

Reporte trimestral

BIMBO : Positivo 3T15 bien ajustado a expectativas; destaca EU por aspectos cambiarios

BIMBO A

COMPRA	VI: 12M	\$53.00
Precio (MXN) (serie A)		47.34
Máx/mín (18M)	47.55 / 35.6	
Rendimiento esperado		12.0%
Valor de mercado (MXN M)		222,649
Valor de la empresa (MXN M)		290,168
Acciones en circulación (M)		4,703
Flotante		32%
Importe prom. 60 días (MXN M)		83

Cifras nominales en millones de pesos, precios al 23 de Octubre de 2015

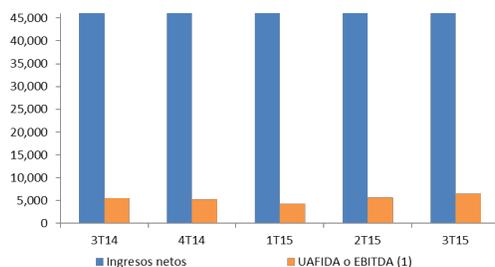
▲ Fuente: VectorAnálisis con información de la BMV

- ▶ Destacan los avances en México, con un repunte importante en la línea Marinela y diversas botanas; recuperación del consumo per cápita.
- ▶ La operación en EU fue sin duda la estrella en el desempeño trimestral, tanto por un efecto de aumento de precios como por efecto de su operación en dólares trasladada a pesos.
- ▶ Mantiene un alto nivel de apalancamiento, el cual tendrá que abatir necesariamente en los siguientes años a partir de la mayor generación de flujos.

ACLARACIÓN: Bimbo modificó la metodología de análisis trimestral acostumbrada en sus comentarios de prensa a una perspectiva sólo de observaciones sobre sus cifras acumuladas, con lo cual a nuestro juicio desgraciadamente se ha perdido cierto transparencia sobre lo que más importa, que son los eventos de cada trimestre. Con esta salvedad y limitación en la aportación de información, la Dirección de Bimbo redujo y limitó la capacidad de análisis que antes teníamos, lo que no dejamos de lamentar.

Ventas y Uafida

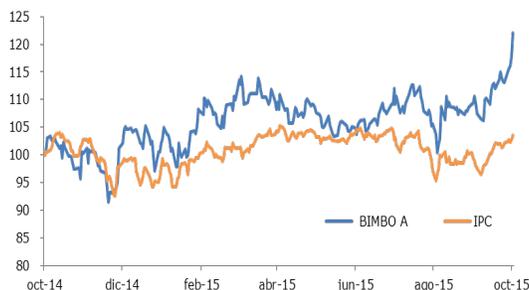
(Millones de pesos)



▲ Fuente: VectorAnálisis

Aclarado lo anterior diremos que, con sólo una desviación del 2% en los ingresos y en la Uafida, nuestras cifras estimadas se ajustaron razonablemente bien a los niveles absolutos reportados por Bimbo. Los avances en ingresos de casi 14% y de 16% en la Uafida definieron un favorable y positivo trimestre que estuvo al nivel de lo esperado. Sin embargo, a nivel de la utilidad neta, el crecimiento de 33% en esta (con \$2,270m) resultó superior a los \$2,052m estimados a partir de un mayor nivel de utilidad de operación que el que calculamos.

Desempeño relativo de la acción

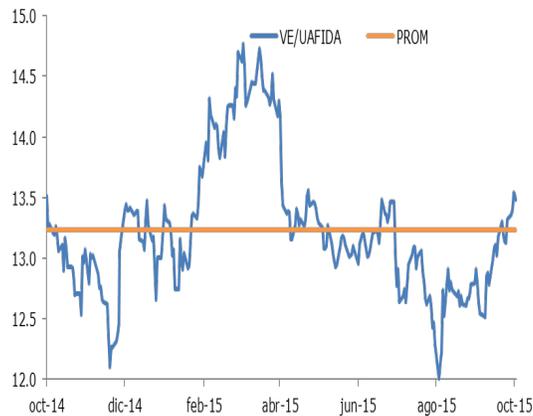


▲ Fuente: VectorAnálisis

El impulso proporcionalmente superior en la utilidad operativa se logró a partir de un menor costo de ventas, el cual avanzó en casi 11%, es decir, en 2.8% por debajo del ritmo de ingresos, justo la palanca suficiente para hacer crecer la utilidad operativa hasta en un 21%, apoyado también en el menor peso del rubro de otros gastos. Ciertamente vimos mejoras relativamente notorias a todos los niveles de sus márgenes. Sin embargo, el crecimiento de 16% en sus gastos de operación neutralizó en parte esta ventaja, aunque sin daño observable en la mejora del resto de sus márgenes.

Bimbo dejó ver parcialmente en sus cifras que el crecimiento en ingresos se dio fundamentalmente por el impulso de las ventas en Norteamérica, las cuales incluyen operaciones en Canadá. Estas avanzaron en 23% año/año, y 30% a nivel acumulado; el beneficio del tipo de cambio (con un 20% a 25% de efecto devaluatorio año/año) más las adquisiciones de períodos anteriores explicaron este fuerte impulso. Vale decir que la adquisición de Canada Bread ya ha cerrado su ciclo anual comparativo, al igual que la compra de Sara Lee con ya cuatro años de este evento, por lo que los crecimientos logrados son más de tipo orgánico. Se habló de una relativa debilidad en las ventas en Norteamérica debido al aumento en precios implementado a principios del año, aunque anotaron incrementos en el desempeño de marcas adquiridas como Crowheat, Thomas y Nature's Harvest, marca Premium de pan orgánico.

Múltiplo histórico VE/UAFIDA



▲ Fuente: VectorAnálisis

Por su parte, la Uafida derivada de Norteamérica tuvo un importantísimo avance del 43% año/año, seguido en importancia por el de México, con un 18% más; su margen Uafida logró un avance de 1.3% vs el año anterior, ciertamente meritorio. Hay evidencia que el margen de esta zona se sigue expandiendo, esta vez apoyado también por efectos monetarios; actualmente el Uafida de esta importante división representa el 43% del Uafida total generado. Se volvió a decir que buena parte de los mayores gastos enfrentados provinieron principalmente de la adquisición de Canada Bread, y de los gastos administrativos más altos en Latinoamérica (sistemas de información) y en Europa, si bien vale agregar que estas explicaciones que ya eran conocidas se dieron más en relación al desempeño de la empresa en los últimos nueve meses que respecto al desempeño de este trimestre. Finalmente se dijo que en relación a la marca Sara Lee se tiene un objetivo de largo plazo para obtener un 10% de margen sobre la operación de esta marca, y probablemente hasta un 11%, de acuerdo a lo recogido en su conferencia telefónica.

En México, el crecimiento trimestral en ingresos fue de 5.7% y de 5.8% a nivel acumulado. Bimbo aclaró ver un mayor volumen y un mayor consumo per cápita en México de sus productos. Especialmente se habló de la línea Marinela y Barcel como dinamizadores, especialmente la primera, que al revertir su tendencia negativa de trimestres pasados, superó a la línea de salados y botanas. También productos de innovación, con menores azúcares y grasas agregadas han influido en el consumo, al igual que la réplica de fórmulas en México importadas y heredadas de Canadá (Villaggio bread).

En cuanto a sus costos y gastos operativos en México (traducido en un crecimiento de 18% año/año de su Uafida) se dijo que a pesar del impacto en altos costos de materias primas debido a un menor nivel del peso, se logró la mejora más importante en este margen, de hasta 2%, realmente muy sustancial a nuestro juicio. Se atribuyó este logro a efectos de coberturas y mejoras en temas logísticos. Actualmente el flujo Uafida mexicano generó el 57% del total de este rubro.

Por su parte la división Latinoamérica avanzó en ventas un favorable 7.8% vs el año anterior, a pesar de las condiciones económica débiles. Intuímos sin embargo que la caída mostrada de 43% en la uafida de Latinoamérica, misma que no fue explicada en su comunicado, responde más a cuestiones de traslación monetaria, debido en buena parte al (mal) efecto monetario de Brasil, no obstante se dijo en su conferencia telefónica que las ventas de la zona crecieron más de 10%, y que Brasil continúa generando un mayor crecimiento, a pesar de la fuerte competencia. A pesar de ello, el flujo uafida de esta zona mostró la baja citada de 43%. Se destacó el desempeño en Ecuador con la marca Supan, al igual que la introducción de tortillas y la marca Sanissimo. Si bien son todas noticias buenas, hizo falta mayor detalle sobre el revés mostrado en su flujo operativo en esta zona. Actualmente la división Latinoamérica representa el 10% de los ingresos y apenas el 2% del flujo Uafida global.

En cuanto al tema de la más reciente división creada, Europa (con el 3.5% de los ingresos y con una pérdida Uafida del 1% respecto al rubro global), se dijo que la operación en el Reino Unido contribuyó con la totalidad del 13% de aumento acumulado registrado en el año. Desde luego la parte de España sigue estando emproblemada en ingresos y utilidades operativas, lo cual deja ver que esta zona permanece como un lastre. Se habló que la adquisición de Panrico permanece en etapa de autorización (a concluirse a fin de este año), y que se ha experimentado con el lanzamiento de marcas dulces de pan, como el de horneados marca Martínez, todo en esta zona del mundo.

Por el lado del Costo de financiamiento neto del grupo, bien podríamos hablar de una relativa estabilidad en el peso de este bloque, al crecer este sólo 4% vs el año pasado. De estas partidas destaca el aumento de 15% en los intereses pagados, el cual fue mitigado por mayores intereses ganados, una utilidad cambiaria importante vs el año pasado y la aportación de otro tipo de ingresos financieros; el resultado fue un cargo por mil millones, casi lo mismo que el año pasado diríamos, “comiéndose” este monto la quinta parte de la utilidad operativa del trimestre, principalmente por los intereses pagados de una mayor deuda.

En este último sentido, Bimbo concluyó con una deuda total por \$68.4mm de pesos, 14% más que el año pasado, mostrando así el efecto devaluatorio (16%) del peso vs el dólar. Se agregó que la vida promedio de la deuda sigue estando en 8.4 años, con un costo promedio del 4.4%, con el 85% a largo plazo y con el 75% de la misma denominada en dólares americanos, y el resto en dólares canadienses. La deuda neta a Uafida se mantiene en un (alto) nivel de 3.0 veces, y con una ligera mejora en su cobertura de intereses de 5.7 veces (vs 5.6 veces del año anterior).

Finalmente diremos que Bimbo tiene como tarea prioritaria el abatir sus altos niveles de apalancamiento, y ciertamente el alinear y eficientar sus operaciones internacionales a los estándares mexicanos, tareas ambas que podrían tomar todavía varios años de continuas mejoras. En su conferencia telefónica se habló de una nueva estrategia de enfoque en presupuestos base cero con efecto de lograr tales eficiencias. Las preguntas surgidas alrededor de esta estrategia fueron múltiples, y sin embargo Bimbo señaló que se implementará a partir del año próximo, con voluntad de transferirlas al resto de todas sus operaciones internacionales. Habremos pues de ver qué resultados se obtiene de esta nueva visión de negocio.

En suma, se trató de un trimestre positivo, muy en línea con lo esperado y con evidentes mejoras en márgenes, las cuales iremos incorporando más conservadoramente hacia los siguientes períodos. Debido a las condiciones ya revisadas de valuación de este grupo por la vía de los tres métodos que utilizamos, y aun incorporando los actuales resultados que estuvieron en línea con nuestras expectativas, estamos ratificando por el momento el mismo nivel de valor intrínseco a doce meses de \$53.0 que anteriormente comprometimos, nivel que aproximadamente equivale a un rendimiento anualizado de 13% en función del último nivel de cotización. Ciertamente este trimestre resultó estar dentro de la trayectoria de mejoras esperadas para el grupo, lo cual deja abierta la puerta para poder volver a evaluar el desempeño del grupo hacia el cierre del año, si así fuera el caso. Por lo pronto permanecemos en lo dicho y realineamos nuestras expectativas para el año próximo en función de las expectativas y resultados demostrados en las cifras de este 3T15.

Información comparativa al 3T15

Cifras en Millones de MXN excepto los datos por acción

Estado de Resultados					
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3	15-3/14-3	15-3/15-2
Ingresos netos	49,429	53,093	56,219	13.7%	5.9%
Costo de ventas	23,197	24,796	25,720	10.9%	3.7%
Gastos generales	21,758	23,924	25,271	16.1%	5.6%
Otros ingresos y (gastos) neto	-537	-368	-463	-13.8%	25.9%
Utilidad de operación	3,938	4,005	4,765	21.0%	19.0%
<i>Margen de operación</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.5%</i>		
UAFIDA	5,573	5,654	6,469	16.1%	14.4%
<i>Margen UAFIDA</i>	<i>11.3%</i>	<i>10.6%</i>	<i>11.5%</i>		
Ingresos (gastos financieros)	-974	-1,016	-1,016	4.4%	0.0%
Part. en result. de asociadas	-10	-6	3	N.C.	N.C.
Utilidad antes de impuestos	2,954	2,982	3,751	27.0%	25.8%
Impuestos a la utilidad	1,118	1,072	1,355	21.2%	26.3%
Operaciones discontinuadas	0	0	0	N.C.	N.C.
Participación no controladora	131	163	126	-3.3%	-22.4%
Utilidad neta	1,705	1,747	2,270	33.1%	29.9%
<i>Margen neto</i>	<i>3.4%</i>	<i>3.3%</i>	<i>4.0%</i>		
Amortización y depreciación operativa	1,507	1,637	1,705	13.1%	4.2%

Balance General					
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3	15-3/14-3	15-3/15-2
Activos Totales	164,028	184,481	200,355	22.1%	8.6%
Activos circulantes	29,176	29,051	33,460	14.7%	15.2%
Efvo. y equivalentes de efvo.	3,601	3,275	4,014	11.5%	22.6%
Clientes (neto)	13,490	13,686	14,869	10.2%	8.6%
Inventarios	4,744	5,137	5,352	12.8%	4.2%
Otros activos circulantes	2,315	1,857	3,787	63.6%	103.9%
Activo no circulantes	134,852	155,430	166,894	23.8%	7.4%
Inversiones	4,385	4,009	3,719	-15.2%	-7.3%
Prop., Planta y Equipo (neto)	47,686	54,166	56,748	19.0%	4.8%
Activos intangibles (neto)	76,270	85,987	92,836	21.7%	8.0%
Otros activos no circulantes	1,789	2,974	3,541	97.9%	19.1%
Pasivos Totales	113,409	129,704	139,722	23.2%	7.7%
Pasivos circulantes	32,022	41,661	46,523	45.3%	11.7%
Deuda a corto plazo	1,485	10,008	10,131	582.3%	1.2%
Proveedores	10,305	11,843	11,615	12.7%	-1.9%
Otros pasivos circulantes	17,407	16,786	21,325	22.5%	27.0%
Pasivos no circulantes	81,387	88,043	93,198	14.5%	5.9%
Deuda a largo plazo	58,473	54,166	58,248	-0.4%	7.5%
Otros pasivos no circulantes	21,394	30,699	31,731	48.3%	3.4%
Deuda total	59,957	64,175	68,380	14.0%	6.6%
Deuda neta	56,356	60,900	64,366	14.2%	5.7%
Capital Contable	50,619	54,777	60,633	19.8%	10.7%
Participación controladora	48,989	51,635	57,481	17.3%	11.3%
Participación no controladora	1,630	3,143	3,152	93.4%	0.3%

Razones e información por acción			
Concepto	2014-3	2015-2	2015-3
Razones:			
ROE	10.2%	7.8%	8.4%
ROA	3.4%	2.3%	2.5%
Deuda neta/UAFIDA (veces)	3.0	2.9	3.0
Cobertura de intereses (veces)	5.6x	5.5x	5.7x
Deuda corto plazo/Deuda total (%)	2.5%	15.6%	14.8%
Liquidez (veces)	0.9	0.7	0.7
Pasivos moneda extranjera/Pasivos Totales	74.5%	74.2%	74.7%
Apalancamiento neto	115.0%	117.9%	112.0%
Información por acción:			
Acciones (mill.)	4,703	4,703	4,703
Valor en Libros por Acción (VL)	10.4	11.0	12.2
Utilidad por acción	0.36	0.37	0.48
UAFIDA por acción	1.18	1.20	1.38

Fuente: BMV, la empresa y estimaciones de Vector Casa de Bolsa S.A. de C.V.

n.c.: Información no comparable

▲ Fuente: VectorAnálisis con información de la BMV

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), Héctor Manuel Maya López (hmaya@vector.com.mx, ext. 3284), Jorge Herrera Delgadillo (Análisis Técnico, jherrera@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 (jplacido@vector.com.mx, ext. 3153) y/o Rodolfo Navarrete Vargas (rnavarre@vector.com.mx, ext. 3646) 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, Alsea, Aeromex, Cemex, Chdrauí, Consubanco, Cultiba, Finn, Fibrmaq, Funo, Gfamsa, Gfnorte, Gfinter, Gicsa, 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, IASASA, Axtel, Pasa, DATPCK, Urbí, ACWI, Pochtec, Q.Fmty, Geo, EDC, Autlan, Savia, CMR, UUP, Soriana, Cemex, Sare, ICA, Homex, AHMSA, Maxcom, Accelsa, Teak, 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.

BIMBO 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
2015/08/20	Compra	53.0
2015/07/22	Compra	50.0
2014/12/17	Compra	44.0
2014/08/07	Compra	48.0
2014/04/30	Compra	42.0
2013/10/31	Compra	47.0
2013/07/24	Mantener	43.0
2013/07/23	Mantener	42.0

Determinación del valor intrínseco 12 meses

Para el cálculo del valor intrínseco 12 mese (VI 12 M) 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.

Vector Casa de Bolsa	Compra	Mantener	Venta	En Revisión	No Calificada
Distribución de las calificaciones de Análisis	72%	22%	4%	2%	-
Distribución de las calificaciones, incluye Banca de Inversión	70%	21%	4%	2%	2%
Datos al 30 Junio, 2015					