

BIMBO: Inicio de Cobertura

2 de octubre de 2018

B. Jimena Colín Fernández
J. Roberto Solano Pérez

- Iniciamos Cobertura de Bimbo con una Recomendación de Compra.
- Nuestro PO para finales de 2018 es \$47.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 17.8% para finales de 2018.

Bimbo, la Compañía Líder en el Sector de Panificación Mundial

Estamos Iniciando la Cobertura de Bimbo con una recomendación de Compra y un Precio Objetivo (PO) de \$47.0 para finales de 2018. Para este año, estimamos un crecimiento a nivel de Ingresos y Ebitda de 7.9% y 8.7% respectivamente, los cuales serán resultado del incremento en Ventas en las regiones de Norteamérica, México y en Otros mercados (Latam, Europa, Asia y África) de 3.6%, 11.5% y 18.7%, y a nivel de Ebitda de 1.1%, 16.7% y 46.3%, respectivamente. En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 10.2%, nivel similar al observado durante 2017, el cual pese a considerar los gastos de reestructuración en EUA registrados en el 2T18 y una ligera presión en los precios de los principales insumos, contempla una mejoría en el manejo de los Costos y Gastos en la región de México.

Estrategias del Osito Bimbo

Consideramos que el principal objetivo de Bimbo es que sus consumidores puedan acceder a una amplia gama de productos en cualquier momento y lugar en el que se encuentren, para lo cual la emisora cuenta con las siguientes estrategias: 1) Redes de distribución efectivas, a través de las cuales ha sido capaz de llevar una gran variedad de productos a cada rincón de los países en los que opera; 2) Marcas reconocidas, las cuales le han permitido formar parte de la dieta diaria de sus consumidores y ampliar su participación en nuevos mercados; 3) Productos novedosos, los cuales se adecúan a las tendencias de consumo global (generacionales o de salud); 4) Uso de tecnología, a partir de la cual logra operar de manera más eficiente, incorporando energías renovables y la automatización de procesos (para 2025 se busca operar con energía 100% limpia); y 5) Posicionamiento en mercados estratégicos (mediante adquisiciones), los cuales cuenten con altas expectativas de crecimiento a futuro.

Descripción de Bimbo

A nivel mundial, Bimbo es la compañía líder en panificación y un importante jugador en botanas y confitería. A través de 202 plantas, 58,000 rutas y alrededor de 3.1 millones de puntos de venta, la compañía produce y distribuye 62 millones de productos diariamente en 32 países en los que opera. Su diversificación geográfica abarca las regiones de Norteamérica, México, Latam y Europa, Asia y África (EAA), las cuales presentan una participación a nivel de Ebitda de 43.0%, 58.0%, 3.0% y -4.0% respectivamente. Un dato a destacar es que en 2018, Bimbo logró ocupar la posición 18 en la lista de empresas más preferidas por los consumidores a nivel mundial.

El Mercado de Pan y Tendencias a Nivel Mundial

En 2016, se consumieron cerca de 133 millones de toneladas de pan en el mundo, lo que posicionó a la industria en segundo lugar de importancia. Cabe señalar que el mercado de pan ha variado entre países desarrollados y emergentes, debido principalmente a un grado importante de estabilización económica y cambios en las preferencias. Dicho lo anterior, esperamos que el motor de crecimiento resida en regiones emergentes, pues países como China han logrado experimentar crecimientos de doble dígito (TCAC de los últimos 4 años de 10.5%). En cuanto a las tendencias de consumo global, consideramos que hay dos aspectos a destacar, el primero tiene que ver con los altos índices de obesidad y el segundo con las preferencias de una nueva generación ("millennials"). En conjunto, ambos factores influyen en la demanda de alimentos más saludables, nutritivos y novedosos para los consumidores.

Nivel de Apalancamiento Ligeramente Elevado

En la actualidad Bimbo presenta un elevado apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 2.9x (superior respecto al promedio de los últimos 3 años de 2.7x). Dicho nivel es resultado del proceso de adquisiciones que ha experimentado la compañía en los últimos 5 años, sin embargo, la compañía busca reducir este apalancamiento hacia un objetivo de 2.5x para el próximo año.

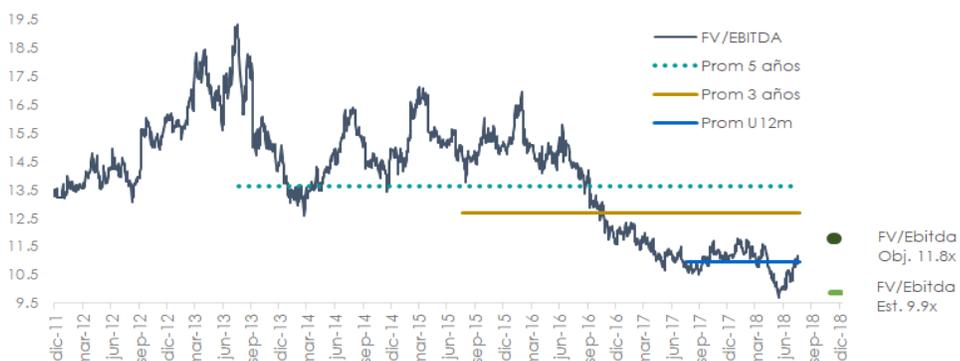
Bimbo	
Sector Alimentos	
<i>La panificadora con mayor presencia mundial</i>	
Precio Objetivo 2018	\$47.0
Precio Actual	\$39.9
% Rendimiento Estimado	17.8%
Recomendación	Compra

Valuación

Nuestro PO para 2018 es de \$47.0, un nivel que implica un potencial rendimiento de 17.8% para finales de 2018.

Para 2018, estimamos un PO de \$47.0 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 17.8%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$54.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 8.7% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 11.8x, el cual resulta similar respecto al nivel promedio de los U3a y U12m de 12.7x y 11.0x respectivamente. Por el método DCF obtenemos un PO de \$40.0, donde consideramos una WACC de 8.2%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.87, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo (M26) de 7.9%.

FV/Ebitda de Bimbo



Fuente: Bloomberg

Bimbo destaca por contar con un PEG de 1.2x, un nivel inferior respecto a los comparables internacionales de 6.3x.

Actualmente, Bimbo presenta un descuento de -14.1% y -19.9% respecto a su Múltiplo FV/Ebitda promedio de los U3a y U5a respectivamente. Cabe mencionar que dichos descuentos son resultado de los retos que representaron las adquisiciones realizadas en los últimos años, sin embargo, desde nuestra visión dichas incorporaciones podrían estar generando sinergias a mediano y largo plazo. Es importante señalar que en 2018 estimamos para Bimbo un crecimiento a nivel de Utilidad Neta de 45.9%, la cual es mayor respecto a sus comparables Internacionales. En cuanto al PEG, Bimbo presenta un nivel de 1.2x el cual resulta inferior (aspecto positivo) respecto al promedio de la muestra de comparables Internacionales.

Comparativo Sectorial Bimbo (mdp)									
Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitda	Mg Op	Mg Ebitda	EPS 2018 (Var%)	P/U	PEG
Conagra Brands	EUA	271,672	28,563	10.0x	15.0%	10.0%	6.0%	18.0x	2.0x
General Mills	EUA	513,409	61,578	11.8x	18.5%	19.2%	-1.9%	14.8x	2.0x
Kellogg	EUA	472,370	48,099	12.9x	14.1%	17.4%	11.3%	16.3x	1.9x
Weston (George)	Canadá	190,508	60,766	7.7x	6.8%	8.8%	-2.5%	20.0x	6.6x
Yamazaki Baking	Japón	80,884	11,393	6.4x	2.8%	6.5%	-24.9%	20.1x	25.9x
Mondelez Int.	EUA	1,166,398	93,949	14.6x	18.3%	11.1%	13.7%	18.7x	1.5x
Campbell	EUA	12,209	1,778	11.5x	13.6%	-15.7%	-6.3%	13.0x	4.2x
Internacionales		386,779	43,732	10.7x	12.7%	8.2%	-0.7%	17.3x	6.3x
Gruma	México	102,803	11,604	10.5x	13.4%	16.3%	10.5%	16.6x	1.7x
Locales		146,077	20,507	10.7x	11.0%	11.8%	24.5%	34.9x	1.5x
Grupo Bimbo	México	189,351	29,409	10.9x	8.7%	7.2%	45.9%	53.3x	1.2x

Fuente: Bloomberg

En 2018, Bimbo cuenta con una expectativa de crecimiento a nivel de Utilidad Neta de 45.9% respecto a 2017.

Un Sector de Pan Consolidado

En 2016, el mercado de productos panificados se valuó por un monto de \$456,800 mdd, el cual es similar al valor de la economía de Tailandia.

En la antigüedad, los egipcios pagaban el salario o jornal de un campesino con un cierto número de panes y cerveza.

El consumo de pan per cápita en México es de 33.5 kg. al año, en contraste con Japón, EUA y China cuyo consumo es de 22.0, 20.6 y 5.8 kg. respectivamente.

A nivel mundial se consume de pan lo equivalente a casi un millón de ballenas azules al año.

Una Visión Mundial del Pan

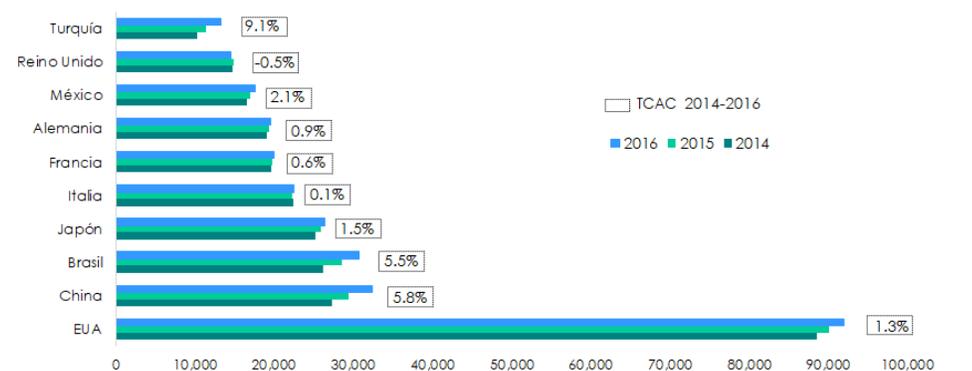
En 2016, el mercado mundial de alimentos empaquetados se valuó en un monto cercano a \$1,827,200 mdd (equivalente a casi el 10.0% del PIB de EUA), de los cuales el sector de panificación industrial representó el 22.0%, mientras que el 88.0% restante considera en su conjunto a los alimentos lácteos, confitería, frutas y verduras, entre otros. En cuanto a volumen, se estima que en 2016 se consumieron alrededor de 133 millones de toneladas de pan en el mundo, posicionando a la industria en segundo lugar en cuanto a relevancia, únicamente por debajo de los productos lácteos. Derivado de la importancia del pan en la alimentación mundial, el comportamiento de dicha industria ha estado estrechamente relacionado con el crecimiento poblacional, además responde rápidamente a los nuevos patrones de consumo en las diferentes regiones. Por dichas razones, el mercado de panificación se caracteriza por: estar limitado en tamaño (determinado por la población mundial), ser muy sensible al cambio en las preferencias de los consumidores y por estar altamente fragmentado debido a la gran cantidad de competidores que participan.

Los Países con la Mayor Rebanada del Mercado de Panificación

En los últimos 4 años, las ventas de alimentos panificados tuvieron una TCAC del 4.2%, la cual fue resultado de un promedio ponderado del crecimiento registrado en botanas, cereales y productos horneados de 5.6%, 5.5% y 3.6% respectivamente. En particular, el comportamiento del mercado de panificación ha variado entre países desarrollados y emergentes, debido a factores como la estabilización de la población y del poder adquisitivo, así como por el cambio en preferencias de consumo hacia productos más saludables.

En relación a los países desarrollados, el sector de panificación ha alcanzado en los últimos años un grado importante de madurez, como ejemplo de ello mencionamos los casos de EUA, Francia y Alemania, cuya TCAC de los últimos 4 años fue de 1.8%, 1.0% y 1.5% respectivamente. En contraste, en los países emergentes las ventas de dichos alimentos han experimentado altas tasas de crecimiento, incluso en algunos países de doble dígito. Tal es el caso de China, Argentina y Brasil, los cuales presentaron una TCAC en los últimos 4 años de 10.5%, 28.6% y 10.1% respectivamente. Lo anterior, consideramos que es resultado de un incremento en el ingreso de la población, derivado de un mayor dinamismo de su economía; de una rápida transición de centros rurales a urbanos, la cual exige alimentos empaquetados “on the go” y de un incremento en la aceptación de alimentos occidentales particularmente en la región asiática. En cuanto a la concentración del valor del mercado de panificación global; EUA, China, Brasil, Japón e Italia concentran el 70.5%, en comparación con el 29.5% que concentra el resto del mundo.

Top 10 de Países con el Mayor Valor de Mercado de Panificación (mdd)



Fuente: Monex con información de “Bakery Products in Mexico 2018” de AAFC.

Un Sector Altamente Fragmentado

Una característica de la industria a destacar es que posee una estructura de mercado altamente competitiva, debido principalmente a sus bajas barreras de entrada. Un dato que respalda éste hecho es que a nivel global las principales vendedoras concentran en conjunto el 10.0% del mercado mundial (ninguna de ellas alcanza una participación del 5.0%), frente al 90.0% que poseen las panaderías mejor conocidas como artesanales.

La palabra "Pan" aparece 360 veces en la Biblia, lo cual demuestra la importancia de dicho alimento en la historia de la humanidad.

Un ejemplo de la importancia del pan en la cultura mexicana son sus abundantes alusiones en refranes como: "Es pan comido", el cual se refiere a que algo es muy fácil de realizar.

La panadería mexicana cuenta con más de 2,000 variedades de pan.

En 1997, los productores de trigo en Kansas produjeron suficiente de dicho cereal como para proveer a cada persona del mundo con 6 panes.

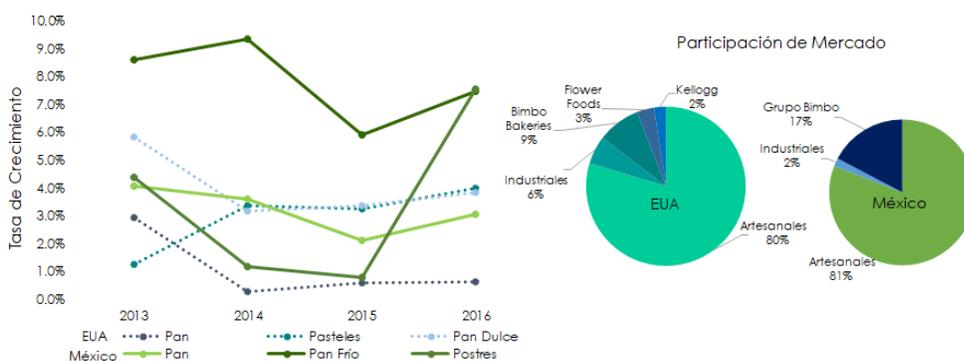
Derivado de dicha competitividad, consideramos que la clave de crecimiento de las compañías reside en su eficiencia para producir y distribuir sus productos, así como en su diferenciación (en términos de calidad, servicio al cliente, accesos a puntos de venta, etc.) para incrementar sus Ingresos. En particular, las grandes empresas tienden a generar economías de escala (el costo promedio disminuye conforme aumenta el tamaño de la producción) y a poner en marcha sistemas de distribución altamente eficaces para ampliar su participación en nuevas regiones. En contraste, las pequeñas y medianas empresas buscan atraer a sus consumidores mediante productos artesanales (comúnmente asociados a mayor frescura y con ingredientes premium), a los cuales además de tener fácil acceso se pueda ofrecer una experiencia al consumirlos.

El Mercado de Pan en México

En 2017, el mercado de panificación en México se valuó por \$283,000 mdp, valor que implicó un crecimiento de 3.0% respecto al 2016. En los últimos 5 años, las categorías que lideraron el incremento en ventas del sector mexicano de panificación fueron: el pan frío, el pan dulce y el pan y la bollería con una TCAC de 7.0%, 3.5% y 3.1% respectivamente. Respecto a la concentración del mercado, hoy en día se contabilizan cerca de 60,000 panaderías mexicanas, de las cuales el 97.0% son pequeñas y medianas empresas (80.0% pertenecen al sector informal), en contraste con el 3.0% que representan las grandes compañías. Si bien el sector es competitivo, Grupo Bimbo concentra el 17.3% del mercado total de productos panificados, lo cual se debe no solo a su gran variedad de productos con marcas muy reconocidas por los mexicanos, sino por la disponibilidad de dichos productos en múltiples presentaciones y en cualquier punto de la República Mexicana.

Un aspecto coyuntural que experimentó la industria de alimentos con alto contenido calórico y bebidas azucaradas en México fue el Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS), el cual entró en vigor en 2014 y consistió en gravar con un 8.0% los alimentos altos en carbohidratos. Tomando en cuenta lo anterior y algunos aspectos de preferencias, se estimó que en los últimos 4 años México fue el país que experimentó el mayor número de nuevos lanzamientos de alimentos de panadería (4,863 lanzamientos), de los cuales el 67.0% fueron nuevos productos, mientras que el 33.0% restante fueron lanzamientos de productos existentes con algún cambio en su presentación.

Mercado de Panificación en México y Norteamérica



Fuente: Monex con información de "Bakery Products in Mexico 2018" de AAFC y Euromonitor.

El Mercado de Pan en Estados Unidos

En 2017, el valor del mercado estadounidense de panificación fue de \$58,600 mdd, dicho valor implicó un crecimiento de 2.0% respecto al 2016. En los últimos 4 años, los productos que experimentaron un mayor crecimiento fueron: el pan dulce, los pasteles, y el pan y bollería, los cuales presentaron una TCAC de 4.1%, 3.0% y 1.1% respectivamente. En cuanto a la concentración de mercado, para 2018 se estima que EUA cuente con 18,223 establecimientos de alimentos panificados, de los cuales el 80.9% se prevé que sean microempresas, el 18.8% pequeñas y medianas empresas y el 0.3% restante grandes empresas. Considerando los medios de distribución empleados en la industria del pan, el mercado se torna altamente concentrado, pues en **canales de distribución modernos**, las 50 compañías más grandes del país generan el 75.0% de los ingresos, mientras que las pequeñas y medianas empresas el 25.0% restante. En contraste, en **canales de distribución tradicionales**, las pequeñas y medianas empresas contribuyen con el 80.0% de los ingresos, mientras que las grandes empresas con el 20.0% restante.

El 81.0% de los millenials está dispuesto a pagar más por alimentos que brinden beneficios a su cuerpo, lo cual contrasta con el 67.0% de los Baby Boomers.

De acuerdo con el estudio "Food & Drink trends", en 2016 la demanda mundial de alimentos y bebidas veganas aumentó 257% respecto a 2012.

Un mexicano consume en promedio un producto de Bimbo mínimo cada 15 días. En total, en México, se consumen 127.5 millones de unidades de Bimbo en dicho periodo.

Las flotillas de Bimbo recorren lo equivalente a 90 vueltas al mundo diariamente.

Otro dato a destacar en la región tiene que ver con los nuevos lanzamientos de productos panificados, ya que en los últimos 4 años, EUA se ubicó en segundo lugar de la lista de países con el mayor número de lanzamientos (819 productos). Lo anterior ha sido resultado de la adaptación que han tenido que emprender las compañías de alimentos para satisfacer las nuevas necesidades de consumidores cada día más preocupados por su salud.

Tendencias a Futuro del Consumo de Alimentos Panificados

Adicional al crecimiento moderado del sector de panificación, las compañías han tenido que ir evolucionando para satisfacer las nuevas tendencias de consumo a nivel mundial. Un aspecto que toma relevancia son los altos niveles de obesidad y el gran interés por disminuirlos, pues de acuerdo con un estudio de la OCDE, en 2017 uno de cada cinco adultos en países pertenecientes a esta organización presentó obesidad. Dicho dato empeoró en países como EUA y México cuya razón es de dos de cada cinco adultos que tuvo sobrepeso. Es por esta razón y las implicaciones a las que conlleva (diabetes, enfermedades cardiovasculares, etc.), que la población comienza a demandar alimentos cuyos ingredientes sean más saludables.

Otro aspecto a considerar respecto a las nuevas tendencias de consumo, tiene que ver con satisfacer los nuevos patrones de consumo de generaciones de jóvenes de entre 18 y 34 años, mejor 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 alimento "premium" que ofrezca mayores beneficios para la salud, el 36.0% elige alimentos orgánicos, el 27.0% productos sin cafeína y el 23.0% opta por aquellos libres de gluten. Además, dicha generación no solamente busca alimentos particulares, sino que el modo de producción de éstos sea compatible con el cuidado al medio ambiente y si es posible, luzca lo suficientemente atractivo como para compartirlo en redes sociales.

Bimbo, la Panificadora más Grande del Mundo

El Osito Bimbo con Reconocimiento Internacional

Bimbo es la compañía líder en la industria de panificación a nivel mundial y un jugador importante en botanas y confitería. A través de 202 plantas, 58,000 rutas y alrededor de 3.1 millones de puntos de venta, la empresa ofrece más de 13,000 variedades de productos a los 32 países en los que tiene presencia. Su diversificación geográfica abarca países tanto desarrollados como emergentes, los cuales a nivel de ventas presentan una participación de 58.0% y 42.0% respectivamente.

Desde su inicio de operaciones en 1945 en territorio mexicano y hasta la actualidad, Grupo Bimbo ha logrado expandir su presencia mundial hasta llegar a consolidar cuatro importantes unidades de negocio: México, Norteamérica, Latinoamérica (LATAM) y Europa, Asia y África (EAA). A través de dichas regiones, el grupo elabora y distribuye 62 millones de productos diariamente, de los cuales no solamente destaca por su especialidad en productos horneados como el pan de caja, la bollería, los pasteles y los muffins, sino por sus botanas y confitería como las galletas, tortillas, tostadas, papas fritas, caramelos, chocolates, pulpas, y otros. Un dato a destacar es que de acuerdo con el ranking mundial "Brand Footprint 2018", Bimbo se posicionó en el lugar 18 en la lista de empresas más preferidas por los consumidores, destacando su posición 3 y 10 en México y España respectivamente, con una penetración de mercado de 99.4% y 51.8%, y una frecuencia de consumo de al menos uno de sus productos de 30.9 y 5.9 veces al año.

Estrategias de Bimbo

Consideramos que el principal objetivo de Bimbo es que sus consumidores puedan acceder a una amplia gama de productos en cualquier momento y lugar en el que se encuentren, para lo cual la emisora cuenta con las siguientes estrategias: 1) **Redes de distribución efectivas**, a través de las cuales la empresa ha sido capaz de llevar el "Pan Bimbo", los "Gansitos", además de una gran variedad de productos a cada rincón de los países en los que opera; 2) **Marcas reconocidas**, las cuales le han permitido seguir formando parte de la dieta diaria de muchas familias, además de abrirle la puerta a nuevos mercados; 3) **Productos novedosos**, los cuales se adecúan a las tendencias de consumo global como respuesta a las nuevas preferencias (por aspectos generacionales o de salud); 4) **Uso de tecnología**, a partir de la cual logra operar de manera más eficiente mediante la automatización de procesos e incorporación de energías renovables (para 2025 se busca operar con energía 100% limpia); y 5) **Posicionamiento en mercados estratégicos** (mediante adquisiciones), los cuales cuenten con altas expectativas de crecimiento a futuro.

En México, 9 de cada 10 personas conocen el pastelito de Bimbo denominado "Gansito".

Participación Mundial en el Mercado de Panificación

A nivel mundial, la emisora concentra el 4.7% del mercado de panificación, lo cual lo posiciona como la compañía más grande e importante del mundo. En particular, Bimbo es líder global en pan empaquetado y bollería; en bagels en Norteamérica y EAA; así como un importante competidor en galletas, pasteles y pan dulce en todas sus regiones. En cuanto a su confitería, destaca su posición en México y Latinoamérica, mientras que en botanas saladas y tortillería su participación de mercado es sobresaliente en México. De sus competidores internacionales podemos destacar a Associated British Foods, Flower Foods, JAB Holding Company, Mondelez International, Yamazaki Baking y Kellogg Co, mientras que a nivel nacional Bimbo no cuenta con empresas similares.

En los últimos 5 años, Bimbo mejoró el perfil nutricional del 37.0% de sus productos con el fin de ofrecer productos más nutritivos.

Posición de Bimbo en sus Diferentes Mercados Internacionales

	PAN EMPACADO	BOLLERÍA	BAGELS	ENGLISH MUFFINS	GALLETAS	PASTELES	PAN DULCE	CONFITERÍA	TORTILLAS	BOTANAS SALADAS	
MÉXICO	1	#1	•	•	#2	#1	#1	#1	#1	#2	Artesano
NORTEAMÉRICA	2	#1	#1	#1	•	#2	#2	•	•	•	Dempsters MRS BAIRD'S Garden of Eatin' PlusVita
LATAM	3	#1	#1	N/A	•	#1	#2	#1	•	•	PlusVita
EAA	4	#1	#1	N/A	N/A	#2	#1	N/A	•	•	donuts Ricolino

* Fuera del Top 2 de Empresas con Mayor Participación



Fuente: Monex con información de la emisora.

Diversificación Geográfica de Bimbo

Conformada por Estados Unidos y Canadá, **Norteamérica** es la región más importante del Grupo en términos de ventas, pues representa el 49.0% de los Ingresos del Grupo y el 43.0% del Ebitda. Bimbo opera mediante sus subsidiarias Bimbo Bakeries USA, Barcel USA, Bimbo Frozen y Bimbo Canada, a través de 83 plantas de producción. El grupo ha logrado posicionarse como líder en dichos mercados debido a las últimas adquisiciones realizadas, entre las que destacan: Canada Bread en 2014, a través de la cual Bimbo se convirtió en la panificadora más grande del mundo; Vachon en 2015, compañía líder de pastelitos en Canadá; y East Balt Bakeries, proveedor de cadenas de restaurantes de comida rápida con presencia en 11 países.

La adquisición de East Balt Bakeries le dio acceso a Bimbo a 11 países de Europa, Asia, África y Norteamérica.

En cuanto a **México**, cuya participación en Ingresos es de 33.0% y en Ebitda de 58.0%, destacamos que es el mercado con el mayor reconocimiento y lealtad a la empresa, pues además de ser orgullosamente mexicana sus productos se encuentran hasta en los lugares más recónditos del país. En dicha región, el Grupo opera a través de sus subsidiarias Bimbo y Barcel principalmente, a través de 38 plantas de producción. Además, la emisora es líder en productos panificados con marcas como Bimbo, Tía Rosa, Oroweat y El Globo; el segundo jugador en botanas con marcas como Marinela, Branfrut, Multigrano, Saníssimo y Milpa Real, y muy reconocido en confitería a través de marcas como Ricolino, Vero y Coronado.

En la región de **Latam** Bimbo inició operaciones desde 1995, y al igual que en Norteamérica, su liderazgo está principalmente asociado a adquisiciones de empresas previamente posicionadas en el mercado, su participación a nivel de Ingresos es de 10.0%, mientras que a nivel de Ebitda es de 3.0%. Bimbo cuenta con 32 plantas de producción en 15 países de Centroamérica y América del Sur. Por otro lado, la región de Europa, Asia y África (**EAA**) conformada por 8 países en Europa, 4 en Asia y 2 en África, tiene una participación en Ingresos de 8.0% y en Ebitda de -4.0%. Cabe mencionar que es la unidad de negocio más reciente del Grupo y la más prometedora a mediano y largo plazo debido a las expectativas entorno a la aceptación de alimentos empaquetados de origen occidental. Las adquisiciones de los últimos 7 años como Sara Lee, Canada Bread, Panrico y East Balt Bakeries le dieron importante acceso al mercado europeo, mientras que la de Ready Roti al hindú, Grupo Adghal al marroquí, y Bimbo China y Mankattan al chino.

Tan arraigada está la marca de Bimbo en México que el pan de "Caja" es comúnmente conocido como "Pan Bimbo".

Horneando el Crecimiento a Futuro

Tomando en cuenta las 4 unidades de negocio de Bimbo, es importante considerar que Norteamérica, México, Latinoamérica, y Europa, Asia y África (EAA) tienen un “peso” en los Ingresos del Grupo de 49.0%, 33.0%, 10.0% y 8.0%, mientras que a nivel de Ebitda de 43.0%, 58.0%, 3.0% y -4.0% respectivamente. Derivado de la participación de cada región, para 2018 esperamos un crecimiento consolidado en los Ingresos y en el Ebitda de 7.9% y 8.7% respectivamente, los cuales serán resultado del desempeño en cada unidad de negocio.

El nombre de la marca Marinela fue en honor a la hija de Lorenzo Servitje, fundador de Bimbo en 1945.

Norteamérica: En esta región, estimamos un crecimiento en Ventas de 3.6%, y en Ebitda de 1.1%. Dichos incrementos esperamos que sean resultado de: 1) Un mayor dinamismo de la economía estadounidense, cuya expectativa de crecimiento del PIB para este año es de 2.9%; 2) El incremento de 3.0% en los Ingresos del Grupo derivado de la adquisición de East Balt Bakeries (consolidada en el 4T17); y 3) Una mejoría en el manejo de Costos y Gastos de la compañía, aunque ligeramente contrarrestada por los gastos de reestructuración registrados en el 2T18.

México: En este país, estimamos un crecimiento en Ventas de 11.5%, y en Ebitda de 16.7%. Dichos incrementos esperamos que sean resultado de: 1) Una mayor expectativa en cuanto al consumo final para 2018 de 2.5%; 2) Un mejor desempeño de las ventas a través de canales tradicionales de distribución; y 3) Una mejoría de la emisora en cuanto al manejo de sus Gastos de Operación.

En 1965, Bimbo inició operaciones en España como empresa independiente al Grupo y fue hasta 2011 que la adquirió y formó su subsidiaria Bimbo Iberia.

Otros mercados (Latam, Europa, Asia y África): En estas regiones, estimamos un crecimiento en Ventas de 18.7% y en Ebitda de 46.3%, los cuales esperamos que sean resultado de: 1) El crecimiento orgánico en cada región, y en línea con la historia observada en los últimos 3 años con una TCAC de 17.7%; 2) El incremento en los Ingresos (aunque en menor proporción) asociados a las nuevas adquisiciones del Grupo (Ready Roti, Grupo Adghal y Mankattan); y 3) Una mayor expectativa en cuanto al consumo de alimentos panificados “on the go” en países emergentes, en particular en Medio Oriente cuya expectativa de crecimiento en los próximos 3 años es de 7.6%.

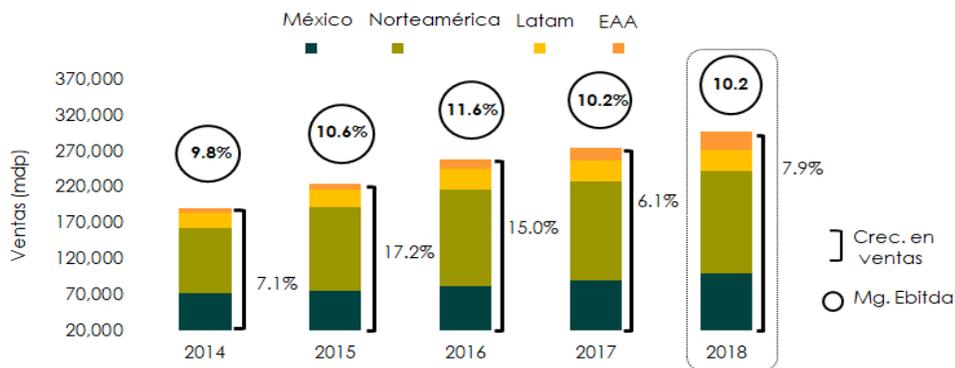
En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 10.2%, como resultado de un promedio ponderado del Margen Ebitda de Norteamérica, México y Otros Países de 9.0%, 18.5% y 1.1% respectivamente. Dicho nivel resulta similar al observado durante 2017, el cual pese a considerar los gastos de reestructuración en EUA registrados en el 2T18 y una ligera presión en los precios de los principales insumos, contempla una mejoría en el manejo de los Costos y Gastos principalmente en la región de México.

De acuerdo con el Ranking “Brand Footprint 2018”, la población mundial compra un producto de Bimbo 10.8 veces al año.

El Trigo, la Levadura de los Costos

Derivado de la importancia que tiene el trigo como principal insumo de la emisora (constituye cerca del 25.0% de los Costos Totales), es importante mencionar que para 2019 se estima un crecimiento en precios de 13.8%, como resultado de la disminución de inventarios a nivel mundial, tensiones comerciales entorno a dicho cereal, aspectos climatológicos, los precios internacionales de energéticos y la volatilidad del tipo de cambio. A pesar del incremento que ha presentado el precio del trigo en lo que va de 2018 y la expectativa de alza en 2019, consideramos que el escenario actual se mantiene en línea con el precio promedio observado en los últimos 3 años.

Crecimiento 2018 (Ingresos Totales y Margen Ebitda)



Fuente: Monex con información de la emisora.

Bimbo organiza la carrera deportiva más grande del mundo, en la cual participan 110,000 corredores en 23 países simultáneamente.

Apalancamiento Ligeramente Elevado

En los últimos 5 años, el Ebitda de Bimbo ha presentado una TCAC de 9.5%.

Deuda

En la actualidad Bimbo presenta un elevado apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 2.9x, sin embargo, dicho nivel resulta similar al promedio de una muestra de comparables internacionales de 3.2x. En cuanto al apalancamiento es importante destacar dos aspectos, el primero de ellos es que éste ha sido resultado del proceso de adquisiciones que ha experimentado la compañía en los últimos 5 años, y el segundo es que la emisora ha mencionado como objetivo para el próximo año hacer una reducción hacia niveles de 2.5x.

En cuanto al perfil de vencimiento de la Deuda Total, el 98.0% es a Largo Plazo, mientras que el 2.0% restante es a Corto Plazo. A nivel de divisas, el 61.0% de la Deuda Total se encuentra denominada en dólares americanos, el 34.0% en pesos y el 5.0% restante en dólares canadienses. A nivel de tasas, el 97.0% de la deuda es a tasa fija, en contraste con el 3.0% que se encuentra a tasa variable. Finalmente, es importante mencionar que el vencimiento promedio es de 11.1 años, lo cual indica que Bimbo cuenta con cierta flexibilidad de tiempos para el pago de su deuda.

Bimbo cuenta con una razón DN/Ebitda de 2.9x debido a la fuerte expansión geográfica que ha experimentado en años previos.

Rentabilidad

A pesar de que Bimbo cuenta con niveles de rentabilidad de ROE y ROIC inferiores al promedio de comparables a nivel Internacional, cabe mencionar que dentro de esta muestra no existen empresas 100% similares a Bimbo. Un dato a destacar es que en 2018 nuestra expectativa de crecimiento a nivel de Utilidad Neta es de 45.9%, la cual a su vez genera una mejor visión en términos de ROE.

Con relación a los dividendos, en los últimos 5 años, el monto que Bimbo ha destinado para el pago a sus accionistas ha presentado una TCAC de 16.2%, lo cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 0.65%. En la actualidad, Bimbo presenta un "Payout Ratio" de 35.6%, el cual resulta ligeramente inferior respecto al promedio de sus comparables Internacionales de 47.5%. No obstante, consideramos que la emisora es competitiva respecto a empresas similares, debido a que muchas de ellas no manejan una política de dividendos.

El "Dividend Yield" promedio de Bimbo en los últimos 5 años es de 0.65%.

Comparativo Sectorial Bimbo							
Empresa	País	DN/Ebitda	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC
Conagra Brands	EUA	2.4x	9.1%	1.6	1.8	22.5%	12.0%
General Mills	EUA	4.6x	8.5%	1.3	3.2	32.0%	9.8%
Kellogg	EUA	3.4x	10.1%	1.2	4.3	67.9%	11.5%
Weston (George)	Canadá	3.6x	6.7%	1.5	2.1	3.3%	5.1%
Yamazaki Baking	Japón	-0.4x	82.2%	1.9	1.1	6.2%	4.2%
Mondelez Int.	EUA	3.7x	10.9%	1.7	1.5	12.5%	7.4%
Campbell	EUA	5.4x	16.8%	1.1	9.3	59.0%	13.4%
Internacionales		3.2x	32.3%	1.9	2.7	25.6%	9.4%
Gruma	México	1.6x	14.3%	1.6	1.5	24.9%	15.6%
Locales		2.2x	9.4%	1.6	1.9	16.1%	10.3%
Grupo Bimbo	México	2.9x	4.6%	1.5	2.2	7.3%	5.0%

Fuente: Bloomberg

Riesgos

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

- Pese al acuerdo alcanzado entre EUA, México y Canadá (USMCA), una modificación de las medidas arancelarias en el sector agrícola (principalmente con EUA) podría tener repercusiones en el precio de los insumos y afectar la operación de la compañía.
- Derivado de la proporción de Ingresos y Deuda que se encuentra en dólares americanos (49.0% y 61.0% respectivamente), mayor volatilidad en el tipo de cambio podría impactar la estructura financiera de la emisora.

En 2017, Bimbo firmó 2 proyectos piloto de abastecimiento de trigo con el fin de aumentar el valor de la cadena de producción mexicana, a la vez que busca diversificar su dependencia a productores extranjeros.

En 2018 se pronostica un ajuste de -3.3% en los inventarios del trigo debido a condiciones climatológicas retardoras a nivel mundial.

- Un entorno económico internacional complicado y factores geopolíticos poco favorables en los países en los que opera Bimbo podría afectar sus ingresos y generación de flujo.
- Un escenario de incrementos abruptos en los precios del trigo (debido a condiciones climatológicas, una disminución de inventarios a nivel mundial o tensiones comerciales entorno a productos agrícolas) podría generar retos a nivel operativo en la emisora.
- En caso de presentarse incrementos importantes en los precios de los energéticos, éstos podrían generar una mayor contracción en los márgenes de la emisora.
- Un riesgo reputacional derivado de una mala práctica o decisión del Grupo podría afectar la imagen de la compañía.
- Un incremento de la competencia en los mercados en los que opera Bimbo podría obligar a la compañía a disminuir ligeramente su participación de mercado.
- Modificaciones en regulaciones relacionadas a desincentivar el consumo de alimentos altos en calorías y azúcares podría implicar mayores costos operativos para Bimbo.
- 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 Bimbo:

- La emisora tiene un 25.0% de Float, manteniendo el 75.0% restante bajo el control del Grupo.
- Bimbo tiene un “peso” aproximado en el S&P BMV IPyC de 1.6%.
- En los últimos 10 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 125.0%.
- La emisora se encuentra bajo la administración de Daniel Javier Servitje Montull, quien se desempeña desde 1997 como Director General de Grupo Bimbo y desde 2013 como Presidente del Consejo de Administración.
- Grupo Bimbo es la única empresa mexicana dentro del Ranking Mundial 2018 de las 135 compañías más éticas del mundo, elaborado por “The Ethisphere Institute”. Además, ha sido acreedor a diversos reconocimientos por su alto compromiso social y ambiental, tanto en México como en el resto de las regiones en las que opera.

Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2016	2017	2018E	2018E
Ventas totales	252,141	267,515	288,663	7.9%
Utilidad operativa	18,082	17,472	18,076	3.5%
Ebitda	29,295	27,192	29,568	8.7%
Utilidad Neta Mayoritaria	5,898	4,629	6,753	45.9%
Margen Operativo	7.2%	6.5%	6.3%	-0.2%
Margen Ebitda	11.6%	10.2%	10.2%	0.08%
Margen Neto	2.3%	1.7%	2.3%	0.6%

Fuente: Estimados Monex

Desde 1980 Bimbo comenzó a cotizar en la BMV y desde 1989 ha formado parte del IPyC. Desde entonces, el rendimiento de la emisora ha sido de 6,785.0%.

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2017	2T18
Activo Total	259,249	266,344
Activo Circulante	42,490	46,334
Activo No Circulante	216,759	220,010
Pasivo Corto Plazo	48,655	49,860
Pasivo Largo Plazo	133,571	132,563
Pasivo Total	182,226	182,423
Capital Contable	77,023	83,920

Fuente: Estimados Monex

Directorio

Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	rgonzalez@monex.com.mx
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	jquirozz@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. 5230-0200 Ext. 0710	bicolinf@monex.com.mx
Juan Francisco Caudillo Lira	Analista Técnico Sr.	T. 5231-0016	jcaudillo@monex.com.mx
César Adrian Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	casalinasg@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, fungen 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.