

Fecha de Publicación: 30 de octubre de 2015

Comunicado de Prensa

Standard & Poor's confirma calificaciones de 'mxAA-' de Organización Cultiba; la perspectiva es estable

Contactos analíticos:

Sandra Tinoco, México 52 (55) 5081-4473; sandra.tinoco@standardandpoors.com

Laura Martínez, México 52 (55) 5081-4425; laura.martinez@standardandpoors.com

Resumen

- Durante 2015, el desempeño de la embotelladora de PepsiCo en México, Cultiba, ha mostrado una ligera recuperación en sus volúmenes de ventas e ingresos, en línea con nuestras expectativas, tras el impacto negativo del año pasado, ante un entorno económico adverso y la incorporación del impuesto especial a las bebidas azucaradas.
- Confirmamos nuestras calificaciones de riesgo crediticio de largo plazo y de deuda en escala nacional de 'mxAA-' de Cultiba. A su vez, asignamos una calificación de recuperación de su deuda de '4L'.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que los dividendos que recibe Cultiba, por parte de sus subsidiarias, serán suficientes para cubrir sus compromisos financieros y corporativos sin la necesidad de requerir de deuda adicional. Esto mantendrá la flexibilidad en el pago de dividendos a sus accionistas, y sus subsidiarias continuarán enfocadas en mejorar su rentabilidad y reducir su nivel de apalancamiento.

Acción de Calificación

México, D.F., 30 de octubre de 2015.- Standard & Poor's confirmó hoy sus calificaciones de riesgo crediticio y de deuda de largo plazo en escala nacional –CaVal– de 'mxAA-' de Organización Cultiba, S.A.B. de C.V. (Cultiba). Al mismo tiempo, asignamos una calificación de recuperación de su deuda de '4L'. La perspectiva de la calificación de riesgo crediticio es estable.

Fundamento

Cultiba ha comenzado a mostrar signos de recuperación en lo que va de 2015, luego de la aplicación del impuesto especial a las bebidas azucaradas en México (IEPS) a principios de 2014, como parte de la implementación de la reforma fiscal, un menor consumo de estas bebidas por un entorno económico más adverso en el país y precios del azúcar bajos, que impactaron negativamente a la compañía. En nuestra opinión, esta tendencia positiva es consecuencia de las estrategias de Cultiba para mantener sus volúmenes de venta, optimizar costos y consolidar su portafolio de productos existentes y de la incorporación de nuevos productos en lo que va del año –con muy buena aceptación por parte del consumidor. Consideramos que lo anterior refleja el buen posicionamiento de los productos de la compañía en el mercado mexicano, así como de una recuperación en el consumo, aunque este continúa en niveles inferiores a los observados un par de años atrás.

Esperamos que estas estrategias, en conjunto con nuestra expectativa de crecimiento económico en México en 2016 (de 3.0%), continúen fortaleciendo la posición de negocios de Cultiba, con márgenes EBITDA entre 10% y 11% en 2015 y 2016. Esperamos también que la compañía continúe con su estrategia de desapalancamiento, con lo que mantendría su actual perfil de riesgo financiero.

Nuestra opinión sobre el perfil de riesgo del negocio de Cultiba refleja el bajo riesgo de la industria de productos de marca no duraderos en la que opera, su participación mayoritaria en Grupo GEPP, S.A.P.I. de C.V. (no calificada), embotellador exclusivo de las marcas PepsiCo en México, así como marcas propias, con una posición relevante en la industria de bebidas en el país con presencia en todo el territorio nacional, una extensa red de distribución y un amplio reconocimiento de marca. Cultiba también es propietaria de Grupo Azucarero de México, S.A.B. de C.V. (GAM, no calificada), empresa que produce de cerca del 7% del azúcar en México.

A pesar de que esperamos que GAM mantenga una participación de cerca del 10% de las ventas y EBITDA de Cultiba, consideramos que el negocio azucarero provee cierta diversificación e integración vertical, ya que cubre la mayor parte de las necesidades de azúcar de GEPP y suministra electricidad a las plantas del embotellador; incluso, la flexibilidad de GEPP de incrementar sus requerimientos de azúcar frente a los requerimientos de fructosa a través de GAM le ha permitido a Cultiba mitigar en cierta medida el impacto negativo del alza del precio de la fructosa (denominado en dólares) debido a la depreciación del peso mexicano frente al dólar. Asimismo, GAM tiene mejores márgenes de rentabilidad que GEPP, a pesar de la mayor volatilidad y necesidades de capital de trabajo inherente a este negocio. Estos factores son contrarrestados por la exposición de GEPP a la volatilidad de los precios de sus principales materias primas, la concentración geográfica de sus operaciones en México, sus niveles de rentabilidad por debajo de varios de otras embotelladoras nacionales e internacionales, y la fuerte competencia en el negocio de bebidas.

Nuestra evaluación del perfil de riesgo financiero de Cultiba incorpora la mejora en sus principales indicadores financieros tras su estrategia de desapalancamiento, con lo que esperamos que su deuda a EBITDA continúe por debajo de 2.0 veces (x) en los próximos dos años. Por otra parte, nuestra evaluación refleja la dependencia de la empresa del pago de dividendos de sus subsidiarias para hacer frente a sus gastos financieros y corporativos, así como los dividendos pagados a sus accionistas, aunque consideramos que estos últimos son hasta cierta medida flexibles. Asimismo, refleja el monto relativamente alto de la deuda a nivel de la controladora y el hecho de que no todo el flujo de efectivo reportado por la compañía estaría disponible para el pago de la misma, considerando que Cultiba sólo tiene una tenencia accionaria del 51% en GEPP.

Nuestro escenario base asume los siguientes supuestos:

- Crecimiento del PIB de México de 2.3% en 2015 y de 3.0% en 2016. Pese a que estas expectativas están por debajo de lo que esperábamos hace un año, en nuestra opinión, el crecimiento aún es favorable si lo comparamos con nuestra expectativa de crecimiento del PIB en América Latina de -0.2% y 0.9% para el mismo periodo.
- Inflación relativamente baja en México y en línea con el objetivo del banco central, con tasas de 2.8% en 2015 y 3.5% en 2016.
- Con lo anterior, esperamos que el consumo en México continúe fortaleciéndose, lo que permitiría a Cultiba continuar con su estrategia de posicionamiento, con una recuperación moderada en sus precios y volúmenes en los próximos dos años.
- El peso mexicano se ubicaría en alrededor de MXN16.5 por dólar en los próximos dos años. Pese a que no descartamos la posibilidad de niveles más altos para el dólar dado el entorno de volatilidad cambiaria, esperamos que el impacto negativo que tendría en los costos y la deuda en dólares de Cultiba sea moderado, ya que cuenta con coberturas naturales y algunas otras estrategias de derivados.
- Crecimiento de un dígito bajo en 2015 y de un dígito medio en 2016 en los ingresos, lo que refleja una paulatina recuperación en los volúmenes y una mejora en los precios del azúcar, así como el incremento de precios de los productos de GEPP, relativamente en línea con la inflación.
- Una ligera mejora en la generación de EBITDA apoyada por la estrategia de reducción de costos de la empresa, un entorno de materias primas relativamente estable, así como menores gastos no recurrentes en comparación con los realizados el año pasado.
- Una generación de flujo de efectivo operativo libre (FOCF) entre \$650 millones de pesos mexicanos (MXN) y MXN870 millones, reflejando mayores requerimientos de capital de trabajo luego de los beneficios que la compañía recibió tras las inversiones importantes que llevó a cabo a fines de 2013.
- Gastos de inversión (capex) de entre MXN2,100 millones y MXN2,300 millones en los siguientes dos años, principalmente enfocados en la modernización de plantas y centros de distribución, así como en mejorar la infraestructura y la red de distribución en la división de bebidas de Cultiba.
- Pago de dividendos en un rango de MXN350 millones y MXN420 millones en 2015 y 2016.

Con base en estos supuestos, obtuvimos los siguientes indicadores crediticios para 2015 y 2016:

- Márgenes EBITDA entre 10% y 11%
- Deuda a EBITDA por debajo de 2.0x;
- FFO a deuda de 64% en promedio, y
- DCF a deuda de 11.7% en promedio.

Liquidez

Consideramos que la liquidez de Cultiba es 'adecuada'. De forma consolidada, estimamos que sus fuentes de liquidez excedan sus usos por encima de 1.2x durante los siguientes 12 meses.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo por MXN796.7 millones al 30 de septiembre del 2015, y
- Una generación de FFO esperada de alrededor de MXN3,190 millones para los siguientes 12 meses.

Principales usos de liquidez:

- Deuda de corto plazo en las subsidiarias por MXN1,454 millones al 30 de septiembre de 2015, y
- Requerimientos de capex de mantenimiento mínimos, capital de trabajo y pago de dividendos por un total de MXN1,150 millones.

Consideramos que Cultiba mantiene relaciones bancarias sólidas y un acceso satisfactorio a los mercados de capitales, lo que reduce su riesgo de refinanciamiento y la posicionan adecuadamente para hacer frente a sus obligaciones financieras. Además, esperamos que la empresa mantenga un cómodo margen de maniobra de más de 35% en los próximos dos años con respecto a las restricciones financieras (*covenants*) establecidas en sus certificados bursátiles.

Asimismo, consideramos que los flujos provenientes de las subsidiarias, por cerca de MXN210 millones en 2015, en conjunto con su posición de efectivo a nivel de la controladora, serán suficientes para cubrir los compromisos financieros y corporativos de Cultiba, y que el remanente de estos usos será distribuido como dividendos a los accionistas de la empresa controladora, manteniendo flexibilidad en el pago de los mismos.

Análisis de Recuperación

La calificación de los certificados bursátiles (Cebures) de Cultiba es de 'mxA-', la misma que la de riesgo crediticio de la compañía. La calificación de recuperación es '4L', la cual indica nuestra expectativa de una recuperación promedio en el rango bajo (de 30% a 50%) para los tenedores de los Cebures en el caso hipotético de incumplimiento de pago.

Factores analíticos clave:

- Asumimos un caso hipotético de incumplimiento de pago en la segunda mitad de 2018, año en el cual estimamos que la deuda de la compañía sea de alrededor de MXN3,700 millones, incluyendo los intereses acumulados. Este caso hipotético de incumplimiento se daría como consecuencia de un entorno económico adverso en México, junto con una alta volatilidad en la paridad cambiaria del peso frente al dólar y los precios de las materias primas, aunado al poder adquisitivo del consumidor afectado de manera importante.
- Para este ejercicio estamos considerando nuestro EBITDA proyectado en el escenario hipotético de incumplimiento (que tendría que caer 79% del EBITDA reportado para los últimos 12 meses al 30 de septiembre de 2015) para estimar el valor de la compañía.
- Para estimar el valor de la compañía también tomamos en cuenta un múltiplo de valor compañía a EBITDA de 4.3x, en línea con el análisis que realizamos de las compañías mexicanas que han enfrentado incumplimientos de pago y que han mostrado un múltiplo en un rango de 3.75x-4.3x.

Supuestos en el escenario hipotético de incumplimiento

- Consideramos que Cultiba se reorganizaría en el caso hipotético de un incumplimiento, tomando en cuenta su buen posicionamiento en México, como el único embotellador de PepsiCo en el país, y en línea con nuestra experiencia de las compañías mexicanas que han enfrentado un incumplimiento en el pago de sus obligaciones y, aun así, han continuado operando.
- Estimamos un incremento en las tasas de 150 puntos base ante el escenario hipotético de incumplimiento.
- Para el caso hipotético de incumplimiento de pago, consideramos un 3% de gastos administrativos en que la compañía incurriría para hacer frente al pago de su deuda y que descontamos de nuestro

cálculo de su valor.

Valuación durante el escenario de incumplimiento

- EBITDA: MXN674 millones
- Múltiplo para cálculo del valor de la compañía: 4.3x
- Valor bruto de la compañía: MXN2,864 millones
- Gastos administrativos: 3%
- Valor neto de la compañía: MXN2,779 millones

-
- Obligaciones prioritarias*: MXN2,341 millones
 - Obligaciones con los tenedores de Cebures*: MXN1,434 millones
 - Recuperación: 30%-50%

*Los montos de deuda incluyen el cálculo de intereses en el momento de incumplimiento

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que los dividendos que recibe Cultiba de sus subsidiarias serán suficientes para cubrir sus compromisos financieros y corporativos, sin necesidad de requerir deuda adicional, con lo que mantendría flexibilidad para el pago de dividendos a sus accionistas. También refleja que la empresa continuará mostrando una mejora en sus indicadores financieros clave a través de una disminución en la deuda de sus subsidiarias y un incremento en sus márgenes de rentabilidad.

Escenario positivo

Podríamos subir las calificaciones en los próximos 12 meses, si la compañía presenta una disminución significativa en la deuda consolidada, al mismo tiempo que mejora sus niveles de rentabilidad e ingresos por arriba de lo que esperamos, ante un entorno económico en México más favorable con una significativa recuperación en el consumo. Esto resultaría en niveles consistentes de deuda a EBITDA por debajo de 1.5x.

Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones en los próximos 12 meses, si el apalancamiento consolidado de Cultiba se ubica por encima de 3.0x de manera constante como resultado de una política financiera más agresiva, lo que podría incluir un mayor pago de dividendos o un incremento significativo de la deuda, como resultado de adquisiciones o de una estrategia más agresiva de mercadotecnia y crecimiento; esto podría además afectar su generación de flujo y liquidez. Una acción de calificación negativa podría derivarse de un deterioro en la rentabilidad de la compañía lo que derivaría en una reducción importante de los dividendos recibidos por la controladora con respecto a nuestras expectativas; esto conllevaría a márgenes EBITDA por debajo de 10%, niveles que se ubicarían por debajo del promedio de los de la industria. Una acción de calificación negativa también podría darse como resultado de una disminución importante en la tenencia accionaria de GEPP, lo que reduciría el nivel de dividendos recibidos por esta subsidiaria para hacer frente a sus obligaciones.

Resumen de las calificaciones

Calificación de riesgo crediticio: mxAA-/Estable/--

Riesgo del negocio: Satisfactorio

- Riesgo país: Moderadamente elevado
- Riesgo de la industria: Bajo
- Posición competitiva: Satisfactoria

Riesgo financiero: Significativo

- Flujo de efectivo / Apalancamiento: Significativo

Modificadores:

- Efecto de diversificación/cartera: Neutral
- Estructura de capital: Neutral
- Liquidez: Adecuada
- Política financiera: Neutral
- Administración y gobierno corporativo: Razonable
- Análisis comparativo de calificación: Neutral

Crterios

- Lineamientos de criterios para calificaciones de recuperación de deuda de emisores corporativos con calificación de grado especulativo, 10 de agosto de 2009.
- Metodología para aplicar calificaciones de recuperación a emisiones calificadas en escala nacional, 22 de septiembre de 2014.
- Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones, 15 de abril de 2008.
- Metodología de Calificaciones de Grupo, 19 de noviembre de 2013.
- Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de Standard & Poor's, 30 de septiembre de 2014.
- Metodología: Riesgo de la industria, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras, 13 de noviembre de 2012.
- Factores Crediticios Clave para la Industria de Bienes de Consumo No Duraderos de Marca, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.
- Calificaciones crediticias en escala nacional y regional, 22 de septiembre de 2014.

Artículos Relacionados

- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011.
- Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia, 15 de mayo de 2014.
- MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal (Nacional), 20 de noviembre de 2014.
- Preguntas frecuentes: Bandas para las categorías '2' a '5' de las calificaciones de recuperación en los productos de Standard & Poor's, 2 de marzo de 2015.
- Standard & Poor's confirma calificaciones de 'mxAA-' de Organización Cultiba; la perspectiva es estable, 10 de octubre de 2014.

Información Regulatoria Adicional

1) *Información financiera al 30 de septiembre de 2015.*

2) *La calificación se basa en información proporcionada a Standard & Poor's por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.*

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

Copyright © 2015 por Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P). Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta información puede ser reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin autorización previa por escrito de S&P. S&P, sus filiales y/o sus proveedores tienen derechos de propiedad exclusivos en la información, incluyendo las calificaciones, análisis crediticios relacionados y datos aquí provistos. Esta información no debe usarse para propósitos ilegales o no autorizados. Ni S&P, ni sus filiales ni sus proveedores o directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de la información. S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes no son responsables de errores u omisiones, independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso de tal información. S&P, SUS FILIALES Y PROVEEDORES NO EFECTÚAN GARANTÍA EXPLÍCITA O IMPLÍCITA ALGUNA, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR. En ningún caso, S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes serán responsables frente a terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso de la información contenida aquí incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Las calificaciones y los análisis crediticios relacionados de S&P y sus filiales y las declaraciones contenidas aquí son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna. S&P no asume obligación alguna de actualizar toda y cualquier información tras su publicación. Los usuarios de la información contenida aquí no deben basarse en ella para tomar decisiones de inversión. Las opiniones y análisis de S&P no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza tareas de auditoría ni asume obligación alguna de revisión o verificación independiente de la información que recibe. S&P mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en relación a cada uno de los procesos analíticos.

S&P Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis crediticios relacionados, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.