

Coca-Cola Femsa (KOF): Inicio de Cobertura

31 de enero de 2019

- Iniciamos Cobertura de KOF con una Recomendación de Mantener.
- Nuestro PO para finales de 2019 es \$135.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 15.5% para finales de 2019.

B. Jimena Colín Fernández
J. Roberto Solano Pérez

KOF, Fortaleciendo el Mercado Latino de Coca Cola

Estamos Iniciando la Cobertura de KOF con una recomendación de Mantener y un Precio Objetivo (PO) de \$135.0 para finales de 2019. Para este año estimamos un crecimiento consolidado en los Ingresos de KOF de 3.1% (convertido a pesos mexicanos), mientras que en el Ebitda de 2.9%. En la región conformada por México y Centroamérica, la cual aporta 51.0% de los Ingresos y 54.0% del Ebitda, esperamos un incremento en las Ventas y en el Flujo Operativo de 11.0% y 8.3% respectivamente, mientras que en Sudamérica, la cual representa el 49.0% de los Ingresos y 46.0% del Ebitda, una caída de -4.5% y -12.2%. En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 19.4% (nivel inferior en -15.0pbs vs el del 2018), pues si bien considera mejorías del efecto cambiario en Sudamérica, contempla una expectativa de alza en el precio los principales insumos de KOF (PET y azúcar).

Un Gigante de Coca Cola en el Mundo

A nivel global, KOF es el embotellador independiente de bebidas Coca Cola más grande en términos de volumen. Actualmente, la emisora concentra el 13.0% del volumen de ventas, mientras que el resto de las 250 embotelladoras que pertenecen al Sistema Coca Cola, el 87.0% restante. Hoy en día, Coca Cola Femsa cuenta con presencia geográfica en 10 países latinoamericanos, a los cuales ofrece cerca de 258 millones de bebidas diariamente. En particular, la emisora satisface a consumidores de México, Brasil, Colombia, Argentina, Uruguay, Venezuela, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua y Panamá.

Estrategias de Valor para un Refrescante Desempeño

De los diversos aspectos que hacen que la emisora sea la embotelladora líder del Sistema Coca Cola, destacamos los siguientes puntos: 1) Su portafolio diversificado de productos, el cual bajo la marca de "Coca Cola" forma parte de la alimentación diaria y satisface las nuevas tendencias que exige el consumo global; 2) Sus agresivas iniciativas comerciales, las cuales le han permitido realizar una efectiva segmentación de mercado; 3) Su estrategia de precios y/o volumen, la cual le permite no dejar de ser parte de la dieta del día a día de la población independientemente de la coyuntura económica del país; 4) Su uso de tecnología de punta a lo largo de toda la cadena de suministro, con la cual genera importantes ventajas competitivas frente a sus competidores; y 5) Su posicionamiento en mercados estratégicos, mediante la adquisición de embotelladoras locales con altas expectativas de crecimiento.

Una Industria con Importantes Retos a Futuro

Si bien el mercado de bebidas azucaradas forma parte importante de la alimentación principalmente en países emergentes, se espera que enfrente importantes retos relacionados a la salud y a las preferencias generacionales. Derivado de lo anterior, las principales compañías como The Coca Cola Co., Pepsi Co. y Dr. Pepper Snapple, las cuales cuentan con 90.0% de participación en el mercado y un reconocido "branding" a nivel mundial, han enfocado sus esfuerzos a actividades de innovación y elaboración de concentrados, con el fin de ofrecer bebidas que se adapten a las nuevas tendencias de consumo. Por otro lado, las embotelladoras independientes a las grandes refresqueras se enfocan en realizar la producción y distribución de las bebidas cerca de los mercados de consumo final, debido a las ventajas competitivas que se generan entorno a dicha cercanía.

Apalancamiento Ligeramente Elevado

KOF cuenta con un apalancamiento ligeramente elevado, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 2.0x, el cual resulta superior al promedio de comparables nacionales, pero inferior al promedio internacional. Con respecto a su historia de los últimos 2 años, el nivel de apalancamiento es similar (1.9x en años previos), pues considera las adquisiciones en 2016 de Vonpar, en 2017 de la línea de negocio de Ades y en 2018 de dos embotelladoras en Guatemala y una más en Uruguay.

Coca-Cola Femsa

Sector Bebidas

El embotellador independiente más grande del mundo de productos Coca Cola

Precio Objetivo 2019	\$135.0
Precio Actual	\$116.9
% Rendimiento Estimado	15.5%
Recomendación	Mantener

Valuación

Nuestro PO para 2019 es de \$135.0, un nivel que implica un potencial rendimiento de 15.5%.

Para 2019, estimamos un PO de \$135.0 como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos y por el método de DCF, lo cual nos proporciona un rendimiento de 15.5%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$134.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 2.3% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 10.5x, el cual resulta similar al nivel promedio de los U5a de 10.6x y U3a de 10.3x. Por el método DCF obtenemos un PO de \$136.0, donde consideramos una WACC de 10.2%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.65, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo (M27) de 8.6%.

FV/Ebitda de KOF



Fuente: Bloomberg

KOF cuenta con un PEG de 1.6x, el cual resulta inferior al promedio de comparables nacionales y competitivo respecto al promedio internacional.

Actualmente, KOF cotiza a un Múltiplo FV/Ebitda de 9.8x, el cual representa un descuento de -4.7% y -7.4% respecto a su nivel promedio de los U3a y U5a respectivamente. Cabe mencionar que dichos descuentos reflejan los diversos retos que enfrenta la emisora en cuanto a las condiciones económicas tanto en Brasil como en Argentina, el encarecimiento de los principales insumos (PET y azúcar) y el efecto cambiario dada la participación en diferentes países. Es importante señalar que a pesar de que aun persisten algunos retos, para 2019 esperamos mejores condiciones económicas en Latam (principalmente en Brasil, y en menor medida en México), factores que dada la participación de ambos países en los resultados de KOF, podrían beneficiar a la emisora en términos de valuación.

KOF destaca por contar con un Margen Ebitda de 19.4%, un nivel superior respecto al promedio de la muestra de empresas comparables nacionales.

Comparativo Sectorial KOF (mdp)									
Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitda	Mg. Op.	Mg. Ebitda	EPS 2019 (LTG%)	P/U	PEG
Keurig Dr Pepper Inc	EUA	695,114	34,400	26.6x	16.1%	19.0%	17.7%	22.1x	1.2x
National Beverage	EUA	71,418	4,276	19.4x	20.0%	21.3%	N/A	21.4x	N/A
The Coca Cola Co.	EUA	3,906,175	213,289	20.0x	32.7%	33.7%	7.5%	21.9x	2.9x
Coca-Cola Consolidated	EUA	34,618	4,483	12.8x	3.5%	7.5%	N/A	63.2x	N/A
Monster Beverage	EUA	564,630	25,218	23.4x	34.8%	34.8%	15.4%	28.9x	1.9x
Cott Corp.	Canadá	39,495	5,180	12.2x	5.3%	12.7%	10.0%	43.3x	4.3x
Emb. Andina	Chile	63,907	9,155	9.2x	8.8%	16.2%	-5.6%	22.1x	-3.9x
Ambev	Brasil	1,321,599	114,596	13.4x	31.1%	40.1%	17.3%	22.7x	1.3x
Coca-Cola European P.	UK	439,206	46,417	11.7x	15.8%	19.1%	8.7%	15.8x	1.8x
Coca-Cola Icecek	Turquía	28,013	3,160	9.2x	17.6%	21.4%	73.2%	59.0x	0.8x
Ito En Ltd.	Japón	75,663	6,198	13.2x	5.3%	8.0%	N/A	41.6x	N/A
Internacionales		604,877	38,923	15.1x	16.5%	20.6%	18.0%	34.1x	1.3x
Arca Continental	México	198,570	24,447	11.3x	12.7%	17.5%	4.7%	17.9x	3.8x
Cuervo	México	97,051	5,959	17.8x	13.5%	15.4%	N/A	17.9x	N/A
Grupo Lala	México	53,752	8,031	9.8x	6.1%	9.3%	9.7%	20.1x	2.1x
Locales		116,458	12,812	13.0x	10.8%	10.8%	7.2%	18.6x	2.9x
KOF	México	262,415	35,181	9.8x	13.1%	19.4%	12.3%	19.1x	1.6x

Fuente: Bloomberg

Visión Retadora para la Industria Refresquera

Contexto Económico en Latinoamérica

El 2018 resultó ser un año complicado para la región de Latam, caracterizado por diversos sucesos de los cuales destacamos la preocupación entorno a una posible desaceleración económica global, un mayor proteccionismo comercial (principalmente entre EUA y China), un menor apetito por inversiones en mercados emergentes (escenario retador en Argentina), así como procesos electorales tanto en México como en Brasil. A pesar de lo anterior, para 2019 se visualiza un mejor escenario para la región con un crecimiento económico esperado de 2.3%. En particular, en Brasil se estima un crecimiento del PIB de 2.3%, el cual considera una política económica compatible con el libre mercado. En México, se pronostica un crecimiento del PIB de 1.7%, el cual, pese a resultar menor respecto a años previos, considera un fortalecimiento tanto del mercado interno (consumo), como del externo (exportaciones). Finalmente, en Colombia se espera un crecimiento de 3.2% apoyado en una mayor confianza del consumidor y del productor, menores tasas de interés y un mejor entorno comercial.

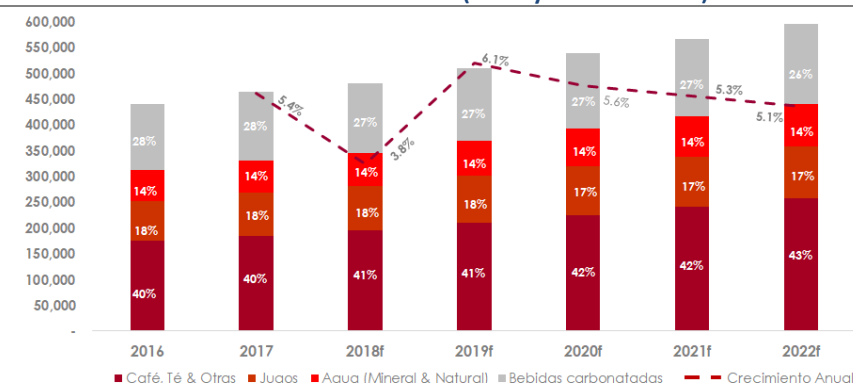
El Sector de Bebidas No Alcohólicas a Nivel Global

En 2017, la industria mundial de bebidas no alcohólicas alcanzó un valor en términos de ventas de \$850,000 mdd (equivalente al 45.0% del PIB de México). Si bien, dicho monto en 2017 implicó un aumento de 5.4% respecto a 2016, hacia 2018 se espera que el crecimiento sea de 3.8%. Como principal factor de este crecimiento más moderado, se encuentra el menor dinamismo de las ventas de bebidas carbonatadas, las cuales se han visto afectadas tanto por un cambio en las preferencias de los consumidores, como por políticas públicas enfocadas a disminuir su consumo derivado de los altos índices de obesidad.

En relación a las **expectativas mundiales a futuro**, para los próximos 4 años se estima que las ventas de bebidas no alcohólicas experimenten un crecimiento promedio de 5.2%, el cual considera el comportamiento de las bebidas calientes, carbonatadas, jugos y agua embotellada. En particular, se espera que, pese a la desaceleración en el consumo de refrescos, las ventas de éstos sigan creciendo a una tasa promedio de 3.3%, debido al dinamismo en mercados emergentes y fronterizos, lugares en los que el precio de dichas bebidas es incluso inferior al de la leche o el agua. Adicionalmente, las ventas de agua mineral y de manantial se estima que registren un crecimiento promedio de 5.4% debido a una mayor demanda de consumidores cada vez más conscientes de su salud. Finalmente, en cuanto a la categoría de jugos, se espera que las ventas incrementen en promedio 4.0%, mientras que las del café y las bebidas calientes impulsaran el crecimiento con una tasa de 6.8%.

Un elemento a considerar es que tanto el crecimiento como el tamaño del mercado, se encuentran limitados por la densidad poblacional y los patrones de consumo en las diferentes zonas geográficas. Dicho lo anterior, la industria presenta un importante desafío derivado de una mayor conciencia de la población entorno al consumo de productos más saludables (tanto por salud como por preferencias generacionales), a la vez que cuenta con una gran oportunidad de desarrollo en regiones con alta densidad poblacional. Derivado de lo anterior, se estima que el mayor crecimiento de la industria provenga de países como China, Brasil, México y Japón.

Mercado Global de Bebidas no Alcohólicas (Valor y Crecimiento %)



Fuente: Monex con información de "Global Food & Drink Report Q4 2018" de Fitch Solutions.

En 1771, Joseph Priestley descubrió el proceso de carbonatación, y casi 100 años después en 1886, John S. Pemberton creó la Coca Cola como parte de un experimento farmacéutico.

Coca-Cola es la marca más elegida a nivel mundial, la #1 en 8 países del mundo (de los cuales, 5 son de Latam).

Coca Cola ha tenido tanto impacto que existe una leyenda urbana de que Santa Claus viste de rojo y blanco para relacionarlo a la marca.

Si todas las Coca Colas producidas en la historia fueran distribuidas en el mundo, le tocarían 1,104 botellas a cada persona.

En México, las familias están dispuestas a pagar \$14.4/lit de refresco, el cual contrasta con los \$6.8/lit. que están dispuestas a pagar por agua natural.

Ante la escasez de agua potable en Chiapas, los pobladores llegan a tomar hasta 2 lts. diarios de Coca Cola.

Se estima que Coca Cola, en conjunto con Pepsi y Dr. Pepper Snapple, gastan en publicidad cerca de 7 veces el valor de capitalización de Amazon.

Durante el primer año de Coca Cola, se vendían 9 bebidas al día, hoy se venden cerca de 1.7 miles de millones al día (19,400 bebidas por segundo).

Latinoamérica y su Gusto por las Bebidas Azucaradas

México es el país con mayor consumo per cápita de bebidas azucaradas, pues de acuerdo con el INSP los mexicanos consumen 163 lts. al año, un volumen que resulta 40.0% mayor que lo que consumen los estadounidenses. Adicional a lo anterior, México se ubicó en la posición 1 y 7 en el ranking mundial del Índice de Alcance a los Consumidores de las marcas Coca Cola y Pepsi respectivamente, con una penetración de mercado de 98.6% y 54.8% y una frecuencia de consumo de 71.2 y 22.4 productos al año. Un dato adicional que soporta la importancia de la industria en el país, es que ésta aporta cerca del 1.2% del PIB, con un valor de mercado equivalente a \$148,330 mdp. Dicho valor implicó un crecimiento de 5.6% respecto a 2017 y lo ubicó como el segundo mercado más importante en el mundo, únicamente por debajo de EUA.

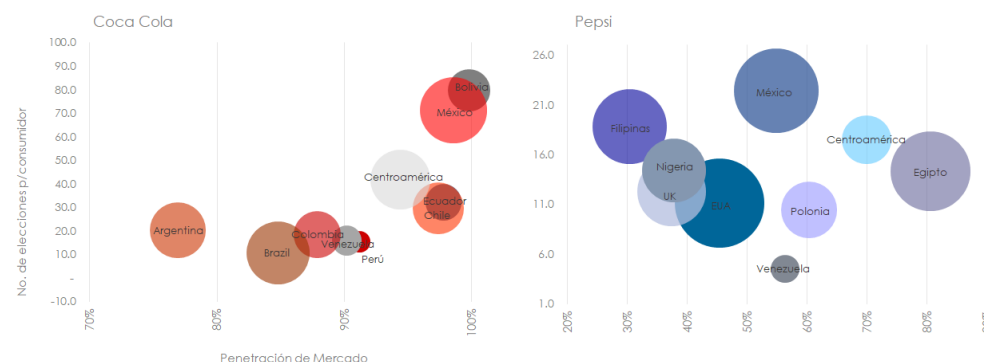
Sudamérica constituye la segunda región más importante para la industria de bebidas no alcohólicas, únicamente por detrás de Norteamérica (México, EUA y Canadá), pues alberga a grandes países consumidores de dichas bebidas. Diversos factores como las condiciones climatológicas, la densidad poblacional, la transición demográfica de zonas rurales a urbanas, así como el hecho de que sean países con ingresos medios- altos; han propiciado que el consumo de las bebidas azucaradas sea una importante y refrescante fuente de carbohidratos y azúcares para su población. Un dato adicional, es que dentro de las bebidas favoritas de la región se encuentran los refrescos y los jugos, pues ambas categorías tuvieron el mayor crecimiento para 2018 tanto en Brasil (7.0% y 5.3%), como en Colombia (8.6% y 4.1%) y Argentina (24.7% y 18.0%).

A diferencia de otros mercados mucho más maduros como los de México y EUA, en los cuales los consumidores cada vez demandan productos más saludables, en **Centroamérica** se espera que los refrescos sigan teniendo una tendencia favorable hacia futuro. Además, dentro de los factores que se espera que impulsen el crecimiento en la región, se encuentra el incremento en los ingresos disponibles de los consumidores. En cuanto al valor del mercado en Centroamérica, para 2018 se espera que éste presente un crecimiento de 5.5% respecto a 2017. En particular, destacamos el dinamismo de las bebidas carbonatadas en Guatemala con una tasa de crecimiento de 10.6% y el de bebidas calientes en El Salvador con una tasa de 7.8%, el cual contrasta con el comportamiento de las bebidas carbonatadas en Honduras, cuyo crecimiento se espera que sea solo de 0.5%.

Un Mercado Dominado por Importantes Refresqueras

La estructura de mercado mundial de refrescos se caracteriza por ser altamente concentrada, pues las principales compañías (The Coca Cola Co., Pepsi Co. y Dr. Pepper Snapple) concentran entre el 85.0% y 90.0% del mercado global. Derivado de lo anterior, y ante las limitaciones de crecimiento del mismo mercado, las grandes refresqueras han optado por nuevas estrategias de expansión, las cuales consisten en evolucionar de actividades de manufactura a aquellas de mayor valor agregado como la investigación y desarrollo (I&D). Es decir, las grandes compañías además de llevar a cabo la manufactura de sus bebidas, enfocan sus esfuerzos a innovar y distribuir sus concentrados a embotelladores locales, pues dicho procedimiento se vuelve más eficiente al contar con cercanía geográfica tanto a los mercados de insumos intermedios (principalmente al agua) como al de consumo final (las grandes ciudades).

Top 10 de países en los que Coca Cola y Pepsi tienen mayor Alcance a los Consumidores



Fuente: Monex con información de "Brand Footprint 2018" de Kantar World Planet.

Honduras cuenta con una playa y Costa Rica con un mercado y una parada de transporte que llevan el nombre de "Coca Cola".

KOF es el embotellador independiente a The Coca Cola Co. más grande del mundo, de un universo de 250 embotelladores.

En 2017, el 41.0% del portafolio de marcas de KOF estaba conformado por bebidas bajas o sin calorías.

Las marcas Coca Cola, Ciel, Fanta, Del Valle y Sprite concentran el 85.0% de las ventas de KOF, destacando Coca Cola que representa el 60.0% del volumen total.

Retos a Futuro Relacionados a la Salud y las Preferencias Generacionales

Debido a los altos índices de obesidad, y a la correlación que ésta tiene con el consumo de bebidas azucaradas, diversos gobiernos han implementado un impuesto para compensar las externalidades que el consumo de dichos productos genera en la salud. Tal es el caso de México, país en el cual en 2014 se estableció un impuesto equivalente a \$1.0/lit. en bebidas saborizadas. Algunos de los países que han implementado un mecanismo similar son Guatemala, Costa Rica, Panamá, Argentina, Venezuela, Brasil y Colombia. Adicional a dicha medida, diversos expertos mencionan que a futuro podríamos esperar que se erradique la publicidad dirigida a los niños, que se prohíba la venta de estos productos en escuelas/espacios públicos, que se establezca un etiquetado frontal más estricto, e incluso que se eleve el impuesto a bebidas azucaradas a niveles de 20.0% (de acuerdo con la OMS).

Otro aspecto a considerar respecto a las nuevas tendencias de consumo tiene que ver con satisfacer las preferencias de generaciones de jóvenes de entre 18 y 34 años, conocidos como "millennials". De acuerdo con un estudio de Nielsen en 2016, el 81.0% de los millennials está dispuesto a pagar más por un producto "premium" que ofrezca mayores beneficios para la salud, y el 27.0% productos sin cafeína. Además, dicha generación no solamente busca productos orgánicos o más naturales, sino que el modo de producción de éstos sea compatible con el cuidado al medio ambiente.

KOF, Fortaleciendo el Mercado Latino de Coca Cola

Un Gigante de Coca Cola en el Mundo

A nivel global, KOF es el embotellador independiente a The Coca Cola Co. más grande en términos de volumen. Actualmente, la emisora concentra el 13.0% del volumen de ventas, mientras que el resto de las 250 embotelladoras que pertenecen al Sistema Coca Cola el 87.0% restante. Dentro de las marcas líderes con las que cuenta KOF se encuentran Coca Cola, Ciel, Fanta, Del Valle, y Sprite, pues dichas marcas en conjunto aportan cerca del 85.0% del volumen de ventas (destacando a Coca Cola con el 60.0%), seguido de otras marcas cuya aportación es del 15.0%. Hoy en día, KOF cuenta con 67 plantas de producción, 344 centros de distribución y 2.8 millones de puntos de venta, a partir de los cuales comercializa cerca de 258 millones de bebidas diariamente a consumidores de 10 países latinoamericanos: México, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Colombia, Venezuela, Uruguay, Brasil, y Argentina. Cabe señalar que de su portafolio de productos no solo destacan las bebidas carbonatadas, sino aguas, té, jugos, cafés, bebidas para deportistas y energéticas, así como lácteos y bebidas de proteína vegetal.

Estrategias de Valor para un Refrescante Desempeño

De los diversos aspectos que hacen que la emisora sea la embotelladora líder del Sistema Coca Cola, destacamos los siguientes puntos: 1) Su **portafolio diversificado de productos**, el cual bajo la marca de "Coca Cola" forma parte de la alimentación diaria de un gran segmento de la población, además de que atiende las nuevas tendencias de consumo global (bebidas light, libres de sodio, etc.); 2) Sus **agresivas iniciativas comerciales**, las cuales le han permitido realizar una efectiva segmentación de mercado tomando en consideración sus clientes potenciales; 3) Su **estrategia de precios y/o volumen**, la cual le permite seguir siendo parte de la dieta del día a día de las familias independientemente de la coyuntura económica del país, por ejemplo, introduciendo envases retornables de tamaño familiar ante una situación económica adversa; 4) Su uso de **tecnología de punta** a lo largo de toda la cadena de suministro, la cual no solo le permite mantener los estándares de calidad de Coca Cola, sino generar ventajas competitivas frente a sus competidores; y 5) Su **posicionamiento en mercados estratégicos**, mediante la adquisición de embotelladoras atractivas en términos de valuación y crecimiento a futuro.

Relación con The Coca Cola Company

Para 2017, la emisora y The Coca Cola Co. contaron con 28 contratos de embotellador, uno por cada país con excepción de México y Brasil, países en los cuales se tuvieron 10 y 9 acuerdos respectivamente. En dichos contratos, KOF adquiere los derechos para fabricar, vender y distribuir bebidas de la marca Coca Cola en los diferentes territorios en los que tiene presencia, a la vez que se encuentra obligado a adquirir el concentrado y otros insumos a empresas designadas por The Coca Cola Co. Asimismo, la emisora se compromete a contar con la infraestructura física y humana necesaria para satisfacer la demanda de sus productos; mantener la calidad de los mismos; colaborar en la promoción y desarrollo de nuevos productos; así como presentar anualmente los planes de administración, promoción, publicidad y mercadotecnia a la compañía estadounidense.

KOF ha presentado un crecimiento 2.0x mayor al que ha presentado la industria de bebidas no alcohólicas en Latinoamérica (TCAC últimos 5 años de 1.9%).

Diversificación Geográfica en Latinoamérica

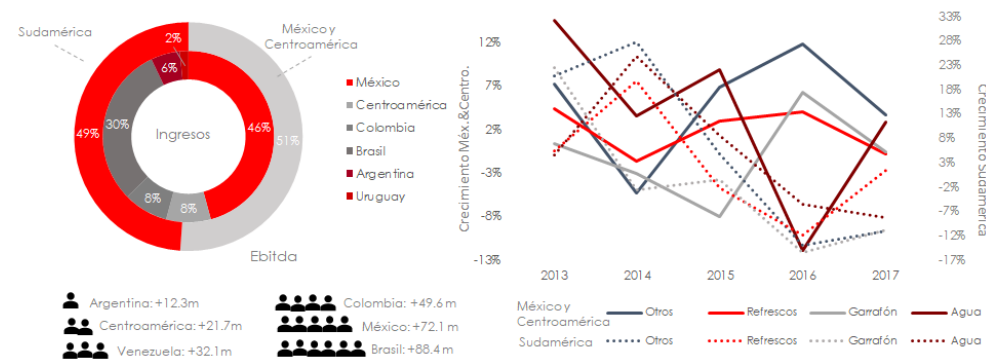
La región más importante de KOF esta conformada por **México y Centroamérica**, pues en conjunto concentran el 51.0% de los Ingresos y el 54.0% del Ebitda del Grupo. En particular, México es el principal mercado de la emisora, pues en él se venden 123 millones de bebidas al día, lo cual representa el 48.0% del total de ventas. Un punto a destacar de la región es su preferencia por las bebidas carbonatadas, pues en la actualidad éstas representan el 73.0% del volumen total de ventas, seguido por los garrafones de agua (natural y de sabor mayores a 5.0 lts.) con el 15.7%, las bebidas no carbonatadas con el 6.0% y el agua embotellada (en presentaciones menores a 5.0 lts.) con el 5.3%. Si bien los refrescos siguen siendo los preferidos por los mexicanos, en los últimos 4 años, el volumen consumido de dicha categoría ha mantenido una tendencia a la baja con un crecimiento promedio de 2.0%, en contraste, el consumo de bebidas no carbonatadas como las energizantes, jugos y néctares muestran un mejor desempeño, pues en dicho periodo presentaron un crecimiento promedio de 5.0%.

La región de **Sudamérica**, conformada por Brasil, Colombia, Argentina, Uruguay y Venezuela, aporta el 49.0% de los Ingresos y el 46.0% del Ebitda del Grupo. De manera particular Brasil es el país con mayor relevancia en términos de Volumen e Ingresos, pues contribuye con el 61.0% y 66.0% respectivamente, seguido de Colombia con el 23.0% y 20.0% y el resto de los países con el 16.0% y 14.0% restante. Con relación al comportamiento que han experimentado las bebidas por segmentos en los últimos 4 años, destacamos el crecimiento promedio del 6.0% de las bebidas no carbonatadas entre las que se encuentran jugos, néctares, cafés, bebidas energizantes y para deportistas. De dicho crecimiento es importante señalar que una vez quitando el efecto poco favorable de Venezuela (unidad de negocio desconsolidada a partir del 1T18), la categoría "Otras bebidas" ha mantenido un crecimiento promedio de 11.0% durante este mismo periodo, mientras que las bebidas carbonatadas solo de 2.0%.

Fanta surgió en 1940 en Alemania, y su nombre se baso en la palabra "fantasie". Para KOF, dicha bebida representa el 6.0% del volumen total vendido.

Los brasileños buscan en internet la palabra "Coca-Cola" 43,163 veces en promedio diariamente.

Diversificación Geográfica de KOF y Crecimiento de volumen vendido por categoría



Fuente: Monex con información de la emisora.

Principales Medios de Distribución y Análisis de la Competencia

En relación a los principales canales de distribución de la emisora, destacamos el canal tradicional vs. el canal moderno, pues los pequeños detallistas y los segmentos de consumo "on premise" (puestos en la calle, restaurantes, bares, máquinas dispensadoras, estadios, auditorios y teatros) lideran tanto en México como en Sudamérica. Para el caso particular de México, los pequeños detallistas llegan a concentrar el 80.0% de las ventas, en contraste con los supermercados, tiendas de descuento, y tiendas multiservicio que concentran el 20.0% restante. Finalmente, en relación a los principales competidores de KOF, éstos se conforman por embotelladoras locales de productos de la marca Pepsi (Grupo Embotelladoras 38 Unidas y Empresas Polar), Cadbury Schweppes, productores locales de "marcas B" y de bajo costo (Big Cola y Consorcio AGA), así como Grupo Jumex, y Bonafont de Danone. Cabe señalar que a pesar de que la región cuenta con una gran cantidad de competidores, KOF concentra 17.0% del mercado latinoamericano de bebidas azucaradas.

KOF vende 123 millones de bebidas al día en México y 51 millones en Brasil. Ambos mercados representan cerca del 70.0% del volumen total.

Gasificando el Crecimiento a Futuro

Coca Cola Femsa concentra el 17.0% del mercado latinoamericano de bebidas no alcohólicas y el 54.0% del volumen total de Coca Cola en esta misma región.

Una Caja Unidad equivale a 24 bebidas de 8 onzas.

KOF cuenta con líneas de producción capaces de producir 1,800 latas y alrededor de 870 botellas de refresco por minuto.

El 38.0% de la energía eléctrica de las operaciones de manufactura de KOF proviene de fuentes limpias (57.0% en México y el 100.0% en Brasil).

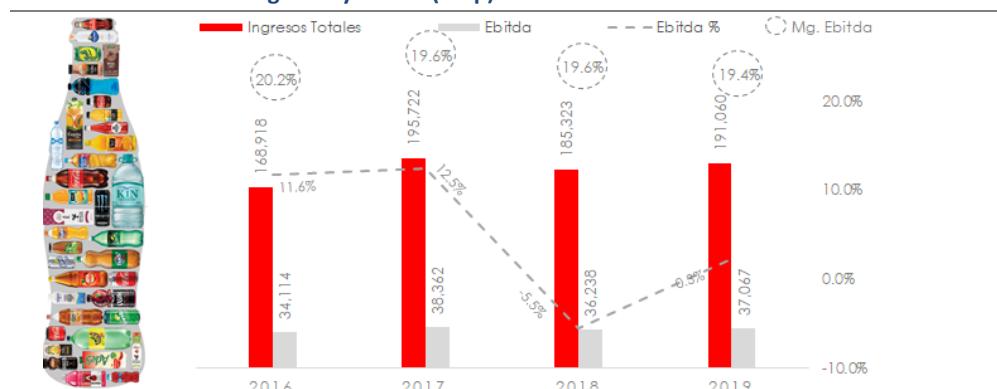
En 2018, KOF vendió su participación del 51.0% de las acciones de Coca Cola Filipinas a The Coca Cola Company por \$715 mdd.

Para 2019 estimamos un crecimiento consolidado (convertido a pesos mexicanos) en los Ingresos de KOF de 3.1%, mientras que en el Ebitda de 2.9%. En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 19.4% (nivel inferior en -15.0pbs al observado en 2018), el cual si bien considera importantes mejorías en los Costos Totales debido principalmente al efecto cambiario respecto al dólar, contempla una expectativa de alza en el precio de los principales insumos de la emisora (concentrado para bebidas, PET y azúcar de 1.0%, 19.0% y 11.3% respectivamente).

En relación a la región conformada por **México y Centroamérica**, la cual aporta el 51.0% de los Ingresos y el 54.0% del Ebitda, estimamos un incremento (en pesos mexicanos) en las Ventas de 11.0%, y en el Flujo Operativo de 7.3%. Dichos crecimientos esperamos que sean resultado de un aumento en el Volumen Total de Unidades Vendidas (cajas unidad) de 6.8% y un incremento en el Precio Promedio Ponderado (MXN) de 4.0%. Dentro de los principales factores que consideramos relevantes para nuestras estimaciones, se encuentran: 1) La expectativa de un incremento del precio promedio ponderado en línea con la inflación, 2) El aumento en los ingresos disponibles de los consumidores como resultado del incremento al salario mínimo y el apoyo económico a jóvenes y adultos mayores en México, y 3) El crecimiento vía adquisiciones (aunque en menor medida) de dos plantas embotelladoras en Guatemala.

Para **Sudamérica**, región que aporta el 49.0% de los Ingresos y el 46.0% del Ebitda, estimamos una caída (en pesos mexicanos) en las Ventas de -4.5%, y en el Flujo Operativo de -12.2%. Cabe mencionar que los Ingresos de la Región se encuentran conformados en un 85.0% por la venta de bebidas de la marca "Coca Cola" en Brasil, Colombia, Argentina y Uruguay, y en un 15.0% por la distribución de cerveza Heineken en Brasil. Derivado de lo anterior, nuestros estimados toman en cuenta la posible salida del negocio de cerveza a partir del 2S19, debido a la terminación contractual entre Heineken y KOF, y el incremento en las Ventas de productos Coca Cola de 7.7%, derivado de un aumento en el Volumen de Unidades Vendidas de 7.4% y en el Precio Promedio Ponderado de 0.3%. Dentro de los principales aspectos que tomamos en consideración para nuestros estimados, destacamos: 1) La expectativa de un mejor desempeño del consumo privado en Brasil, y en menor medida en Argentina; 2) La recuperación del tipo de cambio respecto al dólar en Brasil, Colombia y Argentina (R\$3.75, COP\$3,035.0 y ARS\$46.0); y 3) La aprobación de un esquema multifásico del IVA en Colombia, el cual consiste en gravar cada etapa de la cadena de valor de bebidas en dicho país.

Crecimiento 2019 en Ingresos y Ebitda (mdp)



Fuente: Estimados Monex con información de la emisora.

Aspectos a considerar de KOF

Un elemento a considerar es que a mediano plazo Coca Cola Femsa podría estar realizando nuevas adquisiciones, ya que cuenta con \$715 mdd de la venta de Filipinas más un monto de efectivo disponible. Adicionalmente, consideramos que la adquisición de nuevas embotelladoras será un punto clave para alcanzar mayores tasas de crecimiento a futuro. Dentro de los principales territorios en los cuales consideramos que KOF podría ampliar su participación, se encuentran México y Brasil debido principalmente a las altas expectativas de crecimiento de la industria, valuaciones a nivel de Múltiplos atractivos en el sector y la facilidad con la que la emisora podría generar sinergias y economías de escala.

Apalancamiento Ligeramente Elevado

KOF cuenta con una razón de apalancamiento DN/Ebitda de 2.0x debido a las adquisiciones de diversas embotelladoras en Guatemala y Uruguay en 2018.

Deuda

En la actualidad KOF presenta un apalancamiento ligeramente elevado, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 2.0x. Cabe mencionar que a pesar de que dicho nivel resulta superior al promedio nacional, éste es inferior al nivel promedio de comparables internacionales. Respecto a la historia de los últimos 2 años, el nivel de apalancamiento de la emisora es similar (1.9x en años previos), pues considera la adquisición de Vonpar en Brasil en 2016, la línea de negocio de bebidas de marca Ades en 2017, así como de diversas embotelladoras en Guatemala y Uruguay en 2018.

De la Deuda Total de la emisora en cuanto a divisa, el 55.5% se encuentra en pesos mexicanos, el 40.1% en reales brasileños, el 1.6% en pesos colombianos, el 1.3% en dólares americanos, el 1.4% en pesos uruguayos y el 0.2% restante en pesos argentinos. Con relación a la Tasa de Interés, el 85.0% se encuentra con una Tasa Fija, mientras que el 15.0% restante a Tasa Variable. Es importante señalar que de la Deuda a Tasa Variable, México contribuye con el 8.3%, Brasil con el 4.7% y Colombia con el 1.6%. Adicionalmente, el 89.0% es a Largo Plazo y el 11.0% restante es a Corto Plazo. Con relación al costo promedio ponderado, actualmente éste es de 7.7%, un nivel que implica una ligera caída respecto al 4T17 debido principalmente a la caída en las tasas de interés en Brasil.

Rentabilidad

En los últimos 5 años, el monto que KOF ha destinado para el pago a sus accionistas ha presentado una TCAC de 2.9%, lo cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 2.5%. Adicional a lo anterior, en los últimos 3 años el Payout Ratio promedio de la emisora se ubicó en 65.9%, un nivel superior al promedio de la muestra de comparables tanto nacionales como internacionales. Derivado del análisis anterior consideramos que KOF es competitiva ya que compañías similares a la emisora no manejan una política de dividendos.

En los últimos 5 años, el monto que KOF ha destinado para dividendos ha presentado una TCAC de 2.9%. Dicho monto representó un "Dividend Yield" promedio de 2.5%.

En relación a la rentabilidad, en los últimos 5 años KOF ha mantenido un nivel promedio de ROE y ROIC de 9.2% y 7.9% respectivamente. No obstante, en la actualidad la emisora presenta niveles de rentabilidad ROE y ROIC inferiores respecto a su historia y al promedio de comparables nacionales e internacionales. Dichos niveles, si bien muestran cierto grado de recuperación respecto a 2017, derivado de una disminución de los gastos financieros, consideran un incremento de la Tasa Efectiva de Impuestos, como consecuencia del aumento de la participación de Brasil en los Ingresos de KOF, país que cuenta con una alta tasa de impuestos respecto a otros mercados.

Comparativo Sectorial KOF							
Empresa	País	DN/Ebitda	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC
Keurig Dr Pepper Inc	EUA	8.8x	9.9x	1.6	1.6	1.6%	2.4%
National Beverage	EUA	-1.1x	7.6x	1.6	1.7	2.7%	-1.9%
The Coca Cola Co.	EUA	2.3x	13.0x	5.0	0.3	21.4%	21.3%
Coca Cola Consolidated	EUA	5.2x	6.5x	1.6	1.6	16.1%	8.0%
Monster Beverage	EUA	-0.9x	14.0x	1.6	1.7	15.8%	7.5%
Cott Corp.	Canadá	4.0x	3.2x	4.3	0.3	52.0%	50.6%
Emb.Andina	Chile	2.2x	6.4x	1.7	1.5	14.3%	8.2%
Ambev	Brasil	-0.4x	10.8x	2.7	0.6	16.4%	17.6%
Coca Cola European P.	UK	2.4x	14.0x	2.1	0.9	15.9%	13.4%
Coca-Cola Icecek	Turquía	1.9x	6.5x	1.2	5.6	10.7%	4.2%
Ito En Ltd.	Japón	0.3x	13.0x	1.3	3.3	41.1%	11.7%
Internacionales		2.5x	9.3x	2.2	1.7	18.0%	12.4%
Arca Continental	México	1.6x	9.4x	2.3	0.7	14.8%	11.4%
Cuervo	México	-0.4x	14.8x	3.7	0.4	13.9%	11.6%
Grupo Lala	México	3.2x	14.8x	1.5	1.8	11.1%	7.8%
Locales		1.4x	13.0x	2.5	1.0	13.2%	10.3%
KOF	México	2.0x	8.8x	1.9	1.1	5.9%	4.6%

Fuente: Bloomberg

En 2016, KOF pagó un dividendo por acción de \$3.35 pesos, el cual representó un "Payout ratio" de 69.0% y un "Dividend Yield" de 2.3%.

Riesgos

Entre los principales factores de riesgo a considerar para KOF encontramos:

- Un entorno económico internacional complicado y factores geopolíticos poco favorables en los países en los que opera KOF podría afectar sus ingresos y generación de flujo.
- La depreciación de las monedas locales de los países en los que la emisora opera podría tener un efecto adverso en los Ingresos de KOF.
- Una eventual terminación contractual entre The Coca Cola Co. y la emisora podría impedir la venta de productos de la marca Coca Cola y afectar considerablemente a la compañía.
- Un escenario de incrementos abruptos en los precios de los principales insumos de KOF (PET, Jarabe de Maíz de Alta Fructuosa, azúcar y energéticos), así como modificaciones en regulaciones enfocadas a desincentivar el consumo de bebidas azucaradas, podrían implicar una reducción de márgenes para KOF.
- La escasez de agua o la imposibilidad de mantener las concesiones de agua existentes, podría incrementar el Costo de Producción de KOF.
- Las preferencias generacionales y preocupaciones entorno a la salud y la obesidad podrían afectar la demanda de productos de la compañía.
- Un riesgo reputacional a las bebidas de marca Coca Cola podría afectar la imagen de la compañía.
- Un incremento de la competencia en los mercados en los que opera KOF podría afectar la participación de la emisora.
- La implementación o modificación de leyes en materia de competencia económica podría limitar futuras adquisiciones tanto en el ámbito local como en el internacional.
- En caso de que la emisora realice futuras adquisiciones de gran tamaño, éstas podrían implicar retos a nivel de financiamiento y apalancamiento.

Otros

Destacamos los siguientes aspectos de KOF:

- La emisora tiene un 47.2% de las acciones bajo el control de Grupo Femsa, el 27.8% bajo el control de The Coca Cola Company y el 25.0% restante de Float.
- En 2017, el 34.8% de las acciones Serie L de KOF estaban representadas por ADS's en la Bolsa de Nueva York (NYSE). Cada ADS equivale a 10 acciones Serie L.
- KOF tiene un "peso" aproximado en el S&P BMV IPyC de 2.1%.
- En los últimos 10 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 163.0%.

Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2017	2018E	2019E	2019E
Ingresos totales*	195,722	185,323	191,060	3.1%
Utilidad operativa	25,188	25,170	24,818	-1.4%
Ebitda	38,362	36,238	37,067	2.3%
Utilidad Neta Mayoritaria	-12,977	14,493	14,348	-1.0%
Margen Operativo	12.9%	13.6%	13.0%	-0.6%
Margen Ebitda	19.6%	19.6%	19.4%	-0.2%
Margen Neto	-6.6%	7.8%	7.5%	-0.3%

*Estimados como si Filipinas hubiese sido una operación discontinua a partir del mes de febrero de 2017.

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2017	3T18
Activo Total	285,677	278,804
Activo Circulante	55,657	78,886
Activo No Circulante	230,020	199,918
Pasivo Corto Plazo	55,595	52,009
Pasivo Largo Plazo	89,373	95,675
Pasivo Total	144,967	147,685
Capital Contable	140,710	131,119

Fuente: Estimados Monex

Debido a que el 25.0% de los costos de materias primas se encuentra en dólares americanos, un fortalecimiento de esta divisa podría implicar retos a nivel operativo.

A nivel global, hoy en día una persona consume 10.0x más agua embotellada que hace casi 30 años (15 lts. por año), pues en dicho periodo predominaba el consumo de agua de grifo.

Según el INSP, en México el impuesto a bebidas azucaradas disminuyó el consumo de éstas en un 6.0% en 2014, un 8% en 2015 y un 11% en 2016.

Desde 1993 KOF comenzó a cotizar en la BMV. Desde entonces, la emisora ha presentado un rendimiento de 7,353.0%.

Directorio

Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	cgonzalez@monex.com.mx
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	jquirozz@monex.com.mx
Marcos Daniel Arias Novelo	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 4186	mdariasn@monex.com.mx
Fernando E. Bolaños S.	Gerente de Análisis	T. 5230-0200 Ext. 0720	fbolanos@monex.com.mx
J. Roberto Solano Pérez	Analista Bursátil Sr.	T. 5230-0200 Ext. 4451	jrsolano@monex.com.mx
Verónica Uribe Boyzo	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4287	vuribeb@monex.com.mx
B. Jimena Colín Fernández	Analista Bursátil	T. 5231-0200 Ext. 0710	bjcolinf@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguez1@monex.com.mx
Juan Francisco Caudillo Lira	Analista Técnico Sr.	T. 5231-0016	jcaudillo@monex.com.mx
José Enrique Estefan Cassereau	Analista Bursátil Jr.	T. 5230-0200 Ext.0637	jeestefanc@monex.com.mx
César Adrian Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	csalinasg@monex.com.mx

Disclaimer

Nosotros, el Área de Análisis y Estrategia Bursátil, certificamos que las opiniones contenidas en este documento reflejan exclusivamente el punto de vista del analista responsable de su elaboración. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, ni recibiremos, compensación alguna directa o indirecta a cambio de expresar una opinión específica de este reporte.

Es importante mencionar que los analistas no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis, así como que ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

En los últimos doce meses, es posible que Monex Grupo Financiero, S.A. de C.V. y/o las sociedades que forman parte del grupo (en lo sucesivo "Monex"), a través de sus áreas de negocio, haya recibido compensaciones por prestar algún servicio de representación común, financiamiento corporativo, banca de inversión, asesoría corporativa u otorgamiento de créditos bancarios, a emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente informe.

Este reporte está dirigido a la Dirección de Promoción. Las recomendaciones reflejan una expectativa de comportamiento de la acción contra su mercado de referencia y en un plazo determinado. Este comportamiento puede estar explicado por el valor fundamental de la compañía, pero también por otros factores. El cálculo del valor fundamental realizado se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando. Sin perjuicio de lo que antecede, podrían tener más peso otros factores, entre los que se encuentran el flujo de noticias, momento de beneficios, fusiones y adquisiciones, el apetito del mercado por un determinado sector, entre otros; estos factores pueden llevar a una recomendación opuesta a la indicada solamente por el valor fundamental y su comparación directa con la cotización.

Nuestra política de recomendación contempla los siguientes escenarios: Compra. - Cuando el rendimiento esperado de la acción supere en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC; Mantener. - Cuando el rendimiento esperado de la acción se ubique entre el $\pm 5\%$ el rendimiento esperado del IPyC; Venta. - Cuando el rendimiento esperado de la acción sea inferior en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC.

El presente documento fue elaborado por Monex con información pública obtenida de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, no existe garantía, explícita o implícita, de su confiabilidad, por lo que Monex no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo. El contenido de este mensaje no constituye una oferta, invitación o solicitud de Monex para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores o bien para la realización de operaciones específicas. Monex no asume, ni asumirá obligación alguna derivada del contenido del presente documento, por lo que ningún tercero podrá alegar un daño, perjuicio, pérdida o menoscabo en su patrimonio derivado de decisiones de inversión que hubiese basado en este documento. Las opiniones aquí expresadas sólo representan la opinión del analista y no representan la opinión de Monex ni de sus funcionarios. Los empleados de las áreas de promoción, operación, directivos o cualquier otro profesional de Monex, podrían proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Inclusive, Monex o cualquiera de sus promotores, operadores, afiliadas o personas relacionadas podrían realizar decisiones de inversión inconsistentes con las opiniones expresadas en el presente documento.