

# Mantener

## Organización Soriana S.A.B de C.V.

Clave Pizarra: SORIANA B    Recomendación: Mantener  
 Precio: \$30.61                      Precio Objetivo: \$32.82  
 Cotiza: BMV                              Rendimiento Implícito: 7.22%

| Perfil de Mercado    |             |
|----------------------|-------------|
| 52 week high         | \$ 42.50    |
| 52 week low          | \$ 26.51    |
| Cierre Previo        | \$ 30.61    |
| Volumen Diario Prom. | 0.45 mn     |
| Utilidad por Acción  | 1.7         |
| Acciones en Circ.    | 1,800       |
| Cap. De Mercado      | \$55,098.00 |
| Free float           | 13.80%      |
| TEV                  | \$61,738.30 |

| Resumen de Estimados |         |         |         |         |         |         |         |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AÑO                  | 2010    | 2011 E  | 2012 E  | 2013 E  | 2014 E  | 2015 E  | 2016 E  |
| <b>CRECIMIENTO</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| VENTAS               | 5.71%   | 5.34%   | 3.78%   | 2.82%   | 4.41%   | 4.09%   | 3.78%   |
| EBITDA               | 11.42%  | 4.33%   | 4.80%   | 3.10%   | 3.95%   | 4.18%   | 3.87%   |
| UTILIDAD NETA        | 14.30%  | 0.74%   | 11.10%  | 9.56%   | 5.13%   | 4.73%   | 3.75%   |
| <b>RENDIMIENTO</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| ROE                  | 9.40%   | 8.65%   | 8.77%   | 8.77%   | 8.50%   | 8.10%   | 7.76%   |
| ROA                  | 4.74%   | 4.63%   | 5.03%   | 5.22%   | 5.13%   | 5.03%   | 4.90%   |
| <b>POR ACCION</b>    |         |         |         |         |         |         |         |
| UPA                  | \$ 1.82 | \$ 1.83 | \$ 2.04 | \$ 2.23 | \$ 2.35 | \$ 2.46 | \$ 2.55 |
| DIVIDENDOS           | \$ 0.19 | \$ -    | \$ -    | \$ 0.20 | \$ 0.22 | \$ 0.23 | \$ 0.25 |
| <b>MULTIPLoS</b>     |         |         |         |         |         |         |         |
| TEV/EBITDA           | 8.69x   | 7.04x   | 8.93x   | 8.03x   | 7.23x   | 6.45x   | 5.69x   |
| PER                  | 21.69   | 20.59   | 18.51   | 17.40   | 16.23   | 15.14   | 14.41   |

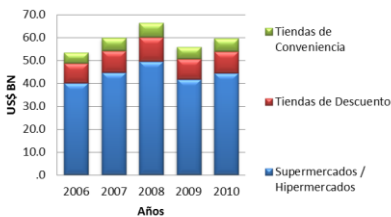
FUENTE: CAPITAL IQ

| UPA Estimada |      |
|--------------|------|
| Año          | UPA  |
| 2010         | 1.82 |
| 2011 E       | 1.83 |
| 2012 E       | 2.04 |
| 2013 E       | 2.23 |
| 2014 E       | 2.35 |
| 2015 E       | 2.46 |
| 2016 E       | 2.55 |

### Destacados

- Soriana es el segundo mayor competidor en el sector de supermercados, tanto en metros cuadrados de piso de ventas así como en nivel de ventas; siendo Wal Mart México y Centroamérica el primer lugar en ambos rubros. Su participación de mercado en el sector es del 17%.
- Soriana anunció el 28 de Octubre del presente año la apertura de 5 tiendas durante el mes de Octubre en formatos Express, Mercado e Hipermercado alcanzando las 542 unidades equivalentes a 3 millones de metros cuadrados de piso de ventas, generando de esta manera más de 400 empleos directos. Soriana confirma de esta manera su compromiso de ser una empresa generadora de empleo y de inversión.
- En el tercer trimestre Soriana anunció que las ventas del mismo crecieron 6.4%, siendo 3% el crecimiento en ventas de tiendas iguales.
- La región Centro Sur del país ha presentado mejores resultados en cuanto a ventas que la región Norte debido a factores externos como la inseguridad que han mermado el consumo de las familias.
- A principios de este año, la compañía ha empezado un proceso de transformación del modelo de negocios, así como de reestructuración de procesos operativos, logísticos y administrativos que le permitan mejorar su desempeño; esto sumado a una agresiva campaña de publicidad sobre sus formatos Soriana Hipermercado y Soriana Mercado ha generado un aumento en gastos administrativos y de operación, siendo dicho aumento un 7.3% en el tercer trimestre del 2011 con respecto al mismo periodo del año anterior.

**Ventas Históricas Industria Mass Grocery Retail en México (US\$ BN)**



FUENTE: Business Monitor

**Resumen de la Inversión**

Se inicia este Reporte de Inicio de Cobertura de Organización Soriana S.A.B. de C.V. (BMV: SORIANA B) con una recomendación de mantener y precio objetivo de \$32.82 al 31 de Diciembre del 2011, con un rendimiento implícito en la valuación de 7.22%.<sup>1</sup>

Soriana es el segundo competidor en el Sector de Supermercados e Hipermercados de la Industria del Mass Grocery Retail, con 17% del mercado en cuanto a ventas y con una participación con respecto a metros cuadrados de piso de ventas del 31%. Soriana se encuentra llevando a cabo un Programa de Reestructuración del modelo de negocios, de logística y de publicidad con el objetivo de mejorar sus operaciones y sus ventas, por lo que a partir de este año ha incurrido en considerables gastos para llevar a cabo este plan, teniendo un impacto negativo en sus márgenes y un reporte en el tercer trimestre del 2011 que no cumplió con las expectativas del mercado con respecto a un aumento en la utilidad neta.

El sector de Supermercados e Hipermercados se encuentra dentro de la industria del Mass Grocery Retail la cual se espera tenga un crecimiento del 7.55% anual y dentro del sector un crecimiento del 10.33% anual. El principal competidor en este sector es Wal Mart México y Centroamérica. Al último reporte trimestral Soriana reportó un acumulado en ventas de Enero a Septiembre iguales a \$69,936.80 y una utilidad neta de \$1,887.20, la cual es 10.4% menor a la acumulada en el mismo periodo el año anterior.

En 2008 Soriana compró las tiendas de autoservicio de Grupo Gigante en una estrategia de diversificación geográfica, con lo cual tuvo que emitir deuda por un importe igual a \$5,000 millones de pesos y que tiene amortizaciones hasta el año 2012. Los flujos de efectivo de Soriana son suficientes para pagar los intereses de dicha deuda y las amortizaciones correspondientes, por lo que sin tener información hasta el momento de alguna adquisición relevante se espera que al terminar de pagar esta deuda la empresa no tenga que endeudarse más.

**DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO**

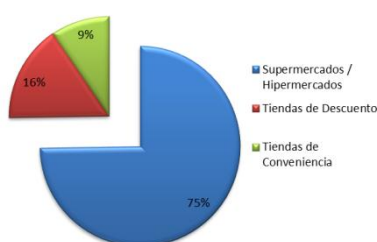
Organización Soriana S.A.B de C.V. es una empresa 100% mexicana, iniciada en el año 1968 en Torreón, Coahuila y dedicada a la venta de mercancías generales, abarrotes, alimentos perecederos, divisiones de ropa, productos para la salud y servicios básicos; contando actualmente con 523 tiendas ubicadas en 160 ciudades en los 32 estados de la República y con oficinas centrales en la ciudad de Monterrey, Nuevo León.

Soriana cuenta con seis formatos de tienda para satisfacer las necesidades de sus clientes que van desde hipermercados y clubes de precios hasta tiendas de conveniencia. De igual manera cuenta con una tienda virtual para compras por Internet pudiendo recoger el pedido en un punto de venta indicado o bien con entrega a domicilio.

Soriana se dedica principalmente a la comercialización de productos y no a la elaboración de los mismos, sin embargo cuenta con su marca libre Soriana para ciertos productos. Para lograr la distribución de los productos que comercializa se apoya de 18 Centros de Distribución de Mercancías de los cuales 8 son utilizados para almacén y distribución de productos perecederos, y los 10 restantes para mercancías generales y secos. En el caso de mercancía cuyo transporte requiere procesos y equipo especializados, se realiza entrega directa del proveedor.

Los principales clientes de Organización Soriana S.A.B de C.V. son familias de clase alta, media y baja de zonas urbanas así como clientes institucionales.

**Participación de ventas de los sectores de la industria**



FUENTE: Business Monitor

<sup>1</sup> Rendimiento calculado con respecto al Precio de Cierre del 18 Noviembre del 2011 en SiBolsa.

| Fuerzas de Porter                     |  |                 |
|---------------------------------------|--|-----------------|
| <b>Poder del Consumidor</b>           | 1.- Muchas opciones de sustitución del servicio debido al número de tiendas establecidas.  | <b>Fuerte</b>   |
|                                       | 2.- Presencia de tiendas descuento, mercados tradicionales y tiendas locales.  |                 |
|                                       | 3.- Fácil sustitución o reemplazo ya que si no se encuentra la marca buscada, ésta se puede encontrar en otro  |                 |
| <b>Poder del Proveedor</b>            | 1.- A excepción de Wal Mart que tiene presencia global los demás competidores se encuentran limitados en el poder de negociación con los proveedores locales o de regiones cercanas al país. | <b>Fuerte</b>   |
|                                       | 2.- Dependencia de los proveedores ya que en este sector no se fabrican los productos que se venden.   |                 |
| <b>Competencia</b>                    | 1.- Fuerte competencia por parte los grandes competidores del sector   | <b>Fuerte</b>   |
|                                       | 2.- Presencia de un competidor multinacional con amplia capacidad de negociación con proveedores globales  |                 |
| <b>Sustitutos</b>                     | 1.- Mercados tradicionales   | <b>Fuerte</b>   |
|                                       | 2.- Tiendas de descuento   |                 |
|                                       | 3.- Tiendas locales  |                 |
|                                       | 4.- Tiendas de conveniencia  |                 |
| <b>Entrada de Nuevos competidores</b> | 1.- No es difícil entrar al sector, sin embargo la sostenibilidad debido a la capacidad necesaria de negociación con proveedores y de manejo de inventarios requiere cierta experiencia      | <b>Fuerte /</b> |
|                                       | 2.- No hay economías de escala   | <b>Moderada</b> |

| M <sup>2</sup> Piso de Ventas (miles)  |      |
|--|------|
| <b>Wal Mart México y Centroamérica</b> | 3911 |
| <b>Organización Soriana</b>            | 2918 |
| <b>Comercial Mexicana</b>              | 1637 |
| <b>Grupo Comercial Chedraui</b>        | 1078 |

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

### Tamaño del Mercado

La industria del Mass Grocery Retail en México abarca los sectores de Hipermercados, Supermercados, Tiendas de descuento y Tiendas de Conveniencia. Las ventas históricas de dicha industria habían tenido un crecimiento anual constante del año 2000 al 2008 en promedio de 11.09%, sin embargo dicho crecimiento fue interrumpido en el año 2009 debido a las consecuencias de la crisis financiera del 2008, teniendo en 2009 una contracción de -16.03%, y recuperándose en 2010 un 6.67% siendo el tamaño del mercado de \$59.52 US BN a finales del 2010 y teniendo un crecimiento anual compuesto del 2000 al 2010 del 6.08%.

Según datos estimados de Business Monitor, se espera un crecimiento del 2011 al 2015 de 43% total (CAGR<sup>2</sup> 7.55%). Por lo que para 2015 el nivel de ventas totales de la industria será aproximadamente de \$98.11 US BN.

### Sector Supermercados e Hipermercados

A pesar de que Soriana cuenta con tiendas de conveniencia (SuperCity) y tiendas de descuento (Soriana Express), Soriana se enfoca más en el sector de Supermercados e Hipermercados el cual tiene una participación en ventas totales de la industria de un 75% mantenido durante los últimos años.

Dicho sector depende fundamentalmente de los márgenes brutos, de la negociación con proveedores y de la logística de distribución de los productos que ofrece. El margen bruto promedio del sector es de 22.1%. Con respecto a la negociación con los proveedores las rotaciones de cuentas por cobrar y de inventario son de 29.08x y 6.99x respectivamente. Asimismo la rotación de cuentas por pagar es de 4.98x; lo que indica que es necesario que la rotación de cuentas por cobrar debe ser mayor que la de cuentas por pagar debido a que el inventario es pagadero tiempo después de vendido.

El poder de negociación con los proveedores desempeña un papel esencial en el éxito de este sector ya que en él no se fabrican los productos a vender, sino que en este sector las empresas funcionan como distribuidoras aun cuando en el sector existe el concepto de marca libre.



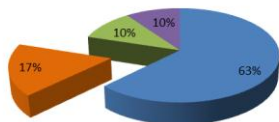
FUENTE: Reportes Anuales de las empresas

<sup>2</sup> CAGR (Compound Annual Growth Rate por sus siglas en inglés) calculado como 
$$CAGR = \left( \frac{ValorFinal}{ValorInicial} \right)^{\frac{1}{No.Años}} - 1$$

La logística de distribución depende de cada empresa, manejando básicamente centros de distribución desde los cuales reparten el producto a sus sucursales, por lo que es importante que dicho rubro sea eficiente para el buen manejo de costos de flete y transportación.

### Ventas 2010 Principales Competidores

■ Wal Mart México y Centroamérica ■ Organización Soriana  
■ Comercial Mexicana ■ Grupo Comercial Chedraui



### Principales Competidores

Soriana tiene 3 principales competidores en el país Walmart México y Centroamérica (WALMEX V), Grupo Comercial Chedraui (CHDRAUI B), y Controladora Comercial Mexicana (COMERCI UBC). Siendo Walmex el competidor más grande tanto en ventas como en m<sup>2</sup> de piso de ventas.

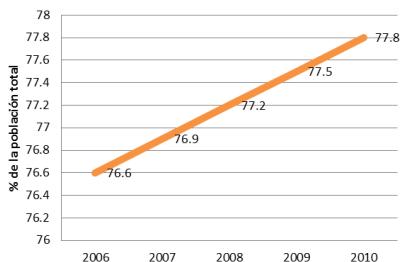
En 2010, WalMart México y Centroamérica facturó \$335,857 mdp de ventas reportando una utilidad de \$19,550 mdp, el competidor más pequeño, Grupo Comercial Chedraui, reportó \$52,794 mdp de ventas y una utilidad de \$1,427 mdp. Organización Soriana, siendo el segundo más grande competidor, reportó \$93,700 mdp de ventas con utilidad neta de \$3,278 mdp; ventas menores en un 72% con respecto a las del principal competidor. Sin embargo hay que tomar en cuenta que Soriana no tiene operaciones en el exterior como Walmex por lo que si comparamos las ventas únicamente en territorio nacional, las ventas de Soriana son 68% menores a las de Walmex, reflejando un claro liderazgo competitivo de WalMart México y Centroamérica sobre sus competidores.

Con respecto al área de ventas (m<sup>2</sup>/piso de ventas), Walmex en el rubro de supermercados tenía al 2010 un área aproximada de 3 millones 911 mil metros cuadrados de piso de ventas siendo un 41% del total del piso de ventas de los 4 principales competidores. Soriana tiene el 31% con 2 millones 918 mil metros cuadrados de piso de ventas al cierre del año 2010.

El área total de piso de ventas de los 4 principales asciende a aproximadamente 9 millones 544 mil metros cuadrados lo que significa unas ventas aproximadas por metro cuadrado de \$56,377.62

FUENTE: Reportes Anuales de las empresas

### Población Urbana



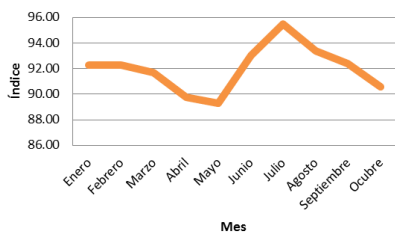
FUENTE: Banco Mundial

### Participación en Ventas

| Millones de Pesos                      | Ventas 2007   | % Mercado | Ventas 2008   | % Mercado | Ventas 2010   | % Mercado |
|--|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|
| <b>Wal Mart México y Centroamérica</b> | \$ 224,976.00 | 59.99%    | \$ 244,917.00 | 56.85%    | \$ 335,857.00 | 62.42%    |
| <b>Organización Soriana</b>            | \$ 65,190.00  | 17.38%    | \$ 91,920.00  | 21.34%    | \$ 93,700.00  | 17.41%    |
| <b>Comercial Mexicana</b>              | \$ 50,409.00  | 13.44%    | \$ 53,298.00  | 12.37%    | \$ 55,717.00  | 10.36%    |
| <b>Grupo Comercial Chedraui</b>        | \$ 34,452.00  | 9.19%     | \$ 40,657.00  | 9.44%     | \$ 52,794.00  | 9.81%     |

FUENTE: CAPITAL IQ

### Índice Confianza del Consumidor 2011



FUENTE: INEGI

### Población Urbana

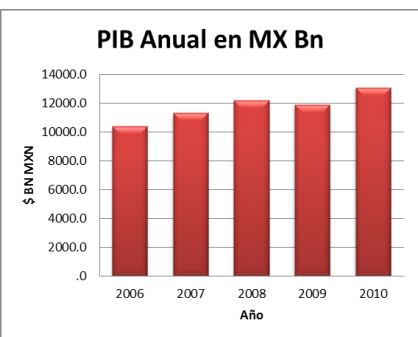
El sector de los supermercados e hipermercados tiene como mercado meta las familias de nivel socioeconómico alto, medio y bajo de las poblaciones urbana; por lo que la urbanización del país es un factor benéfico para el sector.

El porcentaje de población total urbanizada al 2010 fue de 77.8%, y ha marcado un alza constante de 30 puntos base con respecto al año anterior. Por lo cual se puede esperar que la población urbana siga aumentando hacia el 2016 llegando a 79.6% de la población total del país. La población en aglomerados urbanos de más de un millón de personas se ha mantenido en 35% de la población total.

### Índice de Confianza del Consumidor

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) en Octubre del presente año se ubicó en 90.59 puntos, una reducción del 1.9% con respecto a Septiembre y un aumento de 1.61% con respecto a Octubre del año anterior. En el año este índice ha sufrido una reducción de 1.8%.

Tras la crisis financiera del 2008, en donde hubo una baja considerable de este índice llegando a tocar niveles de 82 puntos e incluso a tocar mínimos en Octubre de 2009 de 77 puntos, el índice se ha recuperado poco a poco del 2009 a la fecha. En lo que va del año el ICC se ha mantenido constante fluctuando en un promedio de 92.01 puntos.



FUENTE: Business Monitor

Esta reducción en el índice puede deberse a las circunstancias económicas de la zona euro así como la situación socio política y de inseguridad que se vive en el país, el efecto de esta reducción se puede ver reflejado en una disminución considerable del consumo. Si bien este índice refleja más el nivel de consumo discrecional esperado; éste puede servir como guía de las expectativas de los consumidores en cuanto al nivel de ahorro que mantengan en un futuro lo que afectaría de manera considerable también las ventas de los supermercados ya que aunque los precios de los mercados tradicionales y tiendas locales se basan en los supermercados, los costos de transportarse<sup>3</sup> a estos últimos son mayores que los de ir al mercado local.

**Crecimiento Económico y Desempleo**

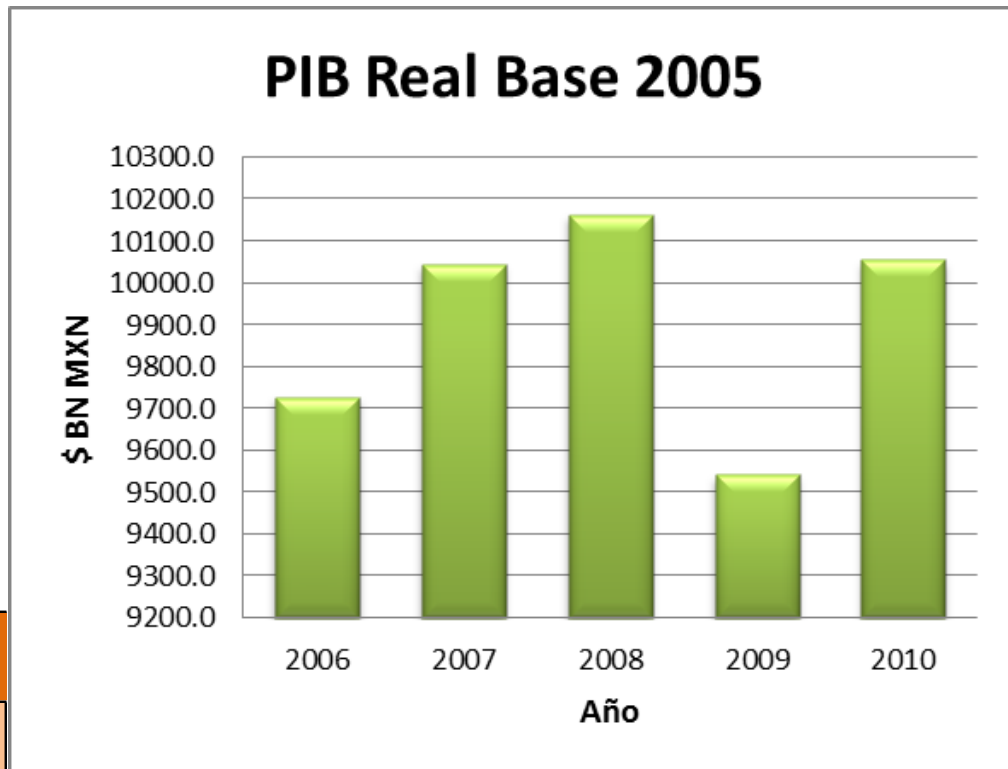
El PIB real de México creció en 2010 a una tasa de 5.39% anual. Ha tenido un crecimiento compuesto desde el 2006 de 0.83%. La inflación desde el 2006 al 2010 fue de 4.8% anual y acumulada total de 20.9%.

Las expectativas de crecimiento real del país según Business Monitor International es de 2.81% promedio anual hasta el 2016 y un crecimiento real al 2016 con respecto al 2010 de 18.11%. La tasa de inflación esperada es de 3.2% promedio acumulada anual, teniendo una tasa de inflación acumulada del 2010 al 2016 de 21%.

La tasa de desempleo como porcentaje de la población económicamente activa en Septiembre de 2011 se ubicó en 5.68%, ésta se ha ido reduciendo después de haber tocado en 2009 el 6.4% de la PEA. El promedio de tasa de desempleo en los últimos doce meses se ha mantenido en promedio de 5.35%, por lo que se espera que se mantenga dentro de este promedio en el corto plazo.

| ICC (2011) |       |
|------------|-------|
| Enero      | 92.29 |
| Febrero    | 92.25 |
| Marzo      | 91.69 |
| Abril      | 89.74 |
| Mayo       | 89.29 |
| Junio      | 93.02 |
| Julio      | 95.47 |
| Agosto     | 93.36 |
| Septiembre | 92.39 |
| Ocubre     | 90.60 |

FUENTE: INEGI



FUENTE: Business Monitor

| Población Urbana |                         |
|------------------|-------------------------|
| Año              | % de la población total |
| 2006             | 76.6                    |
| 2007             | 76.9                    |
| 2008             | 77.2                    |
| 2009             | 77.5                    |
| 2010             | 77.8                    |

FUENTE: Banco Mundial

<sup>3</sup> Se pueden tomar como consumo discrecional los costos de transporte como el de la gasolina.  
<sup>4</sup> La inflación, valores reales y deflatores fueron calculados en base 2005 con datos de Business Monitor International.

## Posición Competitiva

Soriana es el segundo competidor en el sector de hipermercados y supermercados de la industria del mass grocery retail en México, tanto en nivel de ventas como en área de piso de ventas, siendo WalMart México y Centroamérica el primer lugar en ambos rubros.

Soriana tiene presencia tanto en la parte norte como en el centro sur del país. Soriana en sus inicios tenía presencia únicamente en la parte norte y tras el Convenio Soriana – Gigante, la empresa se comenzó a diversificar hacia el sur comprando 205 tiendas de autoservicio propiedad de Grupo Gigante.

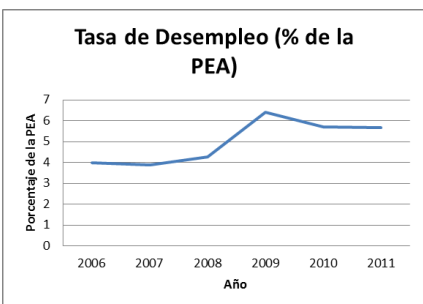
| Ventas Principales Competidores |               |
|---------------------------------|---------------|
| Millones MXN                    |               |
| Wal Mart México y Centroamérica | \$ 335,857.00 |
| Organización Soriana            | \$ 93,700.00  |
| Comercial Mexicana              | \$ 55,717.00  |
| Grupo Comercial Chedraui        | \$ 52,794.00  |

La participación de mercado que tenía Soriana hasta el año 2007 antes de tomar el control de las tiendas adquiridas de Grupo Gigante era de 17.38% del total de las ventas facturadas<sup>5</sup> por Walmex, Chedraui, Comerci e incluyendo a Soriana. En 2008 esta participación en ventas ascendió a 22.09%, y en 2010 la participación disminuyó a 19.40% debido al posicionamiento ganado por Walmex gracias al reconocimiento de su marca.

Con respecto al nivel de ventas por metro cuadrado de piso de ventas Soriana se encuentra en la cuarta posición con ventas por m<sup>2</sup> iguales a \$32,111.00 / m<sup>2</sup>. El promedio de dicho rubro en el sector es de \$50,249.00 / m<sup>2</sup>, lo que hace pensar que le hace falta eficientar su modelo de negocio con el objetivo de aumentar este indicador.

FUENTE: CAPITAL IQ

## Análisis Financiero



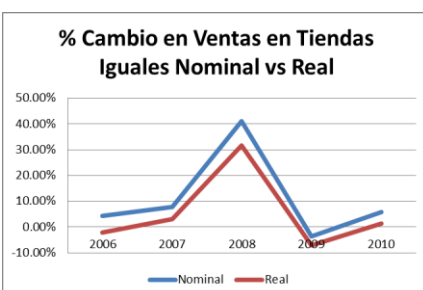
FUENTE: INEGI

### Estado de Resultados

Se espera que el crecimiento de las ventas en Soriana sea en promedio de 4.04%. Soriana ha mostrado una estabilidad histórica de costos de ventas y de costos operativos con respecto a las ventas de 79% y 15% respectivamente, por lo que los márgenes de resultados no tendrán cambio significativo en nuestras estimaciones, convergiendo el crecimiento de la utilidad neta con el crecimiento de las ventas.

### Balance General

La razón circulante de Soriana irá mejorando año con año y se espera que llegue a 1.69x en 2016, lo que significa que irá recuperando liquidez. La prueba del ácido en 2010 refleja que mantiene demasiados inventarios al final del año, sin embargo sigue la tendencia del sector ya que ambas razones (la del sector y la de Soriana) tienen una diferencia considerable con respecto a sus razones circulantes correspondientes.



La forma en que financia la totalidad de sus activos hasta el 2010 es de 50% en deuda y 50% en capital, y se espera que al terminar de amortizar las deudas de largo plazo con costo en las que incurrió debido a la compra de las tiendas de Grupo Gigante, el financiamiento de sus activos sea mayormente en capital; siendo en 2013, el año en que ya ha liquidado la totalidad de ésta, del 59.52% del total de los activos y en 2016 de 63.1%.

Soriana renueva sus cuentas por cobrar a razón de 22.65x promedio por año, es decir que cada 16 días cobra dicho rubro; y su rotación de cuentas por pagar es de 4.51x y paga cada 81 días. Es decir, que para cuando debe pagar sus obligaciones con los proveedores ya le ha dado vuelta a sus cuentas por cobrar aproximadamente 5 veces.

La deuda de largo plazo con costo de Soriana vence en el 2012, por lo que se espera de acuerdo a las políticas de la empresa que se decreten dividendos para los accionistas a razón del 10% de las utilidades de dichos ejercicios, dejando la tasa de retención de utilidades en 90% de la utilidad del ejercicio.

<sup>5</sup> Estas ventas no consideran otros formatos de tienda diferentes al de supermercados e hipermercados.

### Flujo de Efectivo

Teniendo un CAPEX promedio de \$2,533 millones de pesos anuales para poder mantener los niveles de ventas esperados, las expectativas de la cuenta de efectivo son de que estas sean suficientes para poder amortizar la deuda de largo plazo y seguir manteniendo el crecimiento orgánico esperado.

Debido a lo anterior no se espera que Soriana tenga que endeudarse en los próximos años ni para mantener liquidez ya que esta va mejorando según la razón circulante del balance general.

### Cálculo Tasa de Descuento

|                     |             |
|---------------------|-------------|
| V                   | \$61,900.30 |
| E                   | \$55,260.00 |
| D                   | \$ 6,640.30 |
| % E                 | 89.27%      |
| % D                 | 10.73%      |
| Kd                  | 5.17%       |
| Kk                  | 12.77%      |
| Kd Tax Shield       | 3.62%       |
| Beta Calculada      | 0.90        |
| Tasa Libre Riesgo   | 6.20%       |
| Market Risk Premium | 7.30%       |
| CAPM                | 12.77%      |
| WACC                | 11.79%      |

### Valuación

La forma en que se valuó Organización Soriana S.A.B. de C.V. fue ponderando en un 70% por método de descuento de Flujos de Efectivo Libres para la Empresa, y en un 30% por el método de valuación por múltiplos.

La razón por la cual se está ponderando es porque en mayor parte se debe tomar en cuenta que el crecimiento de Soriana, con respecto a las nuevas aperturas de tiendas que tiene contemplado seguir realizando, lo que da como consecuencia que el valor de Soriana dependa de los flujos de efectivo esperados consecuentes de dicho crecimiento. Asimismo, con el programa de renovación que está llevando a cabo a partir de este año, los gastos en los que se incurrirá influirán en las expectativas del valor de esta empresa, pues después de estos gastos es de esperarse que haya un efecto de incremento en las ventas y tras una mejora en la administración de costos un reflejo positivo en los márgenes operativos y netos de la empresa.

Esto no significa que se deba dejar de lado el crecimiento potencial por los múltiplos manejados por la industria, ya que en el país existen empresas perfectamente comparables con Soriana que cotizan a diferentes múltiplos, por lo que es importante considerar el promedio de estos múltiplos en el sector.

### DFCFF<sup>6</sup>

Se descontaron los Flujos de Efectivo Libres para la Empresa proyectados hasta el 2016 con un WACC de 11.79%; tomando en cuenta como valor terminal la perpetuidad del flujo correspondiente al 2016 y suponiendo una tasa de crecimiento del 3.93%.

El WACC fue calculado tomando como tasa libre de riesgo la de los bonos gubernamentales a 10 años siendo esta de 6.20%<sup>7</sup>, una Beta de 0.9<sup>8</sup> y una prima por riesgo de mercado igual a 7.3%<sup>9</sup>; dando como resultado un Costo para el Capital, por método CAPM, de 12.77%.

Para el costo de la deuda se tomó en cuenta la última tasa pagada de interés en los cupones de los Certificados Bursátiles de Largo Plazo emitidos en 2008, la cual al cierre del 2010 fue de 5.33%.

Para las ponderaciones del WACC se calculó un valor de capitalización de la empresa al 15 de Noviembre del 2011<sup>10</sup> y el valor total de la deuda estimada al cierre del 2011. Dichas ponderaciones fueron 89.27% y 10.73% para el capital y la deuda correspondientemente.

A la suma de los valores presentes resultantes se le restó la deuda total a valor en libros en 2011 y se le sumó el efectivo correspondiente llegando a un precio objetivo por DFCFF de \$27.99

### Valuación por Múltiplos

La valuación por múltiplos fue considerada para contrastar la valuación anterior ya que en el sector de Supermercados e Hipermercados en México existen empresas comparables con Soriana (sus principales competidores), por lo que se tomó en cuenta el promedio de los múltiplos a los que cotiza el sector. Esto dio como resultado un precio objetivo por múltiplos de \$44.08 y al cual se le dio una ponderación del 30% para el cálculo del precio objetivo total de las acciones de Organización Soriana.

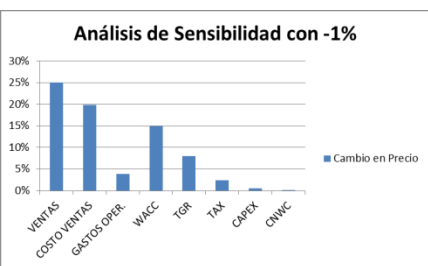
<sup>6</sup> Discounted Free Cash Flow to the Firm

<sup>7</sup> Datos de The Economist consultados en <http://www.economist.com/node/21538767> el 18 Noviembre de 2011

<sup>8</sup> Calculada anualmente con datos de SiBolsa

<sup>9</sup> Datos de IESE Business School – University of Navarra consultado en <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0920-E.pdf> el Martes 15 de Noviembre de 2011

<sup>10</sup> Precio Cierre al 18 de Noviembre de 2011: \$30.61



### Análisis de Sensibilidad

De acuerdo al análisis de sensibilidad las variables que más impactan al precio objetivo son las ventas y el costo de ventas; esto se debe a que en el sector las ventas y el manejo de los costos de ventas (negociación con proveedores) son variables vitales en los resultados operativos, los cuales son la partida más significativa en el estado de flujo de efectivo.

Dejando todas las demás variables constantes, una reducción en ventas del 1% tiene un efecto negativo del 25% reduciendo el precio por DCF a \$20.98; asimismo una reducción de la misma magnitud en el costo de ventas tiene un impacto positivo de 20% llevando el precio a \$33.54. Con esto es posible darse cuenta que el nivel de ventas en el sector Supermercados e Hipermercados es muy importante ya que tiene un efecto mayor en el precio. Por lo tanto la posición mercadológica y la presencia de la marca son factores importantes en el éxito futuro de Soriana.

## Riesgos de la Inversión

### Riesgos Operativos

**Competencia.** El alto crecimiento de Wal Mart puede significar una reducción no solo en las expectativas de crecimiento de la empresa, sino también en las ventas y en la presencia y posición de Soriana en el mercado.

**Resultados por debajo de los esperados.** Debido a la actual coyuntura económica podrían no alcanzarse los estimados de ventas ni de utilidades, por lo que los inversionistas podrían castigar el precio a la baja, reduciendo de esta manera el precio. De lo contrario, si el programa de renovación de Soriana surte efectos positivos considerables sobre el nivel de ventas y de costos aumentando los márgenes existe la posibilidad de que el precio tenga una corrección al alza debido a que esto generaría más flujos de efectivo para la empresa.

### Riesgos Económicos

**Lento Crecimiento económico en México.** Con la actual circunstancia económica de México, de Estados Unidos y de Europa, existe el riesgo de que no mejoren las condiciones y que con ello se vean afectadas las ventas debido a la confianza de los consumidores la cual es media por el Índice de Confianza del Consumidor.

**Tasa de Inflación Elevada.** Si la tasa de inflación aumenta, se verían afectadas tanto las ventas nominales debido al alza en los precios así como los resultados en términos reales ya sea en crecimiento o en rendimientos de la empresa sobre el capital y los activos.

### Riesgos Sociales

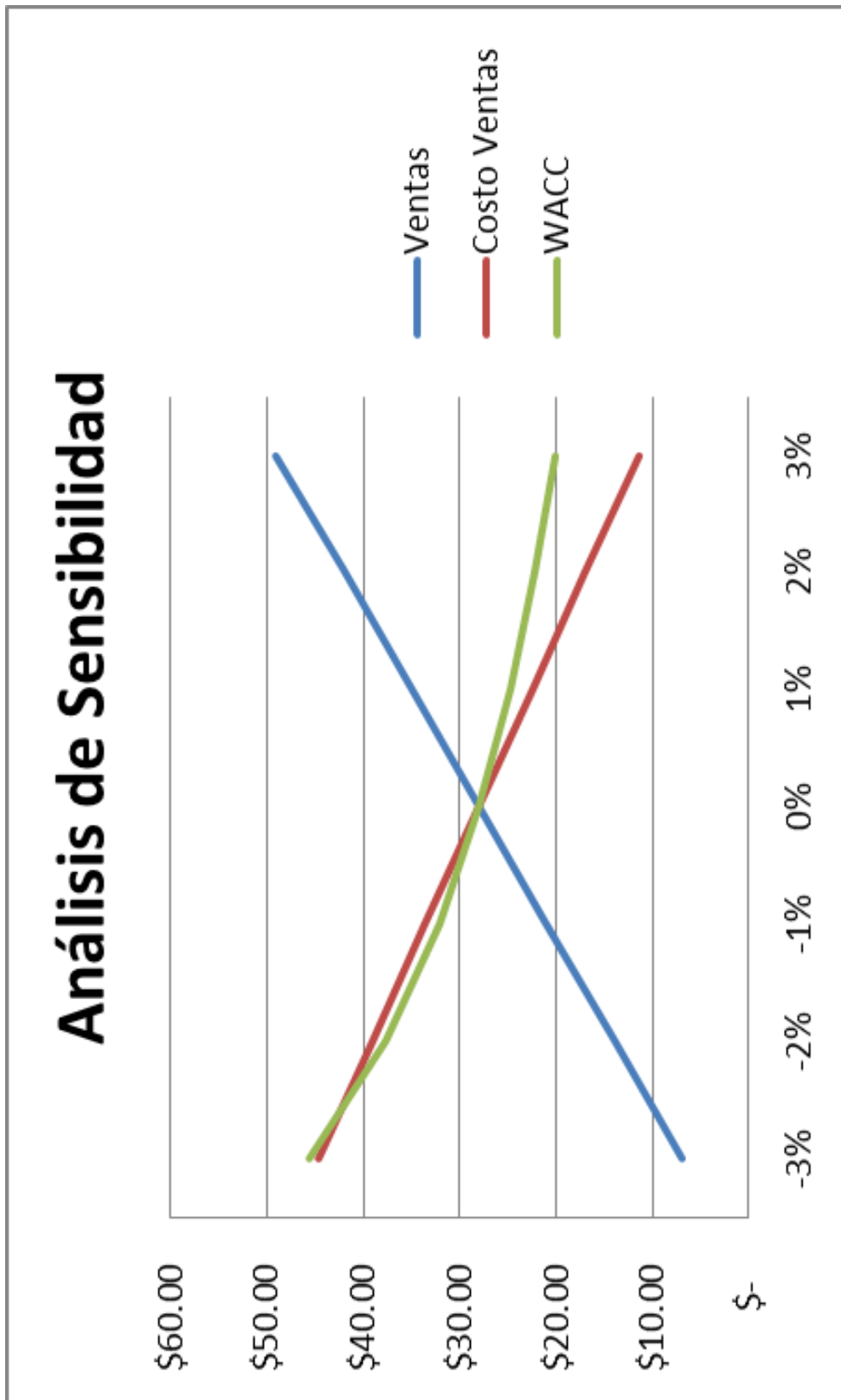
**Condiciones de Inseguridad en algunas regiones del país.** Las condiciones de inseguridad en el país debido a la guerra del gobierno contra el narcotráfico y la delincuencia organizada han tenido un impacto negativo en las ventas de la parte norte del país, sin embargo estas condiciones no se viven solamente en esa región; y en caso de agravarse y contagiarse en otras la diversificación geográfica no sería suficiente para contrarrestar el déficit en ventas de las zonas ya afectadas.

### Riesgos Regulatorios

**Cambios en las tasas impositivas.** Existe el riesgo de que haya una reforma posterior a la legislación fiscal dejando fija la tasa impositiva de ISR en 30% y que no se reduzca a partir de 2013 como se tiene contemplado, sin embargo el efecto de este riesgo es de solo un 2% en el precio objetivo, manteniendo la recomendación de mantener.



ANEXO 1. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD



## ANEXO 2. ESTADOS FINANCIEROS PROFORMA

## Estado de Resultados Proforma

|                             | 2010         | 2011 E       | 2012 E        | 2013 E        | 2014 E        | 2015 E        | 2016 E        |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| VENTAS                      | \$ 93,700.13 | \$ 98,704.00 | \$ 102,439.03 | \$ 105,323.74 | \$ 109,971.74 | \$ 114,467.79 | \$ 118,789.38 |
| COSTO DE VENTAS             | \$ 74,138.05 | \$ 78,097.25 | \$ 81,052.50  | \$ 83,334.96  | \$ 87,012.58  | \$ 90,569.98  | \$ 93,989.34  |
| UTILIDAD BRUTA              | \$ 19,562.08 | \$ 20,606.75 | \$ 21,386.53  | \$ 21,988.78  | \$ 22,959.16  | \$ 23,897.81  | \$ 24,800.04  |
| GASTOS ADMIN. VENTAS        | \$ 14,458.24 | \$ 15,230.36 | \$ 15,806.68  | \$ 16,251.80  | \$ 16,969.01  | \$ 17,662.76  | \$ 18,329.60  |
| UTILIDAD OPERATIVA          | \$ 5,103.84  | \$ 5,376.40  | \$ 5,579.84   | \$ 5,736.97   | \$ 5,990.15   | \$ 6,235.05   | \$ 6,470.45   |
| NO OPERATIVOS               | \$ (83.60)   | \$ (10.26)   | \$ (27.33)    | \$ (18.80)    | \$ (23.06)    | \$ (20.93)    | \$ (22.00)    |
| PRODUCTOS FINANCIEROS       | \$ (305.48)  | \$ (647.77)  | \$ (310.55)   | \$ (55.86)    | \$ (96.88)    | \$ (66.22)    | \$ (70.22)    |
| UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS | \$ 4,714.76  | \$ 4,718.36  | \$ 5,241.97   | \$ 5,662.32   | \$ 5,870.20   | \$ 6,147.90   | \$ 6,378.23   |
| IMPUESTO                    | \$ 1,436.32  | \$ 1,415.51  | \$ 1,572.59   | \$ 1,642.07   | \$ 1,643.66   | \$ 1,721.41   | \$ 1,785.90   |
| UTILIDAD NETA               | \$ 3,278.44  | \$ 3,302.85  | \$ 3,669.38   | \$ 4,020.25   | \$ 4,226.55   | \$ 4,426.49   | \$ 4,592.33   |

## Balance General Proforma

| MXN millions                | 2010           | 2011 E         | 2012 E         | 2013 E         | 2014 E         | 2015 E         | 2016 E         |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash                        | \$ 2,086.67    | \$ 2,380.22    | \$ 3,367.32    | \$ 7,281.83    | \$ 11,362.84   | \$ 15,760.18   | \$ 20,513.99   |
| Receivables                 | \$ 4,164.47    | \$ 4,357.65    | \$ 4,522.55    | \$ 4,649.91    | \$ 4,855.11    | \$ 5,053.60    | \$ 5,244.40    |
| Inventories                 | \$ 12,489.27   | \$ 12,106.74   | \$ 12,564.87   | \$ 12,918.70   | \$ 13,488.81   | \$ 14,040.28   | \$ 14,570.36   |
| Other current assets        | \$ 28.72       | \$ 107.51      | \$ 98.31       | \$ 68.28       | \$ 75.71       | \$ 87.45       | \$ 82.44       |
| TOTAL CURRENT ASSETS        | \$ 18,769.13   | \$ 18,952.12   | \$ 20,553.05   | \$ 24,918.72   | \$ 29,782.47   | \$ 34,941.52   | \$ 40,411.18   |
| Fixed Assets                | \$ 51,999.58   | \$ 55,835.56   | \$ 57,948.42   | \$ 59,580.26   | \$ 62,209.57   | \$ 64,752.93   | \$ 67,197.60   |
| Depreciation                | \$ (12,754.90) | \$ (14,512.49) | \$ (16,399.73) | \$ (18,358.38) | \$ (20,372.20) | \$ (22,474.88) | \$ (24,663.53) |
| NET FIXED ASSETS            | \$ 39,244.68   | \$ 41,323.07   | \$ 41,548.69   | \$ 41,221.88   | \$ 41,837.38   | \$ 42,278.05   | \$ 42,534.07   |
| Intangibles                 | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   | \$ 10,483.10   |
| Other Assets                | \$ 720.44      | \$ 596.35      | \$ 325.24      | \$ 390.54      | \$ 357.89      | \$ 374.31      | \$ 366.10      |
| LT ASSETS                   | \$ 11,203.54   | \$ 11,079.45   | \$ 10,808.34   | \$ 10,873.64   | \$ 10,840.99   | \$ 10,857.41   | \$ 10,849.20   |
| TOTAL ASSETS                | \$ 69,217.34   | \$ 71,354.65   | \$ 72,910.09   | \$ 77,014.24   | \$ 82,460.83   | \$ 88,076.97   | \$ 93,794.45   |
| Current installments of LTD | \$ 2,282.50    | \$ 3,217.50    | \$ 990.40      | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           |
| Trade Payables              | \$ 16,612.75   | \$ 17,292.69   | \$ 17,947.06   | \$ 18,452.45   | \$ 19,266.77   | \$ 20,054.47   | \$ 20,811.60   |
| Other current liabilities   | \$ 3,239.09    | \$ 3,193.54    | \$ 3,017.18    | \$ 2,900.29    | \$ 3,085.68    | \$ 3,095.20    | \$ 3,008.34    |
| TOTAL CURRENT LIABILITIES   | \$ 22,134.34   | \$ 23,703.74   | \$ 21,954.64   | \$ 21,352.75   | \$ 22,352.45   | \$ 23,149.66   | \$ 23,819.94   |
| Long-term debt              | \$ 4,207.90    | \$ 990.40      | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           |
| Other Long-term liabilities | \$ 8,012.91    | \$ 8,495.46    | \$ 9,121.02    | \$ 9,820.84    | \$ 10,390.61   | \$ 10,251.27   | \$ 10,793.44   |
| LONG TERM LIABILITIES       | \$ 12,220.81   | \$ 9,485.86    | \$ 9,121.02    | \$ 9,820.84    | \$ 10,390.61   | \$ 10,251.27   | \$ 10,793.44   |
| TOTAL DEBT                  | \$ 34,355.15   | \$ 33,189.60   | \$ 31,075.66   | \$ 31,173.59   | \$ 32,743.06   | \$ 33,400.93   | \$ 34,613.38   |
| Retained Earnings           | \$ 30,635.91   | \$ 33,938.76   | \$ 37,608.14   | \$ 41,614.37   | \$ 45,491.48   | \$ 50,449.75   | \$ 54,954.79   |
| Share Capital               | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    | \$ 2,067.44    |
| Minority Interest           | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           | \$ -           |
| Other Equity                | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    | \$ 2,158.85    |
| TOTAL EQUITY                | \$ 34,862.20   | \$ 38,165.05   | \$ 41,834.43   | \$ 45,840.66   | \$ 49,717.77   | \$ 54,676.04   | \$ 59,181.08   |
| TOTAL LIAB&EQUITY           | \$ 69,217.35   | \$ 71,354.65   | \$ 72,910.09   | \$ 77,014.24   | \$ 82,460.83   | \$ 88,076.97   | \$ 93,794.45   |

## Flujo Caja Proforma

| MXN millions                        | 2010          | 2011 E        | 2012 E        | 2013 E        | 2014 E        | 2015 E        | 2016 E        |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>EBIT</b>                         | \$ 5,103.84   | \$ 5,376.40   | \$ 5,579.84   | \$ 5,736.97   | \$ 5,990.15   | \$ 6,235.05   | \$ 6,470.45   |
| <b>(+) Non Cash Charges</b>         | \$ 2,093.65   | \$ 2,132.48   | \$ 2,289.79   | \$ 2,376.44   | \$ 2,443.36   | \$ 2,551.19   | \$ 2,655.49   |
| <b>(-) Interests</b>                | \$ 388.34     | \$ 553.16     | \$ 333.03     | \$ 59.44      | \$ 74.03      | \$ 67.29      | \$ 64.15      |
| <b>(-) Change in NWC</b>            | \$ 402.19     | \$ (504.58)   | \$ (82.41)    | \$ (93.34)    | \$ (50.95)    | \$ (27.46)    | \$ (4.46)     |
| <b>(-) Tax paid</b>                 | \$ 1,436.32   | \$ 1,415.51   | \$ 1,572.59   | \$ 1,642.07   | \$ 1,643.66   | \$ 1,721.41   | \$ 1,785.90   |
| <b>CF from operating activities</b> | \$ 4,970.64   | \$ 6,044.79   | \$ 6,046.42   | \$ 6,505.24   | \$ 6,766.77   | \$ 7,024.99   | \$ 7,280.34   |
| <b>CAPEX</b>                        | \$ (2,898.10) | \$ (3,835.98) | \$ (2,112.86) | \$ (1,631.84) | \$ (2,629.31) | \$ (2,543.35) | \$ (2,444.67) |
| <b>CF from investing activities</b> | \$ (2,898.10) | \$ (3,835.98) | \$ (2,112.86) | \$ (1,631.84) | \$ (2,629.31) | \$ (2,543.35) | \$ (2,444.67) |
| <b>Change in Debt</b>               | \$ (2,335.60) | \$ (2,282.50) | \$ (3,217.50) | \$ (990.40)   | \$ -          | \$ -          | \$ -          |
| <b>Cash Dividends</b>               | \$ (346.70)   | \$ -          | \$ -          | \$ (366.94)   | \$ (402.02)   | \$ (422.65)   | \$ (442.65)   |
| <b>CF from financing activities</b> | \$ (2,682.30) | \$ (2,282.50) | \$ (3,217.50) | \$ (1,357.34) | \$ (402.02)   | \$ (422.65)   | \$ (442.65)   |
| <b>Other line items</b>             | \$ 557.07     | \$ 367.24     | \$ 271.04     | \$ 398.45     | \$ 345.58     | \$ 338.36     | \$ 360.79     |
| <b>Increase (decrease) in cash</b>  | \$ (52.69)    | \$ 293.55     | \$ 987.10     | \$ 3,914.51   | \$ 4,081.01   | \$ 4,397.34   | \$ 4,753.81   |
| <b>Initial Cash Balance</b>         | \$ 2,139.36   | \$ 2,086.67   | \$ 2,380.22   | \$ 3,367.32   | \$ 7,281.83   | \$11,362.84   | \$15,760.18   |
| <b>Ending Cash Balance</b>          | \$ 2,086.67   | \$ 2,380.22   | \$ 3,367.32   | \$ 7,281.83   | \$11,362.84   | \$15,760.18   | \$20,513.99   |

**ANEXO 3. DCF**
**DCF**

| DCF                      | 2011 E        | 2012 E        | 2013 E        | 2014 E        | 2015 E        | 2016 E        |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| REVENUE                  | \$ 98,704.00  | \$ 102,439.03 | \$ 105,323.74 | \$ 109,971.74 | \$ 114,467.79 | \$ 118,789.38 |
| COGS                     | \$ 78,097.25  | \$ 81,052.50  | \$ 83,334.96  | \$ 87,012.58  | \$ 90,569.98  | \$ 93,989.34  |
| GROSS PROFIT             | \$ 20,606.75  | \$ 21,386.53  | \$ 21,988.78  | \$ 22,959.16  | \$ 23,897.81  | \$ 24,800.04  |
| OPEX                     | \$ 15,230.36  | \$ 15,806.68  | \$ 16,251.80  | \$ 16,969.01  | \$ 17,662.76  | \$ 18,329.60  |
| OPERATING INCOME         | \$ 5,376.40   | \$ 5,579.84   | \$ 5,736.97   | \$ 5,990.15   | \$ 6,235.05   | \$ 6,470.45   |
| TAX                      | \$ 1,415.51   | \$ 1,572.59   | \$ 1,642.07   | \$ 1,643.66   | \$ 1,721.41   | \$ 1,785.90   |
| DEPRECIATION AND AMORT.  | \$ 2,132.48   | \$ 2,289.79   | \$ 2,376.44   | \$ 2,443.36   | \$ 2,551.19   | \$ 2,655.49   |
| CAPEX                    | \$ (3,835.98) | \$ (2,112.86) | \$ (1,631.84) | \$ (2,629.31) | \$ (2,543.35) | \$ (2,444.67) |
| FCF                      | \$ 2,257.38   | \$ 4,184.18   | \$ 4,839.50   | \$ 4,160.54   | \$ 4,521.47   | \$ 4,895.36   |
| CNWC                     | \$ (504.58)   | \$ (82.41)    | \$ (93.34)    | \$ (50.95)    | \$ (27.46)    | \$ (4.46)     |
| FCFF                     | \$ 2,761.97   | \$ 4,266.60   | \$ 4,932.83   | \$ 4,211.49   | \$ 4,548.93   | \$ 4,899.82   |
|                          |               |               |               |               |               | \$ 62,351.90  |
|                          |               | <b>1</b>      | <b>2</b>      | <b>3</b>      | <b>4</b>      | <b>5</b>      |
| <b>Valores Presentes</b> |               | \$3,816.67    | \$3,947.33    | \$3,014.72    | \$2,912.89    | \$38,523.08   |

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| <b>Valor Terminal</b>         | \$ 62,351.90 |
| <b>Suma Valores Presentes</b> | \$52,214.68  |
| <b>VP - Deuda + Efectivo</b>  | \$50,387.00  |
| <b>Número de Acciones</b>     | 1800         |
| <b>Precio Objetivo DCF</b>    | \$27.99      |
|                               |              |
| <b>Precio Múltiplos</b>       | \$ 44.08     |
|                               |              |
| <b>Ponderaciones</b>          |              |
| <b>DCF</b>                    | 70%          |
| <b>Múltiplos</b>              | 30%          |
|                               |              |
| <b>Precio Objetivo</b>        | \$ 32.82     |
| <b>Precio Mercado</b>         | \$ 30.61     |
| <b>Rendimiento Implícito</b>  | 7.22%        |

# ANEXO 4. COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE LA ACCION



FUENTE: SIBOLSA