

# Comentario de empresa

## FEMSA: Compra de Socofar aditiva en valuación y en flujo libre de efectivo: Subimos VI y reiteramos COMPRA

### FEMSA UBD

COMPRA	VI: 12M	\$ 165.00
Precio (MXN) (serie UBD)		145.87
Máx/mín (18M)	151.23 /	116.82
Rendimiento esperado		13.1%
Valor de mercado (MXN M)		315,251
Valor de la empresa (MXN M)		424,245
Acciones en circulación (M)		2,161
Flotante		60%
Importe prom. 60 días (MXN M)		309

▲ Fuente: BMV, la empresa y estimados VectorAnálisis.

- ▶ La adquisición de Grupo Socofar se realizó a un múltiplo que agrega valor a FEMSA, el cual calculamos por debajo de las 10x VE/UAFIDA, atractivo considerando la valuación conocida de FEMSA en 14.6x.
- ▶ En términos ingresos y uafida anualizados, Socofar podría incrementar en 15.3% y 9.3% respectivamente, las cifras de FEMSA Comercio. A nivel consolidado, representaría el 8.3% de los ingresos y el 3.3% de la uafida de FEMSA.
- ▶ Adicionalmente, consideramos que la adquisición abre la posibilidad de que la empresa siga consolidando el canal farmacéutico en Sudamérica y facilite, eventualmente, la exportación de su formato Oxxo en Sudamérica. Subimos VI a

### Compra de participación mayoritaria (60%) en

Cifras en USD mill.

VE:	998
Ingresos UDM jun-15:	1,836
Margen UAFIDA:	5.5%
UAFIDA LTM:	101

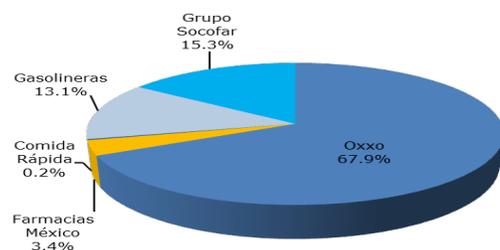
VE/UAFIDA de adquisición:	Escenarios Margen UAFIDA:				
	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
	12.1x	10.9x	9.9x	9.1x	8.4x

Monto desembolsado por el 60% del capital social:	570
Por tanto, el 100% del capital social sería aproximadamente de:	950
Estimación Deuda Neta:	48
VE:	998

▲ Fuente: Información publicada por la empresa; estimados VectorAnálisis.

### FEMSA Comercio: Origen de los ingresos 2016e

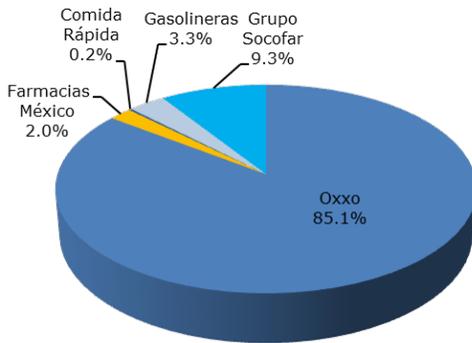


▲ Fuente: Estimados VectorAnálisis.

Brevemente los pormenores del anuncio: FEMSA Comercio, S.A de C.V., subsidiaria al 100% de FEMSA (NYSE: FMX, BMV: FEMSA), llegó a un acuerdo para adquirir una participación mayoritaria (60%) en Grupo Socofar, operador líder de farmacias en Sudamérica basado en Santiago, Chile, con efectivo disponible. Socofar actualmente opera 643 farmacias y 154 tiendas de belleza en Chile bajo las marcas Cruz Verde y Maicao, respectivamente. Socofar es líder en el sector de farmacias y ocupa la posición número dos en el segmento de tiendas de belleza en Chile. Adicionalmente, Socofar controla Farmasanitas en Colombia la cual opera más de 150 farmacias, farmacias in situ y dispensarios médicos con las marcas Cruz Verde y Farmasanitas. Socofar es además líder en la distribución de farmacéuticos a clientes terceros y participa en la producción de medicamentos genéricos y bioequivalentes en Chile. La transacción está sujeta a recibir la aprobación de las autoridades correspondientes y se espera que el cierre ocurra durante el 4T15. A continuación nuestros comentarios al respecto:

- **Adquisición aditiva en valuación, atractiva considerando la cotización actual de FEMSA.** Como se muestra en el cuadro, asumiendo un margen uafida de dígito medio, el múltiplo probable de adquisición se ubicaría en un rango de entre 9.9x y 9.1x, atractivo considerando la valuación actual de la empresa en niveles de 14.6x.
- **La compra no tendrá implicaciones negativas en la posición financiera de la empresa.** Con base en nuestros estimados y de acuerdo a pláticas con la administración de FEMSA, la empresa pagó por el 60% del capital de Socofar alrededor de USD 570 mill. en efectivo y absorberá un monto reducido de deuda neta que estimamos en USD 48 mill. Nuestros estimados para el cierre de 2016, incorporan un ligero incremento de la deuda neta, pero manteniendo estable nuestra proyección del ratio de apalancamiento en 1.1x deuda neta a uafida.
- **Si bien la rentabilidad de Socofar es menor la registrada por FEMSA Comercio, consideramos que es un negocio que aportará flujo libre de efectivo y niveles de ROIC crecientes en el largo plazo.** Con base en información recopilada de organismos públicos de salud, tanto en Chile como en Colombia, vemos que los crecimientos en el sector farmacéutico, medido en ingresos, van de rangos del 5% hasta el 8%. Particularmente en Chile, país que representa aproximadamente el 80% de los ingresos de Socofar, la población advierte ya una tendencia al envejecimiento, y es creciente la necesidad por diversas terapias y acceso a medicamentos. Como dato relevante, la compra de medicamentos en Chile, incluso los de libre

FEMSA Comercio: Origen de la uafida 2016e



▲ Fuente: Estimados VectorAnálisis.

Valuación por Suma de Partes

Cifras en MXN mill. (excepto precios por acción)

Negocio	Participación accionaria de FEMSA	UAFIDA (2016z)	Múltiplo VE/UAFIDA implícito	Valor implícito del negocio (implícito)
Heineken Holding NV (PO consenso Bloomberg EUR 71.52; 16.69 MXN/EUR)	14.9%	n.a.	n.a.	51,350
Heineken NV (PO consenso Bloomberg EUR 76.59; 16.69 MXN/EUR)	12.5%	n.a.	n.a.	92,270
KOF	47.9%	8,076	11.3x	163,656
FEMSA Comercio	100.0%	4,301	78.2x	336,419
Otros negocios	100.0%	215	8.0x	1,721
<b>Valor total implícito de segmentos de negocio:</b>				645,415
Deuda neta:				56,506
Valor de capitalización teórico:				588,909
UB's y UBD's en circulación (mill.):				3,578
Precio teórico por UBD sin descuento:				165.00
Descuento por conglomerado:				0.0%
<b>Precio teórico por UBD:</b>				<b>165.00</b>

▲ Fuente: Estimados VectorAnálisis.

Resumen de cálculo del VI y múltiplos implícitos

Método de valuación	Precio	Ponderación
Suma de partes	165.00	100%
<b>Precio Objetivo (PO) Ponderado</b>	<b>165.00</b>	100%
Precio actual	145.87	
Rendimiento potencial del PO	13.1%	
Rendimiento por dividendos	1.7%	
Rendimiento total esperado	<b>14.8%</b>	
<b>Recomendación:</b>	<b>COMPRA</b>	

▲ Fuente: Estimados VectorAnálisis.

prescripción (OTC), solo se puede realizar en farmacias y no es tiendas de autoservicio. Nuestros estimados financieros asumen la incorporación de los resultados operativos de Socofar a partir del 1T16, con crecimientos en ingresos de largo plazo del 5% anual (en moneda local) y un margen uafida inicial de 5.5% con una proyección de mejora gradual en los próximos años. Con base en lo anterior, determinamos que Socofar representará alrededor del 15.3% de los ingresos de FEMSA Comercio (8.3% a nivel consolidado) y el 9.3% de la uafida (3.3% a cifras consolidadas). El efecto cambiario lo determinamos de acuerdo a las proyecciones del consenso de Bloomberg para el peso Chileno y el peso Colombiano. Como se podrá apreciar en nuestras proyecciones financieras para los próximos dos años, prevemos una disminución del margen uafida consolidado debido que prevemos un crecimiento más acelerado en los negocios diferentes a Oxxo, tales como farmacias y gasolineras, los cuales tienen un margen menor al de las tiendas de conveniencia. En cuanto a nuestro análisis de ROIC de FEMSA Comercio, de manera similar prevemos una ligera contracción en los próximos años, pero aun vemos indicadores muy sólidos cercanos al 20% como se muestra en la gráfica.

• **Estratégicamente, vemos positiva la adquisición no solo por la incursión en un nuevo mercado, sino también por la posibilidad de facilitar la “exportación” del modelo de negocio de tiendas de conveniencia en territorio Sudamericano.** Cabe señalar que Grupo Socofar es una empresa que tiene un grado de integración vertical importante, por lo que se asegura una transición ordenada y con menores riesgos, a diferencia de comprar un negocio en donde no se conocen o no se pueden controlar las diferentes etapas del modelo comercial. Es decir, el punto de venta se conoce y se suministra parte del producto vendido en los canales de distribución. Adicionalmente, el hecho de que los accionistas originales mantengan un 40% de la compañía, asegura un alineamiento de intereses entre los inversionistas entrantes y los que ya operaban el negocio anteriormente. Cabe señalar que el actual CFO de FEMSA, el Sr. Daniel Rodríguez Cofré, tiene experiencia en el negocio minorista en Sudamérica.

**Determinación de la Valuación Intrínseca (VI):** Utilizamos el método de Suma de las Partes para valuar por separado cada uno de los negocios de la empresa, así como su participación económica en Heineken, en la que incorporamos el promedio de las expectativas del mercado para el precio de las acciones de la cervecera holandesa. Para el caso de FEMSA Comercio, que consolida a Oxxo, farmacias, comida rápida, Oxxo Gas y, eventualmente a Grupo Socofar, utilizamos el método de DCF (asumiendo WACC=8.6%, crecimiento residual=4.0%, que incorpora un potencial de crecimiento superior al estimado para la economía mexicana en el largo plazo). Para el negocio de bebidas, consideramos el nuevo VI determinado para KOF y la participación accionaria de FEMSA en este negocio. Nuestras proyecciones de ROIC en el largo plazo muestran un diferencial atractivo respecto a su WACC, por lo que vemos generación de valor para el inversionista. Asumiendo que los resultados de Grupo Socofar se consolidarían a partir del 1T16, determinamos un nuevo valor intrínseco a 12 meses en MXN 165.00, que implica múltiplos VE/UAFIDA 2016e y 2017e en 14.3x y 13.1x, niveles atractivos en comparación con su cotización actual. Principales riesgos en la valuación: 1) Fuerte deterioro de las condiciones económicas de México, afectando el ingreso personal disponible del consumidor; 2) Volatilidad cambiaria e incertidumbre económica en Sudamérica; y 3) Incrementos en impuestos y en la regulación a alimentos y bebidas.

## Proyecciones e indicadores financieros

Cifras en MXN mill., excepto datos por acción y razones

Resultados integrales					Posición financiera				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E		2014	2015 E	2016 E	2017 E
Ingresos netos	263,449	295,345	355,284	398,119	Activos Totales	376,173	391,784	420,320	454,789
Costo de ventas	153,278	178,939	221,222	249,615	Activos circulantes	79,112	80,079	84,396	91,582
Gastos generales	80,188	83,808	97,242	107,592	Efvo. y equivalentes de efvo.	35,497	38,827	36,497	38,317
Utilidad de operación	29,983	32,599	36,820	40,911	Clientes (neto)	9,628	7,487	9,007	10,093
UAFIDA	43,679	43,824	49,385	54,604	Inventarios	17,214	18,132	22,417	25,294
Otros ingresos y (gastos) neto	508	342	354	368	Otros activos circulantes	16,773	15,633	16,475	17,878
Ingresos (gastos financieros)	(6,988)	(5,725)	(5,523)	(5,435)	Activo no circulantes	297,061	311,705	335,924	363,207
Part. en result. de asociadas	5,380	6,350	6,414	6,478	Inversiones	102,159	106,139	114,386	123,676
Utilidad antes de impuestos	28,883	33,566	38,065	42,322	Prop., Planta y Equipo (neto)	75,629	81,639	95,228	110,492
Impuestos a la utilidad	6,253	8,840	9,812	11,112	Activos intangibles (neto)	101,527	99,801	100,309	100,926
Operaciones discontinuadas	-	-	-	-	Otros activos no circulantes	17,745	24,126	26,001	28,113
Participación no controladora en ut.(pérd.)neta	5,929	6,481	7,199	7,953	Pasivos Totales	146,051	154,289	165,903	173,579
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	16,701	18,246	21,054	23,258	Pasivos circulantes	49,319	55,516	66,646	74,037
Crecimientos en:					Deuda a corto plazo	1,554	3,764	3,606	3,456
Ingresos netos	2.1%	12.1%	20.3%	12.1%	Proveedores	26,467	25,494	31,518	35,563
Utilidad de operación	0.4%	8.7%	13.0%	11.1%	Otros pasivos circulantes	21,299	26,258	31,522	35,018
UAFIDA	9.6%	0.3%	12.7%	10.6%	Pasivos no circulantes	96,732	98,773	99,257	99,542
Participación controladora en ut.(pérd.)neta	4.9%	9.3%	15.4%	10.5%	Deuda a largo plazo	82,938	85,440	85,462	85,212
Márgenes:					Otros pasivos no circulantes	13,794	13,333	13,796	14,330
Operativo	11.4%	11.0%	10.4%	10.3%	Deuda total	84,492	89,204	89,067	88,667
UAFIDA	16.6%	14.8%	13.9%	13.7%	Deuda neta	48,995	50,377	52,571	50,350
Neto	6.3%	6.2%	5.9%	5.8%	Capital Contable	230,122	237,495	254,416	281,210
Acciones (mill.)	3,578	3,578	3,578	3,578	Participación controladora	170,473	176,980	189,590	209,556
Valor en Libros	64.31	66.37	71.10	78.59	Participación no controladora	59,649	60,514	64,826	71,653
Utilidad por acción	4.67	5.10	5.88	6.50					
UAFIDA por acción	12.21	12.25	13.80	15.26					
Flujo de Efectivo					Indicadores operativos y razones financieras				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E		2014	2015 E	2016 E	2017 E
UAFIDA	43,679	43,824	49,385	54,604	Liquidez	1.6x	1.4x	1.3x	1.2x
Intereses netos	(5,839)	(6,054)	(6,274)	(6,147)	Prueba del ácido	1.3x	1.1x	0.9x	0.9x
Impuestos	(6,253)	(8,840)	(9,812)	(11,112)	Apalancamiento (PT/CC)	0.6x	0.6x	0.7x	0.6x
Inversión en capital de trabajo	324	249	220	82	Deuda total/UAFIDA	1.9x	2.0x	1.8x	1.6x
Inversión en activos fijos e intangibles	(17,691)	(18,463)	(22,069)	(24,795)	Deuda neta/UAFIDA	1.1x	1.1x	1.1x	0.9x
Dividendos pagados	(3,152)	(9,036)	(8,211)	(13,123)	Cobertura de intereses	7.5x	7.2x	7.9x	8.9x
Variaciones en deuda	7,743	4,712	(137)	(400)	Días inventario	40.4	36.5	36.5	36.5
Otros	(10,574)	(3,062)	(5,432)	2,711	Días de cobranza	13.2	9.1	9.1	9.1
Incremento (Dec.) en Efectivo	8,238	3,330	(2,330)	1,821	Días de proveedores	62.2	51.3	51.3	51.3
Efectivo y equivalentes al principio del período	27,259	35,497	38,827	36,497	Ciclo operativo (días)	-8.6	-5.7	-5.7	-5.7
Efectivo y equivalentes al final del período	35,497	38,827	36,497	38,317	ROA	6.0%	6.3%	6.7%	6.9%
					ROE	9.8%	10.4%	11.1%	11.1%
					ROIC	12.4%	12.1%	13.0%	13.4%

▲ Fuente: Información actual de la empresa; estimados VectorAnálisis.

# Revelación de los análisis

## Disclosure

### Certificación de los Analistas

Los Analistas que elaboran las recomendaciones respecto de los valores referidos, son: Jorge Plácido Evangelista (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153), Gaspar Quijano Paredes (gquijano@vector.com.mx, ext. 3687), Rafael Escobar y Cárdenas (rescobar@vector.com.mx, ext. 3734), Marco Montañez Torres (mmontane@vector.com.mx, ext. 3706), Gerardo Cevallos Orvañanos (gcevallo@vector.com.mx, ext. 3686), Elba Salcedo Sánchez (esalcedo@vector.com.mx, ext. 3259), Héctor Manuel Maya López (hmay@vector.com.mx, ext. 3284), Jorge Herrera Delgado (Análisis Técnico, jherrer@vector.com.mx, ext. 3777), los cuáles hacen constar que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de su 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 y están basados en información pública donde se distingue la información financiera histórica de la estimada o proyectada por el área de análisis, así como sus principales supuestos. Asimismo manifiestan que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar su opinión en algún sentido específico en este documento. El listado de las emisoras objeto de las recomendaciones respecto de los valores referidos por cada uno de los Analistas es presentado en la última página o contraportada del Semanario Financiero, o en la primera página del reporte de análisis que se trate, así como el nombre e información del Analista en el pie de página de la recomendación de la emisora.

Los señores Jorge Plácido Evangelista y/o Rodolfo Navarrete Vargas indistintamente son las personas encargadas de la revisión y aprobación de los reportes de análisis.

### Declaraciones relevantes

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener inversiones en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser 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 privilegiada en su beneficio y evitar conflictos de interés.

### Remuneración de Analistas

La remuneración de los Analistas se basa en el desempeño de sus actividades de manera correcta, adecuada y objetiva y dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y sus filiales 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 financiamiento corporativo, banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses

Vector Casa de Bolsa y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a financiamiento corporativo, colocaciones, banca de inversión y servicios de corretaje, 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. Vector Casa de Bolsa o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados. Vector Casa de Bolsa, en el transcurso de los últimos doce meses, ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de financiamiento corporativo, 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: AB&C Leasing, Alesa, Aeromex, Cemex, Chdraui, Consubanco, Cultiba, Finn, Fibrmaq, Funo, Gfamsa, Gfnorte, Gfinter, Interjet, Medica, Mexchem, Nafin, Pinfra, Sanmex, Sare.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses

Vector Casa de Bolsa o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta financiamiento corporativo, 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

Vector Casa de Bolsa o sus filiales no 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 1% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos, a excepción de las siguientes emisoras en las que se mantiene o supera dicho porcentaje: Gfamsa, Axtel, Pasa, Pochtech, QC, Ivypeso, IDZ, Autlan, Indi, Cemex, Soriana, CMR, ICA, Sare, Maxcom, Fmty, Teak, Accelsa, ACWI, Danhos.

Algunos miembros del Consejo (propietarios y/o suplentes), directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Vector Casa de Bolsa o sus filiales, fungen con alguno de dichos caracteres en las emisoras que pueden ser objeto de análisis de las siguientes emisoras: Bolsa, Gfamsa.

### Guía para las recomendaciones de inversión

La Recomendación de Inversión está relacionada con el Rendimiento Total estimado del valor para el cierre de año, o cuando se indique para los próximos doce meses. El rendimiento total requerido para una recomendación depende de su relación con el rendimiento esperado para el Benchmark (IPC), sin embargo, este criterio puede ser modificado por el analista de acuerdo a su evaluación o percepción del riesgo específico de la inversión.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, invitamos 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.

**FEMSA Historia de recomendaciones**

Opinión de Inversión	Criterios de calificación
COMPRA	Rendimiento esperado del precio de la acción superior al esperado para el Benchmark (IPC).
MANTENER	Rendimiento esperado del precio de la acción similar al esperado para el Benchmark (IPC) y mayor al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.
VENTA	Rendimiento esperado del precio de la acción inferior del esperado para el Benchmark (IPC), o inferior o similar al rendimiento esperado de la tasa de CETES 28 días.

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
2015/08/19	Compra	165.0
2015/07/24	Compra	160.0
2015/05/04	Mantener	149.0
2015/02/26	Mantener	147.0
2014/09/24	Mantener	137.0
2014/07/25	Compra	146.0
2014/04/30	Mantener	126.0
2014/01/28	Mantener	124.0

**Determinación de precios objetivo**

Para el cálculo de los precios objetivo estimados 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. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Vector Casa de Bolsa, 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.

<b>Vector Casa de Bolsa</b>	<b>Compra</b>	<b>Mantener</b>	<b>Venta</b>	<b>En Revisión</b>	<b>No Calificada</b>
Distribución de las calificaciones de Análisis	<b>45%</b>	<b>33%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>-</b>
Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión	<b>45%</b>	<b>33%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>2%</b>

Datos al 31.Dic.14