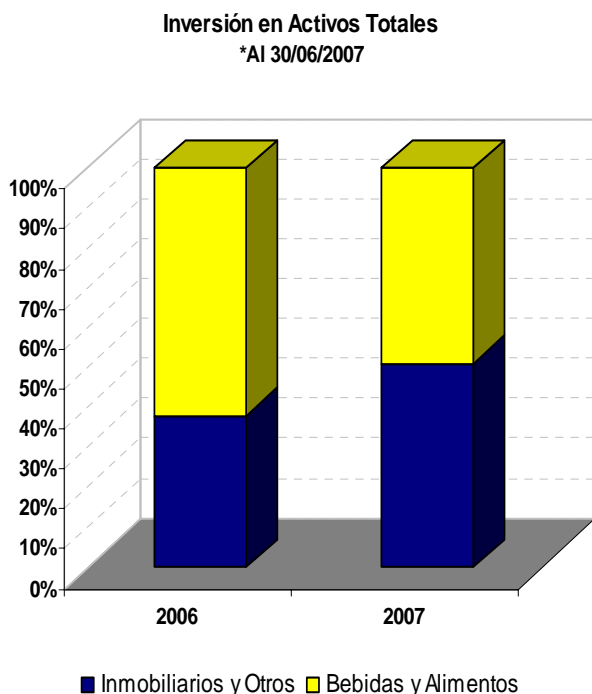


Florida Ice and Farm Co. S.A

Recomendación de Inversión

Después de realizar la estimación no se encontró información suficiente que justifique un precio de ¢1480 para FIFCO, por lo cual CFS recomienda la venta de acciones de FIFCO.



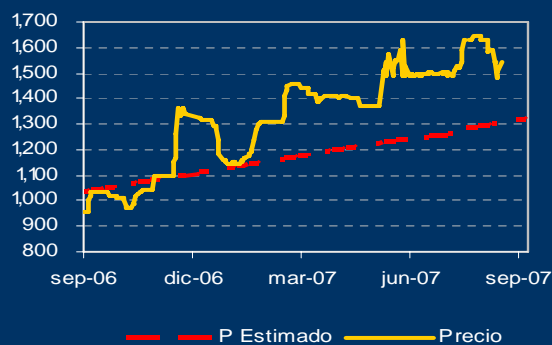
CFS Asesores de Inversión S.A.*

Daniel Esteban Z.
desteban@grupocfs.com
(506) 201-8540, ext (109)

Precio	1480
Precio Estimado Sep 2006	991.17
Precio Estimado Sep 2007	1337.76

Año	2006	2007 ^a	2007 ^e
Vtas N	122,266	198,378	169,174
MgnOp	25.76%	24.79%	27.03%
MgnNeto	17.82%	15.32%	17.49%

(datos en millones de colones)



Vtas N: Ventas netas
MgnOp: Margen Operativo
MgnNeto: Margen neto

	2006	2007 ^a	2007 ^p
Activo Total	245,367	355,300	247,113
Activo Circulante	79,232	78,949	70,890
Activo Fijo	166,134	276,351	176,223
Otros	48,813	136,140	48,813
Goodwill	28,100	68,038	27,164
Deuda Corto Plazo	41,400	79,231	3,500
Deuda Largo Plazo	6,000	50,695	43,900
Patrimonio	162,864	156,701	161,023

* Esta es una publicación exclusiva de CFS Asesores de Inversión S.A. con el único objetivo de informar a los inversionistas. Está recomendación debe ser valorada por cada inversionista tomando en consideración su perfil de riesgo, horizonte de inversión y composición del portafolio, entre otros factores. Por ésto se recomienda consultar a su asesor para evaluar si esta recomendación es adecuada para su portafolio particular. Toda información aquí suministrada es obtenida de fuentes que CFS considera como confiables. Sin embargo, CFS Asesores de Inversión S.A. no garantiza la exactitud, veracidad u objetividad de dicha información.

Florida Ice & Farm Co. S.A.

Florida Ice and Farm Co. (FIFCO) Holding está constituida por tres subsidiarias principales, Florida Bebidas, Florida Capitales y Florida Inmobiliaria.

De estas subsidiarias, Florida Bebidas se dedica a producción, embotellamiento y distribución de bebidas. Florida Inmobiliaria se dedica a inversiones en bienes raíces y finalmente Florida Capitales se dedica a inversiones dentro y fuera de Costa Rica.

Posición competitiva

La posición competitiva de FIFCO en el mercado costarricense de bebidas es muy buena. Este posicionamiento tiene como base un mercado de cerveza en el cual FIFCO tiene una gran participación debido a la calidad de sus productos y sobre todo por los bajos precios que presenta con respecto a sus competidores. En cuanto al mercado de las bebidas no alcohólicas, el posicionamiento puede ser considerado bueno a pesar de que existe mayor nivel de competencia.

La compañía cuenta con diferentes proveedores internacionales para la materia prima tanto de las bebidas alcohólicas como de las bebidas no alcohólicas. Por lo anterior, los precios de las materias primas a los que esta sujeta la empresa son los precios internacionales.

En cuanto a los proveedores de envases, FIFCO ha seguido una estrategia de integración mediante la cual ha adquirido parte de las empresas productoras.

La compra de estos proveedores ha sido realizada a través de Florida Capitales, lo cual muestra que uno de los objetivos de esta subsidiaria es hacer inversiones estratégicas que puedan ser importantes para el desarrollo de la compañía en el campo de las bebidas.

El espacio que deja duda en la composición de FIFCO es la existencia de Florida Inmobiliaria y la importante inversión que se viene realizando en esta área, lo cual se evidencia al observar que los activos totales correspondientes al negocio inmobiliario y otros negocios han pasado de representar el 38% (2006) al 51% de los activos totales en el 2007.

Evolución Financiera

El principal generador de ingresos de FIFCO es la venta de bebidas (cerveza y bebidas naturales principalmente) y se puede identificar analizando la distribución de sus ingresos, los cuales provienen principalmente de tres cuentas: Cerveza y otras bebidas, Alimentos y Otros. Como se observa en el siguiente gráfico Cerveza y otras bebidas representan un 95% del total de los ingresos de la compañía.

Distribución de ingreso 2006



■ Cerveza y otras bebidas ■ Otros ■ Alimentos

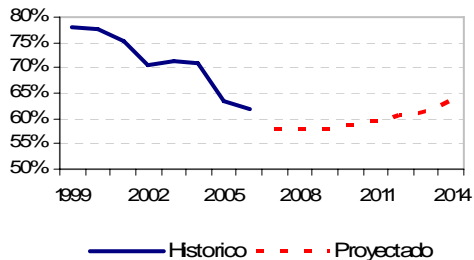
Los ingresos por alimentos representan un 3.6% y empezaron a partir de la compra de Kerns en el 2006. Es importante señalar que los ingresos provenientes de Kerns se combinan entre Alimentos y en Cervezas y otras bebidas debido a que esta empresa produce jugos naturales los cuales entran en esta última categoría.

Tendencia de Resultados

Como se observa en el siguiente gráfico, el margen bruto consolidado ha venido decreciendo en los últimos siete años (de 78.18% en 1999 a 63.49% en el 2006). Según nuestra interpretación, el motivo que ha impulsado este hecho es la inclusión de

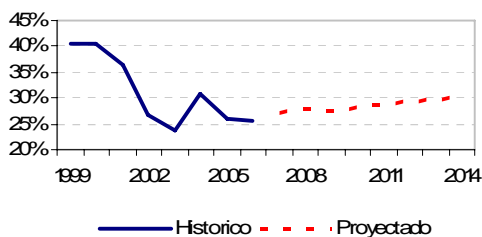
nuevos productos que aportan un margen menor al de la cerveza.

Margen Bruto



Es probable que este efecto sea el que haya generado que en el 2001, año en el que se incluyó los refrescos Tropical en la oferta de productos, el margen bruto iniciara una importante caída. Esta tendencia se podría ver incrementada con la compra de Kerns en el 2006 la cual en su parte de alimentos presentó un margen bruto de 25% mientras que para los jugos sería de esperarse que mantenga un margen parecido a los Tropical.¹

Margen Operativo

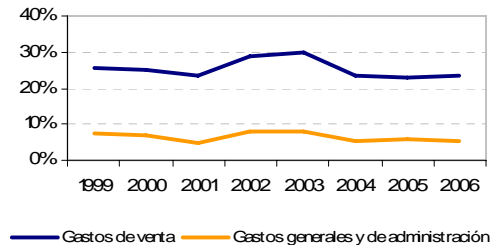


Por su parte, el margen operativo consolidado también ha presentado una tendencia decreciente, la cual tendría el mismo origen que la reducción del margen bruto. Este hecho se observa al analizar el comportamiento histórico de los gastos de administración y venta, los cuales han

¹ Sería importante conocer el aporte de cada producto (tropicales, cerveza y bebidas kerns), a los ingresos y costos de Cerveza y otras bebidas, de esta forma se podría evaluar con mayor facilidad la inversión en estos productos.

presentado un comportamiento estable a través del tiempo.

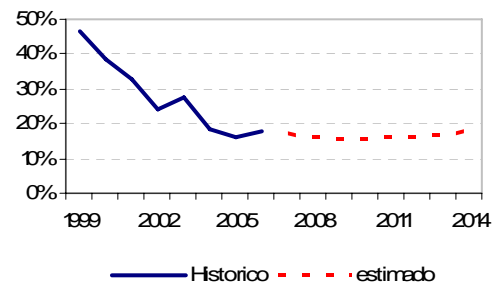
Gastos de Ventas y Administración/Ventas Netas



Los indicadores anteriores parecen mostrar que la estrategia de FIFCO ha sido expandir su oferta de productos, pero ésta ha derivado en una reducción de sus márgenes bruto y operativo consolidados.

En los gráficos que representan el comportamiento de los márgenes operativo y neto se observa un movimiento extraordinario entre los años 2002 y 2003 los cuales coinciden con la compra del 25% de Florida Bebidas por parte de Heineken.

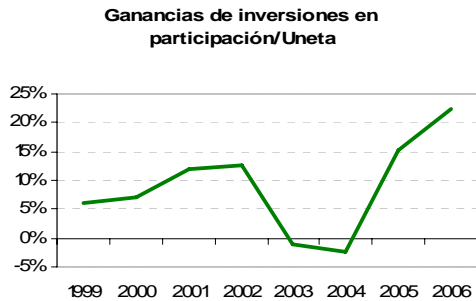
Margen Neto



Al igual que el margen bruto y operativo, el margen neto presentó una reducción que ha sido en ocasiones parcialmente compensado por las ganancias en inversiones registradas bajo el método de participación.

Creemos que en los últimos años la empresa ha tendido a separarse de su negocio principal. Como se puede observar en el siguiente gráfico, estas ganancias no relacionadas con el mercado de bebidas se

han venido incrementando hasta llegar a representar un 22% de las utilidades netas en el 2006.

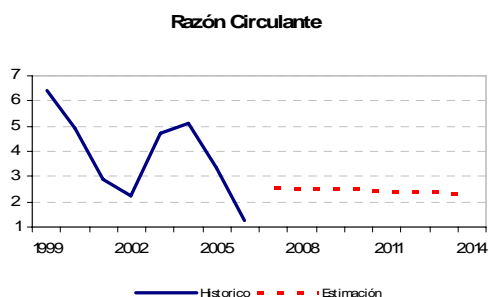


Esta tendencia parece continuar para el 2007 en donde hasta el tercer trimestre del año fiscal 2006-2007 representaron un 16% de las ganancias netas.

El problema de estos ingresos que se encuentran fuera de la parte operativa es que no hay información suficiente para su análisis y proyección. Sin embargo, a raíz de que en la actualidad FIFCO posee el 100% de Reserva Conchal, es de esperarse que esta situación cambie.

En cuanto a índices de liquidez, la compañía ha mostrado niveles históricos muy buenos, lo que indica que siempre ha mantenido capacidad más que suficiente para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Como se observa en el gráfico siguiente, la tendencia de la razón circulante ha sido a decrecer, lo cual no debería ser motivo de preocupación pues los niveles a los que se ha mantenido esta razón aun indican que la capacidad de pagar sus compromisos de corto plazo es muy buena.

Para el 2006 la empresa mantuvo esta razón a un nivel de 1.25 el cual es muy cercano al de la industria (1.27, se tomó la industria como la industria cervecera internacional).



Se espera que los niveles de esta razón se mantengan en buenas condiciones a lo largo de los periodos proyectados.

Por su parte, el nivel de apalancamiento de la empresa afecta el resultado de esta proyección pues nuestra estimación del costo de la deuda es considerablemente menor al costo del capital.

Mientras la industria presenta un nivel de deuda al patrimonio de 1, FIFCO mantiene un nivel de 0.29. Se puede intuir que la empresa podría incrementar su valor si mantuviera niveles de deuda mayores y se acercara más al promedio de la industria.

Costo Ponderado del Capital

Antes de explicar como se estimó el costo del capital es pertinente realizar un análisis de los diferentes riesgos que deben ser tomados en cuenta antes de estimar este costo.

El primer punto que se debe recordar es el hecho de que Costa Rica es un país en vías de desarrollo y que además tiene una economía pequeña y poco significativa con respecto al mercado internacional. Si bien en este momento se podría estar dando una percepción en la cual el riesgo país se ha visto disminuido, es importante saber que este fenómeno no necesariamente va a ser permanente y por lo tanto se deben esperar variaciones que modifiquen nuevamente esta percepción. Además, el riesgo país calculado como la diferencia entre los rendimientos de los US TBills y los bonos soberanos de Costa Rica no parece estar tomando en consideración el hecho de que la probabilidad de *default* de un bono de Costa Rica sea de un 10.14% según *Fitch*.

Otro riesgo que se debe tomar en cuenta y que viene altamente vinculado con el hecho de ser una economía pequeña y altamente dependiente de economías más grandes como la de Estados Unidos, es el riesgo que implica realizar una inversión en

colones, debido a la alta sensibilidad que puede tener el colón a entradas o salidas de capitales del país.

Finalmente, debido al tamaño del mercado costarricense y a la poca cultura de inversión existente en el país, el riesgo de liquidez que implica tener acciones de una empresa local es bastante significativo.

Es importante destacar que los valores estimados como el riesgo país, la devaluación esperada y la prima por riesgo de invertir en colones son significativamente superiores a los valores de corto plazo que se observan en el mercado. Esta diferencia se aplica para procurar estimar correctamente el precio, considerando que los niveles actuales responden a un desequilibrio coyuntural y que en nuestro criterio no son sostenibles en el largo plazo. Sin embargo, si estas variables no tendieran a aumentar de acuerdo con nuestras expectativas, el resultado de la valoración podría alterarse.

Tomando en cuenta todo lo anterior, a continuación se presenta el cálculo del costo de capital.

Rubro	%
Rendimiento de los bonos US 30 años	5.06%
Riesgo país	2.75%
Devaluación esperada	8.41%
Prima por riesgo de inversiones en colones	2.00%
Prima por riesgo de liquidez	1.50%
Prima por riesgo industria	3.09%
Total	22.810%

Lo anterior significa que si se invierte en esta empresa, el rendimiento mínimo requerido por el inversionista debería cubrir al menos todos los riesgos antes mencionados, para lo cual se consideró que un nivel apropiado estaría alrededor de 22.810%. La realidad de la empresa indica que está en condiciones de sobrepasar esta tasa mínima, y en condiciones adversas se espera que al menos sea igualada.

Además de estimar el costo del capital, es necesario calcular el costo de la deuda, el

cual se encuentra a partir del costo de la deuda en colones y el costo de la deuda en dólares. De esta forma el costo de la deuda está representado de la siguiente forma:

	Tasa	Deuda	Participación	Total
Colones	18.14%	9.35 MM	19.82%	12.59%
Dólares	13.55%*	3,018 MM	20.79%	2.82%
Total		14,518 MM		15.40%

*Denominada en colones

FIFCO y su Industria

Debido a que el 95% de los ingresos de FIFCO provienen del negocio de bebidas, es pertinente compararla con participantes de esta industria.

En la siguiente tabla se comparan los indicadores claves de SAB Miller, FEMSA, AMBEV y FIFCO. El motivo por el cual aparecen estas compañías es que ya se encuentran en el mercado centroamericano y pueden ser considerados competencia de FIFCO.

Razón²	AMBEV	S Miller	FEMSA	FIFCO
Mkt Cap	40.76B	39.41B	11.95B	1.14B
P/EBITDA	5.71	9.88	3.48	10.62
Mgn Neto	15.28%	10.11%	5.18%	17.82%
RoE	14.67%	12.02%	9.11%	13.42%
Deuda/	0.53	0.55	0.53	0.29
Patrimonio				
PEBITDAG	0.39	0.50	0.14	1.26
MOP	29.25%	16.26%	13.00%	25.76%

Uno de los principales competidores de FIFCO en la industria es FEMSA, esto debido a que ya se encuentra en el mercado costarricense. Esta rivalidad se puede haber visto alterada con la compra de Pepsi por parte de FIFCO. Además de FEMSA, la empresa tiene otros competidores como lo son SABMiller con presencia en Panamá y El Salvador, y que ya tenía presencia en el CR con Pepsi, y AMBEV, cervecera

²Mkt Cap: Valor de Mercado

P/E: Precio/Utilidades

Mgn Neto: Margen Neto

RoE: Rendimiento sobre el capital

PEG: (Precio/utilidad)/Crecimiento utilidades

MOP: Margen Operativo

T: (506) 201-8540

F: (506) 201-8539

W: www.grupocfs.com

D: Centro Corporativo

Plaza Roble,

Escazú, Costa Rica.

brasileña que está entre las más grandes del mundo y que ya se encuentra en Guatemala.

Tomando en cuenta el hecho de que el 25% del negocio de bebidas de FIFCO es propiedad de Heineken, se intuye que la percepción de estos competidores no es estar compitiendo con FIFCO directamente sino con Heineken.

Es importante analizar los indicadores que muestran cómo es la situación de FIFCO con respecto a las otras compañías presentes en el mercado centroamericano de Bebidas. Al analizar su valor de mercado con respecto a los competidores antes mencionados, se observa que el tamaño de FIFCO con respecto a FEMSA, SABMiller y AMBEV es radicalmente menor.

Por su parte, en los márgenes netos se observa que el de FIFCO es el mayor, pero hay que tomar en cuenta de que éste incluye otros negocios y mucho menos apalancamiento. Para comparar mejor el negocio de bebidas, es preferible observar el margen operativo. Analizando este margen se observa que FIFCO presenta el segundo margen operativo más alto después de AMBEV. De esta forma se observa que el desempeño de FIFCO en el negocio de bebidas es muy bueno, pero el hecho de estar incluyendo cada vez más productos con un margen menor, es probable que el margen operativo también se vea reducido hasta ubicarse en el promedio de la industria.

Por su parte el apalancamiento (deuda/patrimonio) que presenta FIFCO es menor al de la industria (la cual tiene un nivel de 1), con un 0,29. Incrementar la participación de la deuda sería positivo para esta empresa, ya que en este momento la valoración se ve afectada por la alta participación del capital accionario cuyo costo es mayor.

Un indicador que usualmente es utilizado para comparar el valor de una empresa es el Precio/utilidades (P/E), el cual indica cuanto se paga por cada unidad monetaria de utilidad. En este caso, el P/E no es un indicador adecuado para realizar esta comparación pues está muy afectado por el diferente nivel de endeudamiento de las empresas. Para solucionar este problema utilizaremos la relación entre precio y las utilidades antes de impuestos, intereses, amortización y depreciación (P/EBITDA), para de esta forma aislar el efecto de la estructura de capital. Además incorporamos la razón (P/EBITDA)/G como justificación con respecto al crecimiento en dólares de las utilidades para las 4 empresas.

Un (P/EBITDA)/G alto es un estimador de que los precios pagados en el mercado por las acciones de una empresa en particular son relativamente altos en función del crecimiento registrado.

Resultados

Después de realizar nuestra proyección a partir de los datos presentados anteriormente, se obtuvo como resultado un estimado del valor total del capital accionario de FIFCO de $\text{¢}435,714.11$ (en millones de colones). A partir de este valor se estima que el valor de la acción debiera rondar $\text{¢}1337.76$ a finales del presente periodo fiscal 2007. Esta estimación se encuentra un 9.61% por debajo de los últimos precios de mercado ($\text{¢}1480$).

	VA	P/U 06	P/U 07e
V. Est sep 07	1337.05	20	17.01
V. de merc Sep 07	1480	27.18	18.81
V. Obs sep 06	953.59	17.51	12.89

Como se observa en la tabla anterior, el precio estimado para finales de septiembre del 2007 se encuentra por debajo del precio de mercado, pero por encima del precio de mercado a septiembre del 2006. De esta forma, en la actualidad un inversionista podría estar pagando $\text{¢}18.81$ por cada colón de utilidad (por acción). Al comparar este

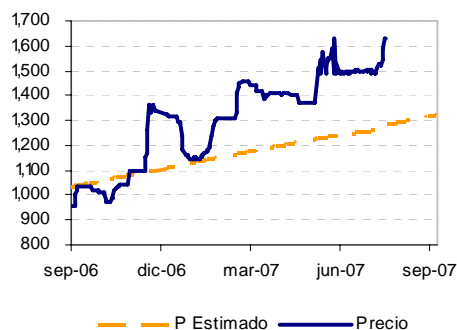
indicador con nuestra estimación se observa que inversionistas que compren a precios actuales de mercado estarían pagando un sobreprecio con relación al valor estimado en este estudio.

Los resultados de la valoración demuestran que en el último año la empresa ha logrado aumentar su valor, sin embargo consideramos que la cotización de la acción común de la empresa está sobreestimado.

Este aumento en el valor de la empresa se debe principalmente a la reducción del costo del capital, debido a las bajas tasas de interés.

A pesar de que el valor de FIFCO si experimentó un incremento, el resultado del estudio indica que este no representa un incremento tan grande como el observado en el mercado.

En el siguiente gráfico se observa que al principio del año fiscal 2006-2007 el precio de mercado de la acción de FIFCO se encontraba por debajo de nuestra estimación, pero cambió a partir de diciembre del 2006 donde el precio transado en el mercado superó el estimado. Esta tendencia se ha mantenido hasta el momento.



El estudio podría también haberse visto afectado por varios problemas de información con respecto a los negocios de la empresa, lo cual podría alterar el resultado de la valoración.

Interrogantes sobre FIFCO

Al realizar este estudio surgieron múltiples dudas sobre la realidad de la empresa, sus estrategias y decisiones de inversión.

Si bien la empresa ha vivido una recomposición de sus activos a través de adquisiciones, surge la interrogante de qué tan buena es la interpretación que ha hecho el mercado del valor que aportan estas inversiones para la empresa. De igual manera, no está claro cómo estas inversiones modifican el riesgo consolidado.

La segunda interrogante aparece en relación con la percepción del mercado con respecto a la rentabilidad esperada de los nuevos productos incluidos en la empresa con relación a la rentabilidad esperada de la cerveza.

Es importante considerar la posibilidad de que la diversificación de oferta de productos no necesariamente se vea traducida en un menor riesgo para la empresa en general. Esto debido al hecho de que si bien esta ampliando las fuentes de sus ingresos, también es cierto que sus competidores (como FEMSA) pueden estar viendo afectado su negocio. Algunos participantes en la industria podrían reaccionar fortaleciendo su participación en el mercado de la cerveza, el cual es aparentemente la principal fuente de ingresos de FIFCO.

Este último punto nos lleva a una pregunta importante y es cuál es la participación de cada uno de los productos en sus ingresos y costos. El no conocer lo anterior dificulta la interpretación de los flujos de caja de la empresa para el inversionista y además cualquier intento de valorar la empresa se verá afectado por esta falta de información.

Finalmente, es importante revisar si dentro de las estrategias de la empresa se encuentra la posibilidad de modificar su estructura de capital.

Revelaciones importantes

1. **Criterio de Experto:** El mercado accionario costarricense está representado por muy pocas empresas que operan en industrias muy diversas. Por el número limitado de compañías listadas por industria, CFS no pretende especializar a sus analistas para que desarrollen criterio de experto en cada una de ellas, tal y como funciona en los mercados accionarios desarrollados donde un analista se especializa regularmente en una o dos industrias.
2. **Exhaustividad de Información:** Debido a la diversidad de medios de comunicación y a las fechas a través de las cuales pueda haberse revelado información relevante con respecto a las compañías que cotizan sus acciones en la Bolsa Nacional de Valores, es imposible para CFS reconocer que ha incorporado toda la información disponible en sus análisis. Este reporte de valoración es realizado tomando en cuenta información divulgada antes del 17 de setiembre del 2007.
3. **Conflictos de Interés:** CFS reconoce que en algunos casos específicos pueda existir conflictos de interés entre sus socios, analistas, ejecutivos y demás personal que labore en la empresa. Ante la existencia de un conflicto de interés, CFS actuará de conformidad con el Código de Ética y las Normas de Práctica Profesional dictadas por el CFA Institute.
 - a. **Declaración de Conflictos:** En el caso particular del análisis de Florida Ice & Farm, empresa en cuya Junta Directiva ocupa un lugar un socio de CFS,
4. **Información Divulgada a través de Medios de Prensa:** CFS asume que las informaciones divulgadas mediante los diarios, tele-noticieros, revistas, etc. son ciertas y confiables y que los periodistas responsables de dichas comunicaciones han separado sus puntos de vista de las declaraciones específicas de los funcionarios de las compañías analizadas. CFS no asume ninguna responsabilidad por la información contenida en esas publicaciones.
5. **Estados Financieros:** Una base fundamental para el análisis de cada compañía son los Estados Financieros tanto auditados como los internos presentados por las empresas ante los entes reguladores. CFS no asume ninguna responsabilidad por la exactitud y detalle de estos documentos. Además CFS reconoce que las empresas podrían haber cambiado a lo largo de los últimos años de auditores externos o de funcionarios dentro de la misma empresa auditora, razón que dificulta aún más la comparabilidad y detalle con las que diferentes versiones anuales que presentan dichos reportes.

declaramos que este socio no ha participado ni revelado ninguna información a los analistas y demás funcionarios de CFS involucrados con el estudio de valoración. De igual manera, lo expuesto en este documento y en artículos relacionados con él no necesariamente refleja la posición de estos socios con respecto al valor de las acciones.

6. Observaciones empíricas e interpretación: Debido a la diversidad de las fuentes de información y a la complejidad del análisis, CFS reconoce que podrían existir en sus estudios observaciones empíricas que se han presentado como interpretaciones del analista y viceversa. No obstante, CFS ha hecho un esfuerzo por evitar estas situaciones y ante su existencia declara que no existe ninguna intención de ninguna especie para que ello ocurra.