

28 de julio de 2004.

COMPRA
KOF L / KOF

 Precio: Mx / ADR **Pes 22.70 US\$ 19.70**

 Precio Objetivo **Pes 30.00**

 Nivel de riesgo **Alto**

Rango 52 Semanas: Ps. \$28.65 a Ps. \$20.94

Acciones en Circulación 1,846.4 millones

Valor de Capitalización Ps. \$41,912.7 millones

Valor de la Empresa Ps. \$67,211.1 millones

Importe Op. Prom. Diario Ps. \$2.6 millones

	Pes/acción	US\$/ADR
UPA trimestral	0.93	0.81
UPA 12M	2.21	1.92
UAFIDA 12M	5.08	4.43
Flujo Efectivo Neto 12M	4.25	3.71
Valor en Libros	13.88	12.10

	12M	2004e
P/U	10.29x	
P / VL	1.64x	
P / FEPA	5.34x	
VE / UAFIDA	7.16x	6.74x

	12M	2T04
ROE	17.4%	26.9%
ROA	11.5%	11.2%
Cobertura de Intereses	4.16x	3.74x
Deuda Total a UAFIDA	2.88x	2.90x

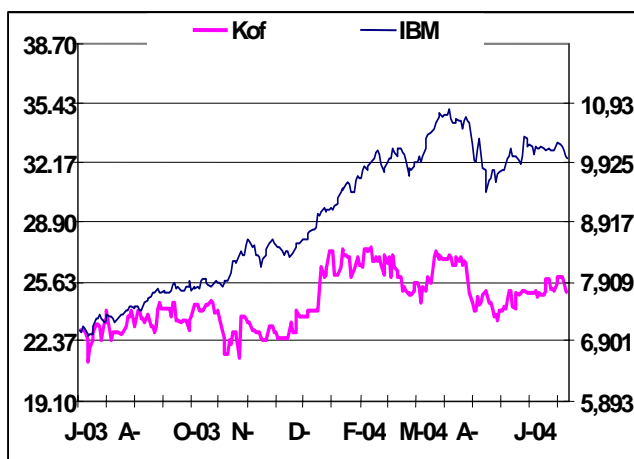
12M = Últimos doce meses al 30 de junio de 2004

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.


**Los territorios de Panamco empiezan a mejorar.
México cambia de estrategia.**

- Continúa la presión en los márgenes.** Una vez más, los resultados no son comparativos, porque Panamco se consolidó a partir de mayo de 2003. En forma consolidada, el volumen de ventas alcanzó las 454.5 M de cajas unidad (MCU) y el precio promedio por caja declinó en 5.6%, dado el cambio en la mezcla de ventas. En el 2T04 las ventas netas alcanzaron los Ps\$ 11.074 millardos, estando 0.65% por arriba de nuestra estimación. La utilidad de operación fue de Ps\$ 1.749 millardos, arrojando un margen operativo de 15.8%. La UAFIDA creció en 0.1%. El rubro del costo integral de financiamiento fue de Ps\$ 814 M, reflejando mayores gastos por intereses relacionados con la deuda adicional incurrida y asumida en conexión con la adquisición de Panamco. La compañía registró un ingreso extraordinario de Ps\$ 1.7 millardos, correspondiente a la resolución favorable donde se le permite deducir la cantidad de Ps\$ 3 millardos derivados de la venta de acciones durante 2002 (cuando fue la compra de Panamco). Más del 85% de este incremento se recibirá en efectivo y el resto a través de deducciones impositivas. Es importante notar que esta suma es equivalente al resultado de un trimestre. La situación financiera luce apalancada por la compra de Panamco, sin embargo la compañía ha venido realizando prepagos de deuda para mejorar el perfil de la misma. De hecho, en el 2T04, la compañía prepagó US\$ 156.8 M. Su cobertura de intereses es de 3.8x.

- La perspectiva a largo plazo, es positiva para la mayoría de los territorios,** especialmente ahora que está funcionando la arquitectura de precios en la mayoría de las regiones, además han logrado evitar que otros distribuidores de Coca-Cola tengan problemas de logística en sus territorios ("transhipments"). En términos de valuación, el múltiplo VE/UAFIDA se encuentra cotizando a 7.16x conocidas. De acuerdo con nuestra proyección, ésta deberá caer a 6.7x estimadas para el 2004. Al parecer, ya han empezado a obtener resultados positivos en la mayoría de los territorios adquiridos, lo cual tomamos como una buena señal. En México la compañía cambiará su estrategia de ventas, lo cual deberá redundar en una mayor rentabilidad. En cuanto a las sinergias, esperamos que alcancen hasta US\$ 70 M este año y en el 2005 otros US\$ 50 M. En el 3T04 se realizará la oferta pública de Kof, a un precio de US\$ 22.16 por acción, con lo cual se incrementará el "free float" a 19%.

28 de julio de 2004.
COMPRA
ESTADO DE RESULTADOS
(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	6m04	6m03	var. %	2T04	2T03	var. %
Ventas Netas	21,642	13,828	56.5%	11,074	9,462	17.0%
Utilidad Bruta	10,532	6,951	51.5%	5,425	4,691	15.6%
UAFIDA	4,492	3,584	25.3%	2,330	2,327	0.1%
Utilidad de operación	3,331	2,877	15.8%	1,749	1,837	-4.8%
Costo Intgral. de Financ.	839	1,334	-37.1%	814	1,265	-35.7%
Intereses Pagados	1,214	495	145.3%	634	396	60.3%
Intereses Ganados	75	133	-43.8%	41	65	-36.9%
Pérd. (Ganancia) Camb.	204	978	-79.2%	260	-24	#N/A
Pérd. (Ganancia) Monet.	-504	-7	#N/A	-39	959	#N/A
Otros Gastos Financ.	139	107	30.2%	73	49	50.1%
Util. antes de Impuestos	2,354	1,437	63.8%	862	524	64.6%
Impuestos	927	549	69.1%	313	127	147.3%
Gtos. Extraordinarios	-1,175	0	#N/A	-1,175	0	#N/A
Part. Minoritaria	0	10	-99.4%	0	0	#N/A
Utilidad Neta	2,601	878	196.4%	1,724	397	334.1%
Margen Bruto	48.7%	50.3%		49.0%	49.6%	
Margen UAFIDA	20.8%	25.9%		21.0%	24.6%	
Margen Operativo	15.4%	20.8%		15.8%	19.4%	
Margen Neto	12.0%	6.3%		15.6%	4.2%	
Días Cuentas por Cobrar	14	25				
Días de Inventarios	39	69				
Días Cuentas por Pagar	57	92				
Cap. de Trabajo a Vtas.	4.4%	10.5%				

BALANCE
(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

	Jun-04	Mar-04	Jun-03
Activo total	62,277	61,615	63,835
Efectivo y valores	2,389	2,535	3,914
Otros Activos Circ.	5,437	4,864	5,856
Largo plazo	515	520	1,106
Fijo (Neto)	18,072	17,978	18,706
Diferido	35,864	35,719	34,253
Otros Activos	0	0	0
Pasivo total	36,008	38,009	42,365
Deuda con costo C.P.	2,169	2,389	4,018
Otros pasivos C.P.	5,929	6,484	6,863
Deuda con costo L. P.	24,868	25,573	27,279
Otros Pasivos	3,041	3,563	4,205
Capital Contable	26,269	23,607	21,470
Interés Minoritario	649	81	162

ANALISIS FINANCIERO

	1.0x	0.8x	0.9x
Liquidez	1.0x	0.8x	0.9x
Deuda CP/Deuda Total	8.0%	8.5%	12.8%
Pvo mon extr a Ptotal	37.9%	49.2%	42.9%
Deuda Nta a Cap Cont	93.8%	107.7%	127.5%
PTotal a Cap Cont	137.1%	161.0%	197.3%

- En las diversas subsidiarias se han llevado a cabo cambios estructurales importantes que están definiendo el rumbo del negocio. La única subsidiaria que presentó cifras 100% comparables es Kof Buenos Aires, ya que ahí no se adquirió ningún territorio de Panamco. (Nota: en cada subsidiaria presentaremos cuales hubieran sido los volúmenes comparativos en millones de cajas unidad).

MÉXICO (60.6% de los ingresos):

MCU	2T03	2T04	Var %
Volumen	273.1	257.0	-5.9%

- Condiciones climáticas poco favorables y una competencia agresiva.** A partir del 2003, la compañía ha venido enfrentando mayor competencia con la entrada de Cola Real y El Gallito, empresas que han introducido bebidas de cola con tamaños superiores y a precios inferiores a los de Coca-Cola y Pepsi-Cola. Esto ha motivado a Kof a realizar un cambio en su estrategia de ventas, mediante al introducción de presentaciones personales más rentables.
- En el 2T04 **las ventas** de Kof alcanzaron los Ps\$ 6,709.8 M. Durante el trimestre el volumen de ventas de refrescos reflejó una disminución de 1.7%. La contracción total del 5.9% se explica por la mayor competencia en agua embotellada en presentaciones personales y por la redefinición del agua en garrafón. Nosotros creemos que la compañía se enfocará a presentaciones de 5lts. en lugar de garrafones, dado que son más rentables y menos costosas de transportar.
- El margen bruto** ha mostrado una contracción de 40 pb. para terminar en 53%, debido al incremento en el precio del azúcar y del PET. Asimismo, **el margen operativo** presentó un deterioro en el 2T04, terminando en 20.4%. Esto ha sido provocado por los gastos incurridos en la estandarización de prácticas de mantenimiento de enfriadores y de la flota de distribución en los nuevos territorios y por la introducción de equipo de refrigeración. Además, los gastos de mercadotecnia también han seguido elevados para no sacrificar mercado.
- La perspectiva es mixta** en los territorios de México. En principio nos preocupa el diferencial tan grande que hay entre los precios de los refrescos de Cola Real y El Gallito. En nuestra opinión, la mayor presión la

Marcela Martínez Suárez
marcela.martinez.suarez@cbbanorte.com.mx
5169 9384

seguiremos viendo por parte de Cola Real y El Gallito. Esto puede ser compensado con las presentaciones personales de 710 y 600 ml., y otras presentaciones en latas más pequeñas. Estas cuentan con un mejor precio y un mejor margen, por lo que si Kof logra posicionarlas podrán mejorar la rentabilidad.

Centroamérica (Guatemala, Nicaragua, Costa Rica y Panamá), representó el 7.8% de los ingresos de Kof.

MCU	2T03	2T04	Var %
Volumen	26.3	26.8	1.9%

- **Guatemala liderea la región.** En el trimestre se tuvo un sólido desempeño a través de la marca Coca-Cola. Los **ingresos** ascendieron a Ps\$ 866.3 M y el precio promedio por caja unidad fue de Ps\$ 32.26, mostrando un crecimiento con respecto al 4T03 y 1T04. En el trimestre se observó un sólido desempeño de los volúmenes de venta de Coca-Cola y Coca-Cola light al representar el 60% del volumen incremental de la región. Además, en el 2T04 lanzaron la marca Taí, una marca de protección de valor en multisabores en presentaciones de 2 lt. Pet en Costa Rica para ofrecer una alternativa de precio más accesible. Con esto empiezan a cubrir su objetivo de tener una arquitectura de precios que les permita atraer a los consumidores.
- **El margen bruto subió y concluyó en 49.8%.** Esto se debió al incremento en los precios aplicado durante el trimestre.
- **La utilidad de operación** alcanzó los Ps\$ 84.5 M con un margen de 9.8%, cifra superior a la proforma del 2T03. En nuestra opinión, esto es alentador porque durante el trimestre la compañía enfrentó alza en algunos costos de ciertas materias primas. Estas fueron totalmente compensadas con menores gastos administrativos y gastos de ventas derivados de ahorros a través de mejores prácticas operativas, principalmente en mantenimiento de la flota de distribución, gastos de mercadotecnia y la reestructuración del personal efectuada en trimestres anteriores.

Colombia (7.9% de los ingresos).

MCU	2T03	2T04	Var %
Volumen	40.7	40.0	-1.7%

- **Cambio de estrategia y dirección.** En el 2T04, los volúmenes se contrajeron y los **ingresos** alcanzaron los Ps\$ 881.8 M, registrando un incremento en el precio promedio de 14%, motivado por el aumento aplicado en mayo del presente año. Nosotros pensamos que el precio promedio estará volátil durante los siguientes trimestres ya que están buscando la mezcla óptima para atraer al consumidor y adaptarse a las necesidades económicas de estos. La

contracción en los volúmenes deriva del agua embotellada (17%).

- El **margen operativo empieza a mejorar.** Es importante notar que la caída en los volúmenes de venta no ha permitido tener una buena absorción de costos y gastos fijos. No obstante, la compañía experimentó menores gastos de mercadotecnia debido a estrategias coordinadas con The Coca-Cola Company, las cuales permitieron mejorar la rentabilidad de la región.
- Al parecer **la perspectiva es positiva**, ya que están buscando la estructura óptima de ventas. El éxito que podría tener el grupo sería vía volúmenes, y eficiencias en costos y gastos. Aunque estamos conscientes de que la administración es nueva, está dando resultado en tan sólo unos meses, lo cual es una buena señal.

Venezuela (9.9% de los ingresos).

MCU	2T03	2T04	Var %
Volumen	37.7	40.6	7.7%

- Los **ingresos** alcanzaron los Ps\$ 1,105.3 M, debido al crecimiento del 7.7% en el volumen de ventas y al aumento del 13.6% en el precio de los productos. Las cifras alcanzadas son realmente alentadoras, porque en el país se vive una inestabilidad política importante. En este país las condiciones de consumo son muy parecidas a México y de hecho, es un mercado que se puede desarrollar en el área de las tiendas de esquina ("mom & pop stores"). Entre los productos que lanzaron y que cubrirán las necesidades de la población está Grapette.
- La **utilidad bruta** ascendió a Ps\$ 466.5 M, alcanzando un margen de 42.2%, cifra 0.9 pp por abajo del 2T03. Esto fue motivado por el alza en los precios de ciertas materias primas y por la devaluación del Bolívar venezolano frente al dólar. Finalmente, la utilidad de operación fue de Ps\$ 78.7 M con un margen de 7.1%, superior en 1.4 pp vs. el 2T03. Es importante mencionar que el mayor volumen de ventas permitió una mejor absorción de costos y gastos fijos, ya que en el 2T04 se incrementaron sueldos. Aunque los retos en la región son grandes, Kof cuenta con una amplia experiencia para mejorar su presencia y su rentabilidad.

Brasil (8.8% de los ingresos):

MCU	2T03	2T04	Var %
Volumen	56.8	58.7	3.3%

- **Se empieza a frenar la competencia desleal** por los productores de Coca-Cola, ya que algunos de ellos vendían su producto en el territorio de Kof (transhipments), y además, la evasión de impuestos es muy marcada. El propósito del grupo es eliminar esas diferencias y reposicionar a la embotelladora en la región, y al parecer The Coca-Cola Co. ha apoyado al grupo y por el momento han logrado reportar un incremento en los volúmenes de venta. Así, las **ventas** ascendieron a Ps\$ 980.2 M y el precio promedio por caja unidad fue de Ps\$ 16.62, estando ligeramente arriba del 1T04. En el trimestre fue alentador ver que la compañía logró un control de la diversificación de marcas.
- **Cierran una planta en Brasil y bajan los costos de edulcorantes.** Como resultado, el margen bruto terminó en 37.8%, estando 5.7 pp por arriba del 2T03. El margen de operación terminó en 6% vs, un margen negativo del 2T03. Esto fue motivado por las mejores prácticas operativas, incluyendo el hacer algunas actividades que anteriormente se hacían a través de terceros y por la implementación de estrategias para la reducción de costos.
- **La perspectiva es positiva**, especialmente ahora que han empezado a posicionarse como compañía y han logrado tener un apoyo importante por parte de “The Coca-Cola Company”. Esto le ha ayudado a que cada embotelladora respete su zona evitando así los “transhipments”. Conforme se mejore el volumen de ventas, la rentabilidad de la subsidiaria de Brasil tenderá a mejorar.
- **Vuelve a registrar ahorros en gastos.** En esta ocasión fueron en gastos de administración relacionados con el cambio de ciertos ejecutivos a las oficinas del Mercosur. Así, la utilidad de operación reflejó un crecimiento explosivo y el margen repuntó en 9.6 pp., para colocarse en 13.2%. Al parecer, KOFBA continuará recogiendo los frutos de las estrategias, y seguirá ganando mercado.
- Es importante resaltar que a partir del 3T04 los resultados serán completamente comparables. Aunque la compañía no proporciona ningún lineamiento con respecto a sus perspectivas para el 2004, **creemos que será un buen año** en la mayoría de las subsidiarias. Kof ha demostrado tener la capacidad para darle la vuelta a territorios con problemas, por lo que creemos que la franquicia adquirida a Panamco estará en su mejor época a principios del 2005. Asimismo, esperaríamos que se sigan dando las sinergias, de las cuales esperan ahorros por US\$ 120 M, y a la fecha van US\$ 50 M.
- **El programa de inversión del año ascenderá a US\$ 250 en el 2004.** El objetivo de Kof es financiar esta expansión con recursos generados por la operación, y destinarlo a distribución, cajas y para mercado. En término de precios, hay una guerra marcada en el segmento de colas, la cual podría continuar en el mediano plazo. A pesar de ello, creemos que Kof seguirá siendo una empresa muy rentable.

Argentina (5.9% de los ingresos)

MCU/Ps Mx	2T03	2T04	Var %
Volumen	27.1	31.4	15.9%
Ventas	456.5	541.8	18.7%
Utilidad bruta	158.1	211.6	33.8%
Utilidad operación	16.4	71.3	334.7%

- **Otro trimestre con sólidos resultados.** Esta subsidiaria continúa con una tendencia creciente y mejorando su presencia en la región. Los volúmenes se incrementaron en 15.9% y el precio promedio por caja subió en 2.1%, lo que en conjunto implicó que las **ventas netas** presentaran un crecimiento de 18.7%, cifras ligeramente arriba de nuestra estimación. Creemos que en lo que resta del 2004, KOFBA continuará reportando sólidos resultados, y que ahora que la economía parece estar mejorando, el consumo podría repuntar.
- El **margen bruto** se incrementó en 450 pb, debido al cambio favorable en la mezcla hacia presentaciones retornables y menores costos de edulcorantes comparados con el 2T03.