

2 de agosto de 2004.

COMPRA
FEMSA UBD / FMXY

 Precio: Mx / ADR **Ps 49.58 US\$ 43.26**

 Precio Objetivo **Ps 57.60**

 Nivel de riesgo **Bajo**

Rango 52 Semanas: Ps. \$56.49 a Ps. \$37.79

Acciones en Circulación 1,059.5 millones

Valor de Capitalización Ps. \$52,528.1 millones

Valor de la Empresa Ps. \$101,293.5 millones

Importe Op. Prom. Diario Ps. \$63.2 millones

	Ps/acción	US\$/ADR
UPA trimestral	1.53	1.33
UPA 12M	4.12	3.59
UAFIDA 12M	18.09	15.77
Flujo Efectivo Neto 12M	12.81	11.17
Valor en Libros	29.32	25.56

	12M	2004e
P/U	12.05x	
P / VL	1.69x	
P / FEPA	3.87x	
VE / UAFIDA	5.28x	4.90x

	12M	1T04
ROE	15.1%	20.8%
ROA	12.5%	13.6%
Cobertura de Intereses	5.99x	6.10x
Deuda Total a UAFIDA	1.90x	1.74x

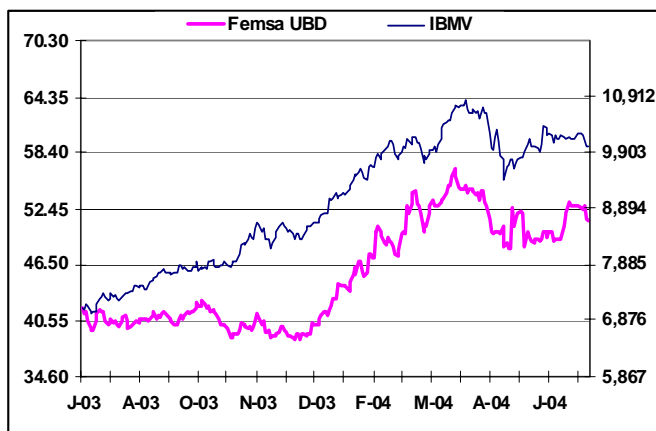
12M = Últimos doce meses al 30 de junio de 2004

Valor Empresa (VE)= Valor de Capit.+ Deuda Neta+ Part. Min.

Flujo Efect Nt (FEPA)=U Neta+Pérd Monet+P Camb+Depr+Imptos difer

ROA= Ut.Op. 12m a Activos Promedio

ROE= Ut. Neta 12m a Cap. Contable Prom.


Cerveza logra dar la vuelta.

- Los resultados no son comparables por la consolidación de Panamco. La mayoría de las divisiones reportaron sólidos resultados.** En el 2T04, las ventas se incrementaron en 14.2%, dada la consolidación mencionada, estando 1.48% por debajo de nuestra estimación. La utilidad de operación y la UAFIDA mostraron un crecimiento de 4.4% y 7.3%, difiriendo en -3.6% y -1% contra nuestra proyección. En nuestra opinión, la **perspectiva del grupo es positiva**, especialmente cuando la división cerveza está recuperando su mercado y las inversiones realizadas en el sistema de "Enterprise Reserve Planning" (ERP) han empezado a fructificar. Por otra parte, en el trimestre Femsa anunció tres eventos que definirán el rumbo del negocio, siendo estos, la recompra del 30% que tenía su socio Interbrew, la firma de un acuerdo comercial con Hewineken en EUA y la importación de la marca Coors Light para su distribución en México. La división comercial liderada por Oxxo, ha mostrado un crecimiento interesante, y ha sido la clave para fortalecer la distribución de bebidas. Esta seguirá mostrando un ritmo de crecimiento importante y tal vez en un futuro cercano llegue a apoyar a cerveza y refrescos en Centroamérica y Sudamérica. La **valuación** medida con el VE/UAFIDA se encuentra en 5.28x, cifra que deberá caer a 4.9x estimadas para el 2004. Esto nos arroja un precio objetivo de 12 meses de Ps\$ 57.60, lo que representa un rendimiento potencial de 16.17%, cifra que nos lleva a recomendar la **COMPRA** de la acción.

- Cerveza: Vuelve a ganar mercado.** EL clima ayudó al desempeño de la división. En el 2T04, la división reportó un crecimiento en las ventas de 5%, atribuible al aumento del 2.5% en el volumen doméstico y al 16.8% en el volumen de exportación. Ambas cifras muestran el potencial y la agresividad de la división. Femsa está recuperando mercado, y nuevamente le volvió a ganar mercado a su competidor. Además, está logrando hacer un buen papel en los EUA con la exportación de sus cervezas Dos Equis y Tecate. Adicionalmente, los ingresos de exportación continúan beneficiándose de la devaluación del peso frente al dólar. En el trimestre el margen bruto se incrementó en 0.1 pp para colocarse en 59.3%, dados los mejores términos de compra de materias primas, los ajustes en la planta laboral y menores costos de fletes, así como por la mejor absorción de costos fijos. En término de **gastos** se observó una reducción de 0.8% en los gastos de venta, dados los esfuerzos realizados para optimizar la operación. La sorpresa más agradable fue el repunte en el margen operativo, el cual pasó de 19.6% a 21.6% en el 2T04. De continuar con esta tendencia, Femsa se repositionará. Por otra parte, a finales de agosto esperamos se realice la colocación accionaria por US\$ 545 M, de los cuales aproximadamente US\$ 200 M serán aportados por los accionistas mayoritarios. La diferencia será para el público inversionista.

2 de agosto de 2004

COMPRA

ESTADO DE RESULTADOS

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var.%	2T04	2T03	var.%
Ventas Netas	43,712	33,439	30.7%	23,222	20,333	14.2%
Utilidad Bruta	20,514	16,083	27.6%	11,019	9,885	11.5%
UAFIDA	9,283	7,737	20.0%	5,242	4,884	7.3%
Utilidad de operación	6,218	5,277	17.8%	3,646	3,493	4.4%
Costo Intgral. de Finan.	1,111	1,552	-28.4%	1,059	1,226	-13.7%
Intereses Pagados	1,669	961	73.7%	875	617	41.9%
Intereses Ganados	180	343	-47.5%	91	149	-39.1%
Pérd. (Ganancia) Camb.	167	971	-82.8%	314	808	-61.1%
Pérd. (Ganancia) Monet.	-544	-36	#N/A	-40	-49	-18.5%
Otros Gastos Financ.	231	568	-59.4%	91	451	-79.8%
Util. antes de Impuestos	4,875	3,156	54.5%	2,496	1,816	37.5%
Impuestos	1,920	1,329	44.5%	896	676	32.6%
Gtos. Extraordinarios	-1,175	0	#N/A	-1,175	0	#N/A
Part. Minoritaria	1,695	611	177.6%	1,159	342	238.4%
Utilidad Neta	2,435	1,217	100.1%	1,616	798	102.6%
Margen Bruto	46.9%	48.1%		47.4%	48.6%	
Margen UAFIDA	21.2%	23.1%		22.6%	24.0%	
Margen Operativo	14.2%	15.8%		15.7%	17.2%	
Margen Neto	5.6%	3.6%		7.0%	3.9%	

Días Cuentas por Cobrar	27	37
Días de Inventarios	54	72
Días Cuentas por Pagar	50	67
Cap. de Trabajo a Vtas.	10.9%	14.6%

BALANCE

(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Dic-03	Jun-03
Activo total	107,383	104,970	105,107
Efectivo y valores	7,890	6,604	8,050
Otros Activos Circ.	13,464	12,962	13,816
Largo plazo	1,173	1,194	896
Fijo (Neto)	42,887	42,550	42,739
Diferido	35,770	35,592	33,965
Otros Activos	6,199	6,069	5,642
Pasivo total	56,136	57,736	61,669
Deuda con costo C.P.	4,696	4,733	7,346
Otros pasivos C.P.	11,794	12,224	12,081
Deuda con costo L. P.	31,774	32,297	34,407
Otros Pasivos	7,871	8,482	7,836
Capital Contable	51,248	47,234	43,438
Interés Minoritario	20,185	18,120	16,601

ANALISIS FINANCIERO

Liquidez	1.3x	1.2x	1.1x
Deuda CP/Deuda Total	12.9%	12.8%	17.6%
Pvo mon extr a Ptotal	37.4%	36.3%	55.2%
Deuda Nta a Cap Cont	55.8%	64.4%	77.6%
PTotal a Cap Cont	109.5%	122.2%	142.0%

- La utilidad de operación se incrementó en 15.4%. **La perspectiva es positiva**, ya que ha empezado a recuperar mercado y a recoger los frutos de las inversiones realizadas en los últimos tres años. Ahora, el volumen doméstico se vende a través del sistema de preventa y el número de rutas se ha reducido considerablemente. Nuestra estimación contempla un crecimiento de 3.5% para el volumen doméstico y mejoras en los márgenes en el año.
- **KOF enfrenta fuerte competencia en México**, los territorios de Panamco empiezan a dar la vuelta. En base consolidada, los ingresos se incrementaron en 17%, la utilidad de operación mostró un decremento de 4.8% y la UAFIDA un crecimiento de 0.1%. (Para mayor información remitimos al lector al comentario de KOF).
- **Femsa Empaques**. En el 2T04, las ventas se incrementaron en 8.5% y la utilidad de operación en 10.8%. Esto se atribuyó aumento del 18.4% en el volumen de ventas de botellas de vidrio dada la fuerte demanda de Femsa Cerveza y Kof, un aumento en el volumen de ventas de hermetapas y latas. Creemos que esta división deberá mejorar sus resultados conforme cerveza y refrescos tengan un desempeño favorable. Además, en el mediano plazo esperamos que la división pasé a consolidar a Femsa Cerveza.
- **Comercio: Continua en expansión (189 unidades en el 2T04), y concluyen con 3086 unidades**. OXXO ha logrado mejorar el ticket promedio (4.2%) de venta, mediante las promociones y las estrategias de venta, y esto deberá de seguir en el mediano plazo. En el 2T04, las ventas se incrementaron en 19.5%, por el crecimiento en el piso de ventas y en las ventas mismas tiendas. (5.8%). El margen bruto presentó un crecimiento de 20 pb para colocarse en 26.3%, dado el éxito de la administración por categorías. En contraste el margen operativo declinó en 0.8 pp dado el aumento en los gastos de administración. Esta división tiene un futuro promisorio, ya que consideran que hay espacio para 10,000 en México, por lo que continuaremos viendo crecimientos de 20% en término de aperturas en los siguientes años.
- **La deuda es manejable**. Actualmente, Femsa cuenta con una deuda de Ps\$ 36.4 millardos, y cuenta con una cobertura de intereses de 5.7x, la cual es suficiente para hacerle frente al servicio de la deuda. Además, debemos de tomar en cuenta que es una gran generadora de efectivo.