado, la diferencia en precios en presentaciones de 20 litros llega a ser hasta 100% por debajo de lo que ofrecen el mercado formal, lo anterior representa una limitante para poder tener una mayor participación de mercado.

La necesidad de mantener la cuota de mercado podría detonar diversas estrategias en materia de precios, en detrimento de la rentabilidad.

**Baja bursatilidad.** Este indicador representa uno de los riesgos de inversión de mayor peso CULTIBA sobre todo para inversionistas minoristas al implicar un riesgo de

liquidez (costo). El float de la empresa antes de la oferta es de 1.0% y con la colocación podría aumentar a más del 13% lo cual podría ayudar a la bursatilidad de la emisora y a subir su posición del índice de bursatilidad que actualmente se ubica en el 117, aunque su escalada todavía la ubicaría en el rango de Bursatilidad Baja.

**Bebidas deportivas.** La marca Gatorade tiene una fuerte penetración de mercado en el segmento de bebidas deportivas, no obstante en los últimos 10 años la entrada de nuevos participantes como lo es The Coca Cola y Jumex le ha generado una baja de hasta 10pb en participación de mercado en este nicho en la última década. La propia posición dominante de Gatorade implica que necesariamente la tendencia será adversa en el futuro cercano.

**El negocio de bebidas de Grupo GEPP depende de su relación con PepsiCo.** Grupo GEPP tiene celebrados diversos contratos de embotellado con PepsiCo, los cuales otorgan a Grupo GEPP derechos exclusivos para producir, vender y distribuir diversas marcas de bebidas PepsiCo en todo México. La terminación de cualquiera de estos contratos afectaría de manera significativa y adversa el negocio de Grupo GEPP, y como consecuencia, su condición financiera y resultados de operación. Los acuerdos con Pepsi son a perpetuidad.

**Entorno Económico.** El crecimiento del mercado de bebidas en México suele ser similar al desempeño del PIB, para 2012 y 2013 la expectativa de nuestra área de economía es que México crecerá a una tasa de 3.7% y 3.0% respectivamente. Un escenario de desaceleración mundial relacionado con el menor crecimiento en Estados Unidos y la situación fiscal en Europa generaría reducciones en la actividad económica, con ello afectación en el consumo privado, directamente ligado al deterioro en la generación de empleos.

**Alzas en el precio del petróleo.** Incrementos en el precio del petróleo que puedan generar presiones alcistas en sus insumos principales como la resina, lingotes de plástico para botellas de plástico y botellas de plástico terminadas. Recordemos que este insumo representa el 20% de los costos de la empresa.

## Estrategia de negocios

El mercado de bebidas en México ha generado un fuerte ambiente competitivo en los últimos años, con la entrada de nuevos jugadores el mercado se ha visto más dinámico una vez que las empresas han tenido que ser más innovadoras en sus productos y a su vez han destinado un mayor gasto en la parte de mercadotecnia y publicidad. En este sentido Pepsi México tratará de fortalecer la posición de sus marcas en los diferentes segmentos con diversas estrategias, que van desde las de una mayor inversión en publicidad y gastos de mercadotecnia, así como incentivar el uso de botellas retornables y presentaciones personales, para mejorar la rentabilidad.

En la parte de precios Gepp, la división de refrescos estima recuperar y ajustar sus precios cerrando el gap con su principal competidor y de esta manera alejarse de las marcas secundarias. Adicionalmente, la compañía buscará la penetración a nuevos nichos de mercado como: hoteles restaurantes y taquerías. En estas áreas de negocio, y que tienen una fuerte penetración en el mercado mexicano la empresa podría alcanzar una penetración relevante, contribuyendo a mejorar los volúmenes. Adicionalmente, buscará atender la demanda del consumidor y el precio, al

lanzar presentaciones retornables, como la presentación de 3 Litros a nivel nacional.

Para el segmento de bebidas deportivas con Gatorade, la estrategia es seguir fortaleciendo a la marca y aprovechar las ventajas competitivas que genera ser la marca líder en el segmento de bebidas deportivas. Se aprovechará la escala de distribución a nivel nacional de Pepsi México para lograr una mayor penetración a nivel nacional.

En el segmento de agua de garrafón existe mucho potencial para incrementar el mercado, la empresa tiene actualmente el 18% de penetración y los embotelladores independientes que tienen cerca del 54%. La estrategia enfocada en la atención directa a los hogares, mayores rutas de distribución dada la integración de Pepsi México, y un amplio portafolio de marcas, que incluye marcas premium, regionales y secundarias, permitirán a la compañía mantener el liderazgo que tiene entre las marcas principales e incrementar su penetración a lo largo del país.

Adicionalmente, en otros negocios Pepsi México estará poniendo mucha atención en la penetración en segmentos que vienen creciendo a tasas elevadas en el mercado de bebidas no carbonatadas, como lo son bebidas como el té, jugos y néctares que en el mediano plazo observan tasas de crecimiento promedio por arriba del 5%. México continúa trabajando con sus proveedores de sémola de trigo con el fin de desarrollar variedades manufacturadas en México.

**Operaciones de Azúcar de CULTIBA.** La compañía espera aumentar la eficiencia de las operaciones de azúcar y aprovechar las oportunidades en negocios relacionadas con el azúcar; esto incluye: a) reducir Costos de Insumos e incrementar la utilización de la capacidad Instalada mejorando la capacidad instalada de los ingenios e incrementando la producción de caña de azúcar al pasar de un nivel de 12% de utilización de caña propia a 21% en el siguiente año.

**Negocios Relacionados con el Azúcar** — La empresa podrá beneficiarse de las oportunidades con el azúcar, completando la construcción de una planta de co-generación de energía, actualmente en proceso de construcción en el Ingenio Tala ubicado en Jalisco y evaluando, a más largo plazo, proyectos adicionales de co-generación en otros ingenios.

**Aprovechará liderazgo en el mercado de agua.** Con Pepsi México estimamos que la empresa sacará ventaja de su posición de líder en el mercado de agua de garrafón para tomar una mayor penetración en el mercado a nivel nacional derivado de eficiencias en la red de distribución, nuevos canales de venta y penetración en nuevos territorios.

Líder en el segmento de bebidas deportivas. La integración de Gatorade lo ubica como el principal jugador en el segmento de bebidas deportivas, con una participación de mercado de 74%.

**Sinergias.** Las sinergias estimadas en US\$100 millones se generarán en un lapso de tres años. Los beneficios principales provendrán de tener una escala de distribución nacional que contempla sus tres unidades de negocio, tanto en refrescos, como agua y bebidas deportivas. La introducción del modelo de negocio de Santorini, al formato de Electropura, podría generar un mayor potencial de ahorros entre el canal tradicional y explotar el modelo de negocio (DTH) Direct-to-Home utilizado en el segmento de agua de garrafón para distribuir otras bebidas. Así como de

la ventaja y liderazgo que tienen en el segmento de bebidas deportivas y en refrescos de sabor para generar mayor participación de mercado. Finalmente, estiman ahorros por US\$70 millones en costos de producción, logística, mejores practicas en el área de manufactura y ahorros en gastos corporativos al consolidar las tres compañías.

Adicionalmente, se podrá aprovechar las ventas cruzadas que se generar con Sabritas/Gameasa y el negocio de bebidas.

En la parte de logística, la empresa aprovechara la plataforma ERP de Pepsi México para construir a una plataforma común incorporando la experiencia y mejores prácticas de Polar.

Adicionalmente vemos beneficios en la parte de costos relacionados con la reorganización que realizó CULTIBA en el último año al integrar el negocio de azúcar, con lo que ahora cuenta con 4 ingenios que tienen la capacidad de abastecer las necesidades del insumo a Pepsi México.

**Nuevos proyectos.** Actualmente se están desarrollando algunos proyectos de co-generación de energía en los ingenios, como es el caso del ingenio Tala. La actual legislación del país no establece suficientes incentivos para la inversión significativa en la producción de etanol, esta producción, con el tiempo, se convertirá en un uso importante de los excedentes de azúcar del país.

Históricamente, la energía necesaria para operar los ingenios se ha obtenido de un producto derivado del proceso de molienda, denominado bagazo, que es una fibra leñosa. El bagazo ha sido utilizado como combustible en aquellos ingenios que han sido adaptados para contar con la infraestructura necesaria para quemar esta fuente de energía. No obstante, la tendencia global de la industria de producción de azúcar es la migración hacia plantas de co-generación de energía y de producción de etanol. En México, esta tendencia apenas está empezando a desarrollarse. En 2008, en un esfuerzo por promover el uso, desarrollo e inversión en energía renovable, el Congreso aprobó la Ley para el Aprovechamiento de Energías Renovables y el Financiamiento de la Transición Energética. Adicionalmente, en 2008, el Congreso promulgó la Ley de Promoción y Desarrollo de los Bioenergéticos, en un esfuerzo por promover la caña de azúcar como la principal materia prima en la producción de etanol. No obstante lo anterior, en la actualidad ningún ingenio azucarero en México produce cantidades significativas de electricidad excedente o de etanol.

## Perspectiva Sectorial

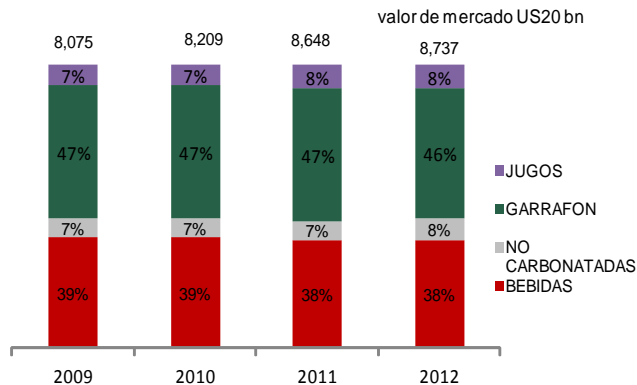
El mercado de bebidas en México, contempla refrescos, jugos, agua, y otros, ha venido creciendo en los últimos 3 años a una tasa promedio de 2.6%, y la expectativa es que mantenga este ritmo de crecimiento hacia los siguientes 5 años. Al interior hay segmentos que crecen a tasas más aceleradas que otras, por ejemplo el mercado de agua y recientemente el mercado de jugos con tasas de crecimiento que alcanzan el 20% como promedio en los últimos cinco años.

La industria embotelladora de refrescos y bebidas carbonatadas de México tiene más de 100 años de presencia en México. Datos de *Canadean* (compañía enfocada en el estudio de la industria de bebidas) señalan que en 2011, el segmento de de bebidas carbonatadas alcanzó un total de ventas aproximadamente de US\$12.6 mil millones con un volumen de ventas de 18.7 mil millones de

litros. Durante el mismo año, el segmento de bebidas no carbonatadas alcanzó un total de ventas aproximado de U\$5.7 mil millones de dólares con un volumen de ventas de 7.6 mil millones de litros.

**Sector bebidas. Participacion en volúmenes**

( 8 onzas, millones de cajas unidad, MCU)



Fuente: Empresas y estimaciones propias

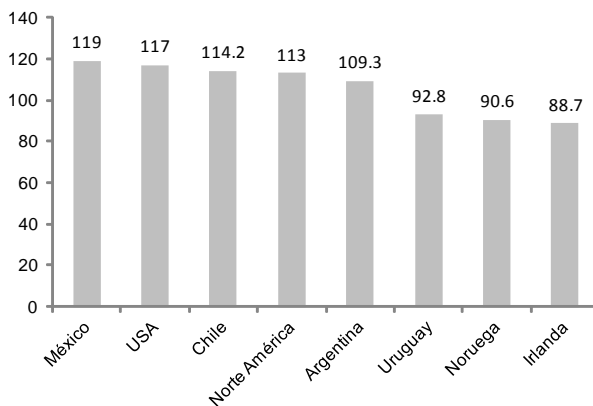
El segmento de bebidas no carbonatadas está creciendo a una tasa más acelerada que la de las bebidas carbonatadas, de acuerdo con esta compañía consultora. El segmento de bebidas isotónicas en México es el más grande de Latinoamérica, con ventas totales en 2011 mayores a U\$523 millones y un volumen de ventas que excedió los 327 millones de litros.

Respecto al mercado de bebidas carbonatadas de refrescos, estas cifras indican el arraigo y la importancia que tiene para la población mexicana ya que ubican al país como el segundo consumidor en el mundo.

El consumo de refrescos en México está profundamente arraigado en los patrones de ingesta de la población mexicana. Según el Banco de México, el ponderador del refresco en el Índice Nacional de Precios al Consumidor es 1.45, lo que indica que de cada 100 pesos que los consumidores mexicanos gastan en la totalidad de los bienes y servicios que consumen, 1.45 pesos se destina al refresco. Si lo referenciamos a la canasta básica de consumo, el ponderador del refresco es 4.3, lo que indica que de cada 100 pesos que se gastan en la canasta básica, 4.3 corresponden a refrescos.

En términos de consumo per cápita de refrescos México es bastante atractivo, se ubica como el principal consumidor en el mundo. México registra un consumo anual de 119 lts al año, seguido de Estados Unidos con 117 Chile 114.2, Norteamérica 113 y Argentina con 109.3 litros.

Bebidas: Consumo percapita de refrescos (litros percapita)



Fuente: Euromonitor

En las última década esta industria ha presentado tasas de crecimiento ligeramente arriba del PIB y se espera mantenga esta dinámica de crecimiento hacia adelante.

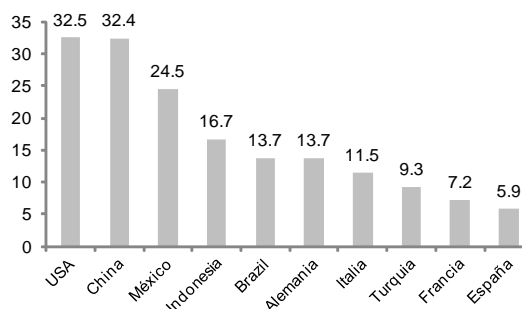
Para 2013, nuestro equipo de economía espera un crecimiento del PIB en México de 3.5% en términos anuales. De acuerdo con nuestros estimados los volúmenes en la industria de refrescos podrían crecer en promedio a una tasa anual de 4%-4.5%, clima y recuperación en el consumo privado posibilitarian este desempeño.

En el segmento de bebidas de Cola, la marca líder es Coca Cola, seguida de Pepsi. Al significar un nicho tan rentable muchos nuevos participantes han incursionado en el segmento de sabor Cola. Lo anterior dio cabida al surgimiento de marcas secundarias como los son Big Cola, Red Cola, y diversas marcas propias de las cadenas comerciales. Lo que generó una competencia mayor por un mercado que representa ventas de más de US\$10 millones de dólares.

**Consolidación:** En los últimos años, el segmento de bebidas en México ha experimentado una consolidación significativa. Con la formación de Arca Continental y las adquisiciones realizadas por Coca-Cola FEMSA de Grupo CIMSA, Grupo Tampico, Grupo Fomento Queretano y Grupo Yoli, la concentración de volumen de estos embotelladores de Coca-Cola creció de forma significativa. Asimismo, el sistema PepsiCo completó la integración de sus embotelladores en el país a través de la creación de Grupo GEPP.

**Mercado de Agua** La industria de garrafones de agua en México es la tercera más grande del mundo, con ventas al menudeo superiores a los U\$2.1 mil millones y un volumen de ventas mayor a los 22.8 mil millones de litros en 2011, de acuerdo con información de Canadean. En 2011, la industria de garrafones en México era mayor que el de otros países, sin incluir a los Estados Unidos y China, debido a las características de México, incluyendo la mala calidad del agua de la llave, el crecimiento poblacional y los niveles de ingreso, que han tenido como consecuencia un consumo más elevado de garrafones de agua.

Principales embotelladores de agua de garrafón (billones de litros)



Fuente: Euromonitor

El segmento de garrafones de agua en México se ha consolidado de manera significativa, de vendedores pequeños y vendedores informales hacia compañías más grandes, con cobertura regional o nacional y marcas reconocidas.

De acuerdo datos de la industria de agua en México el mercado de agua de garrafón el mercado se encuentra muy pulverizado, existen en mercado más de 6 mil marcas a nivel nacional. Del total de volúmenes el 83% corresponden

a la categoría de garrafón, y el restante 17% pertenecen al mercado de agua embotellada en presentaciones personales.

Epura Santorini y Electropura marcas principales en el portafolio de Pepsi México se ubican como el tercer y octavo participante en el mercado, de acuerdo con datos de Canadean. La integración de ambas unidades les da una cobertura nacional. La expectativa es pasar de una cobertura de 1.7 millones de hogares a 4 millones en el corto plazo.

La tasa de promedio de crecimiento para los años 2012 – 2016 en el mercado de agua de garrafón se estima en 1.1%. Si bien el crecimiento de la industria se ve reducido, al ser un mercado tan fragmentado da la oportunidad de que las grandes compañías puedan crecer a costa de las pequeñas empresas. En este sentido el modelo de negocio de GEPP con marcas como Santorini, y Epura se enfoca directamente en servicio a los hogares de manera directa, con lo que tiene bajos costos y ha logrado optimizar las rutas y hacerlas más rentables. El enfoque en el servicio es uno de los catalizadores de este negocio. Actualmente el 5% de sus ventas se enfocan en el ama de casa, una de las estrategias de la empresa es buscar incrementar este nivel. En el corto plazo, espera incrementar la participación de mercado que se tiene actualmente de 18% a un 28%, mucho del incremento se provendría de los embotelladores independientes.

Del mercado de agua personalizada, marcas como Bonafont de Danone, Electropura de Pepsi, Santa Maria de Nestlé y Ciel de Coca Cola, se ubican como las principales empresas del mercado de agua y que representan cerca del 50% de las ventas del mercado de agua en México

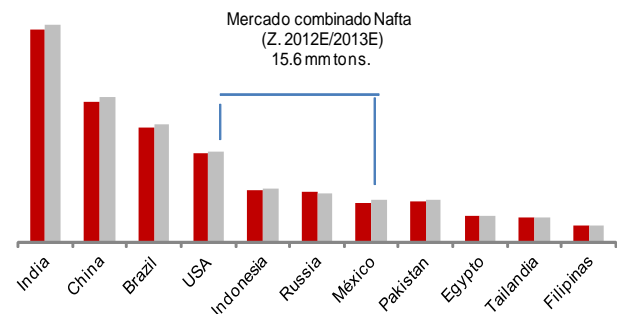
**Bebidas deportivas.** Gatorade es el líder en el mercado de bebidas isotónicas con una participación de mercado de 75%. Esta categoría es una de las que registra tasas de crecimiento más altas en los últimos años, esta ligado a la tendencia a una vida saludable por parte de los consumidores. En México tiene una fuerte posición en la mente (*top of mind*) de los consumidores con un 86%.

## MERCADO DE AZUCAR

México es el séptimo productor de azúcar más grande del mundo, con una producción de aproximadamente 5.0 millones de toneladas valuadas en más de EU\$4.2 mil millones durante la Zafra 2011/2012; de acuerdo con la Cámara Nacional de las Industrias Azucarera y Alcohólica. El país es también uno de los consumidores más grandes de azúcar en términos de consumo anual per cápita, con un consumo de aproximadamente 47.2 kilos en 2011, de acuerdo con F.O. Licht. El precio del azúcar mexicano ha aumentando recientemente de manera significativa como consecuencia de la oferta y la demanda nacionales, así como del aumento en el comercio con Estados Unidos, uno de los importadores de azúcar más grandes del mundo. Conforme al TLCAN, México exporta actualmente sus excedentes de azúcar a Estados Unidos e importa jarabe de maíz de alta fructuosa, un sustituto del azúcar refinado utilizado principalmente en la producción de bebidas. No existen aranceles o cuotas de importación entre los dos

países.

Azúcar: Principales consumidores de azúcar (millones de toneladas)



Fuente: Camará Nacional de la Industria azucarera

En 2011, la caña de azúcar representó aproximadamente 70% de la producción de azúcar de caña del mundo, y el azúcar de remolacha representó aproximadamente el 30% restante, de acuerdo con datos de Nielsen. México produce únicamente caña de azúcar, mientras que Estados Unidos produce tanto caña de azúcar como azúcar de remolacha. En México se cosecharon 703,761 hectáreas de campos de cultivo de caña de azúcar durante la Zafra 2011/2012, de acuerdo con datos de la Cámara Nacional de la Industria Azucarera y Alcohólica. A diferencia de algunos de los otros grandes productores de azúcar, como Brasil, en donde los productores de azúcar son propietarios de las plantaciones que les suministran la caña de azúcar, la mayoría de los productores de azúcar en México adquieren la caña de azúcar que utilizan en la producción de miles de agricultores de las proximidades de cada ingenio. La alta fragmentación en la propiedad de la tierra se considera una ineficiencia persistente del mercado mexicano del azúcar. En 2011, había un estimado de 160,000 productores de caña de azúcar, teniendo cada productor un promedio de tierra cultivable de apenas cuatro hectáreas. El cultivo de la caña de azúcar se lleva a cabo en 15 de las entidades federativas de México, en 227 municipios y a través de 54 ingenios en todo el país, aunque los estados de Veracruz, Jalisco y San Luis Potosí generan aproximadamente 54% de la producción nacional total.

El Gobierno Mexicano, a través del Fondo de Empresas Expropiadas del Sector Azucarero, o "FEESA", es actualmente el mayor productor de azúcar del país, con una producción en 2011 de aproximadamente 21.6% del azúcar de México, a través de diez de los 54 ingenios en operación en el país. No obstante, desde 2004, 18 de los ingenios originalmente expropiados se han revertido al sector privado.

El uso de jarabe de maíz de alta fructuosa para la elaboración de ciertos productos se ha incrementado globalmente. Este insumo, proveniente del maíz, se importa a México principalmente de Estados Unidos. La industria de bebidas, incluyendo a Grupo GEPP, es el principal consumidor de jarabe de maíz de alta fructuosa en México.

## Descripción de CULTIBA

CULTIBA es una empresa integrada de bebidas no alcohólicas en México. Es el embotellador exclusivo de las marcas PepsiCo en México, marca que ocupa el segundo lugar en participación de mercado (17%). Participa en el negocio de venta de agua de garrafón es el mayor distribuidor en México, con base participación de mercado

de 18%, de acuerdo con Canadean. Asimismo se dedica a la producción azúcar y productos relacionados. Es el tercer productor privado en el país, respecto a su volumen combinado de ventas durante la Zafra 2011/2012, la compañía vende su producto principalmente en México y los EU

El negocio de bebidas es operado a través de su subsidiaria Grupo GEPP (antes denominada GEUSA), adquirida por el accionista mayoritario (Juan Gallardo) en 1986 y en la que participa PepsiCo desde 1992. El 30 de septiembre de 2011, llevo a cabo un contrato de co-inversión con PepsiCo y Polmex, que integró las operaciones de GEUSA, PBC y Gatorade creando la principal y única compañía de bebidas con cobertura y presencia nacional de la marca Pepsi que conocemos hoy. Tras esta operación, la nueva compañía Grupo Gepp quedó con un 51% del capital social de CULTIBA, junto con Polmex (29%) y PepsiCo (20%), respectivamente.

Previo a las fusiones en el segmento de bebidas, el 1 de mayo de 2011, CULTIBA adquirió los negocios azucareros de GAM y CONASA. Como consecuencia de dicha fusión, CULTIBA es propietaria de tres ingenios azucareros, y es titular de una participación del 49% en un cuarto ingenio azucarero, los cuales, sobre una base combinada, produjeron aproximadamente el 7.5% del volumen de azúcar del país durante la Zafra 2011/2012, de acuerdo con datos de la Cámara Nacional de las Industrias Azucarera y Alcoholera de México. Estos ingenios producen azúcar estándar y azúcar refinada, principalmente para uso industrial, incluyendo sustancialmente el azúcar para su uso en la producción de sus bebidas.

**Una empresa renovada.** Tras las fusiones recientes, la renovada empresa nueva empresa está constituida por dos negocios principales: El de Bebidas operado a través de Grupo GEPP y de azúcar, con la integración de GAM.

La división de bebidas cuenta con tres segmentos de negocio: I) el segmento de bebidas carbonatadas, con en base a cifras proforma al 3T12 y de manera consolidada representa el 63%% de los ingresos y 40% de los volúmenes. Esta división estará encargada de la producción de las marcas de Pepsi, marcas propias y la distribución de terceros; II) Agua de garrafón con una participación consolidada del 49% de los volúmenes y de 15% en los ingresos a septiembre de 2012. Esta unidad operará las marcas Electropura y Santorini; III) Bebidas no carbonatadas, donde se ubican las bebidas Isotónicas o deportivas con Gatorade, así como jugos y otras bebidas, esta división que de manera consolidada representa el 22% de ingresos y 11% en volumen. La nueva compañía es la principal empresa de bebidas en México en términos de volumen en México, seguida de Kof y Arca-Contal.

Como embotellador de agua se convierte en el principal jugador de agua de garrafón en el mercado mexicano. La empresa cuenta con tres marcas importantes como lo es Electropura que es la líder en participación de mercado y Santorini que ocupa el lugar numero 8. En bebidas deportivas, con la marca Gatorade es líder en el mercado.

Con la integración de Pepsico la empresa se ubica como el segundo embotellador de bebidas en el país en términos de volumen con 1,184 millones de cajas unidad, el principal es KOF con 1,284 MCU y 814 MCU de Arca. Cabe destacar que el 49% de los volúmenes corresponden al segmento de agua de garrafón. Derivado de lo anterior, la empresa alcanza una escala nacional, que le permitirá mejorar la red

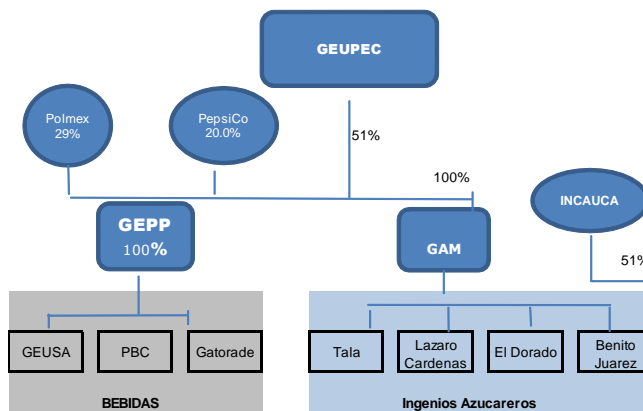
de distribución y potencializar el desempeño principalmente para las unidades de refrescos y agua de garrafón.

Grupo GEPP tiene ahora 44 instalaciones de producción de bebidas, una instalación de preformas para el soplado de botellas, y una instalación para producir tapas con 110 líneas de producción de bebidas, 309 centros de distribución ubicados en todo México, y una flotilla de reparto de aproximadamente 7,277 camiones y 10, 514 rutas en bebidas carbonatadas y agua de garrafón

En la división azucarera, destaca como el tercer productor privado en el país. Cuenta con 4 ingenios azucareros, de los cuales es dueño al 100% de tres de ellos (Tala, Lazaro Cardenas, El dorado) y propietario al 49% del ingenio de Benito Juarez. El 60% de los volúmenes de venta de Gam provienen de clientes relacionados con Pepsi, y el 33% corresponde a las ventas de GAM.

**Estructura Accionaria.**

Tras las recientes fusiones la estructura de la compañía queda de la siguiente forma:



Con fecha 30 de abril de 2012, la empresa autorizó una división (split) de todas nuestras acciones emitidas, suscritas y pagadas, en dos acciones por cada acción emitida. Dicha división (split) de acciones surtió efectos a partir del 15 de octubre de 2012.

**Certificación de los Analistas.**

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, Carlos Hermsillo Bernal, Víctor Hugo Cortes, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Juan Ignacio Neri, María de Lourdes Camacho y Astianax Cuanalo, 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.**

*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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.*

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	<a href="mailto:gabriel.casillas@banorte.com">gabriel.casillas@banorte.com</a>	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	--	------------------

### Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	<a href="mailto:delia.paredes@banorte.com">delia.paredes@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	<a href="mailto:katia.goya@banorte.com">katia.goya@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	<a href="mailto:alejandro.padilla@banorte.com">alejandro.padilla@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4043
Jorge Alejandro Quintana	Subdirector de Gestión	<a href="mailto:jorge.quintana@banorte.com">jorge.quintana@banorte.com</a>	(55) 4433 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	<a href="mailto:juan.alderete.macal@banorte.com">juan.alderete.macal@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	<a href="mailto:alejandro.cervantes@banorte.com">alejandro.cervantes@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:julia.baca.negrete@banorte.com">julia.baca.negrete@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:livia.honsel@banorte.com">livia.honsel@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	<a href="mailto:miguel.calvo@banorte.com">miguel.calvo@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	<a href="mailto:francisco.rivero@banorte.com">francisco.rivero@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	<a href="mailto:lourdes.calvo@banorte.com">lourdes.calvo@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	<a href="mailto:raquel.vazquez@banorte.com">raquel.vazquez@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2967
Julieta Alvarez	Asistente Dirección Ejecutiva	<a href="mailto:julieta.alvarez@banorte.com">julieta.alvarez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1613

### Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	<a href="mailto:carlos.hermosillo.bernal@banorte.com">carlos.hermosillo.bernal@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	<a href="mailto:mjimenez@ixe.com.mx">mjimenez@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	<a href="mailto:acuanalo@ixe.com.mx">acuanalo@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9967
Víctor Hugo Cortes	Análisis Técnico	<a href="mailto:victorhugo.cortes@ixe.com.mx">victorhugo.cortes@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza	Financiero / Minería / Químico	<a href="mailto:marissa.garza@banorte.com">marissa.garza@banorte.com</a>	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	<a href="mailto:marisol.huerta.mondragon@banorte.com">marisol.huerta.mondragon@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9927
Raquel Moscoso	Comercio / Comercio Especializado	<a href="mailto:rmoscoso@ixe.com.mx">rmoscoso@ixe.com.mx</a>	(55) 5335 - 3302
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	<a href="mailto:jespitia@ixe.com.mx">jespitia@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco	Analista	<a href="mailto:mporozco@ixe.com.mx">mporozco@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9962
María de Lourdes Camacho	Edición Bursátil	<a href="mailto:mariadelourdes.camacho@ixe.com.mx">mariadelourdes.camacho@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9961

### Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih	Subdirector Deuda Corporativa	<a href="mailto:tabdulmassih@ixe.com.mx">tabdulmassih@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	<a href="mailto:hgomez01@ixe.com.mx">hgomez01@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Gerente Deuda Corporativa	<a href="mailto:icespedes@ixe.com.mx">icespedes@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9937
Juan Ignacio Neri	Trainee Deuda Corporativa	<a href="mailto:juanignacio.neri@ixe.com.mx">juanignacio.neri@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9925

### Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	<a href="mailto:marcos.ramirez@banorte.com">marcos.ramirez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial y Privada	<a href="mailto:lpietrini@ixe.com.mx">lpietrini@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	<a href="mailto:armando.rodal@banorte.com">armando.rodal@banorte.com</a>	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	<a href="mailto:vroldan@ixe.com.mx">vroldan@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	<a href="mailto:carlos.martinez@banorte.com">carlos.martinez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1683
René Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	<a href="mailto:pimentelr@ixe.com.mx">pimentelr@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9004