

Favoritas 2020

Entorno Bursátil

23 de enero de 2020

Buscando crecimiento y atractiva valuación

- Aunque [2020](#) presenta riesgos relacionados al crecimiento global, en México prevemos un año de recuperación y menores tasas de interés, lo que pudiera incentivar el apetito por activos de riesgo
- En este contexto, consideramos que deberán destacar emisoras cuya estrategia y posicionamiento se refleje en un crecimiento atractivo y más rentable, de la mano de una sana estructura financiera
- Así, nuestra selección de emisoras favoritas para este año incluye a **AC**, **ALSEA**, **GMXT**, **IENOVA**, **LACOMER** y **VOLAR**, con niveles de valuación que, a nuestro parecer, no reflejan las favorables perspectivas

Aunque en 2019 la mayoría de los índices accionarios presentaron avances importantes, destacando las bolsas en EE.UU., en México el IPC brindó un rendimiento de solo 4.6% a/a, reflejando niveles de valuación FV/EBITDA en promedio de 7.2x vs 9.1x promedio U5a, ante una mayor incertidumbre local y menor crecimiento. Ahora el 2020 presenta un entorno aún con retos a nivel global, pero de recuperación económica en México, lo que deberá reflejarse en los resultados de las compañías. Adicionalmente, la expectativa de menores tasas de interés debería incentivar el apetito por riesgo, aunque la selección de emisoras seguirá siendo muy relevante. A pesar de que el principal motor de crecimiento continuará siendo el consumo, en esta ocasión no orientamos nuestras favoritas hacia sectores en particular. Tratamos de identificar, a nuestro parecer, oportunidades relevantes en distintas industrias, con características y estrategias de crecimiento claras, enfocadas en volver más eficientes sus operaciones y con valuaciones que consideramos muy atractivas, al no reflejar las buenas perspectivas. Así, nuestra selección incluye a: **AC**, defensiva con crecimiento sostenido y donde la captura de sinergias en EE.UU. apoyará la expansión en márgenes; **ALSEA**, con claras iniciativas para mejorar la rentabilidad y fortalecer su balance; **GMXT**, concentrada en importantes inversiones que deberán reflejar mayor rentabilidad y un descuento frente a comparables muy atractivo; **IENOVA** con fuertes crecimientos, ante la contribución de nuevos proyectos y la continua búsqueda de oportunidades en un sector con atractivo potencial; **LACOMER**, con el crecimiento y rentabilidad más atractivo del sector comercial; y **VOLAR**, con incrementos de doble dígito a nivel operativo, a pesar de un difícil comparativo, ante la expansión de su flota y tráfico de pasajeros.

Resumen de estimados 2020 y valuación

Cifras en millones

	PO 2020	Ventas	Var a/a	EBITDA	Var a/a	Utilidad Neta	Var a/a	Margen EBITDA	Var a/a	FV/EBITDA	U12m	2020E	P/U	U12m	2020E
Ac *	129.00	176,176	7.4%	32,950	10.8%	12,937	23.4%	18.7%	0.6pp	8.6x	7.7x		19.5x	14.5x	
Alsea *	60.00	62,713	7.5%	14,164	10.6%	1,307	75.7%	22.6%	0.6pp	8.2x	6.4x		60.2x	30.1x	
Gmxt *	35.50	53,481	9.8%	24,367	13.1%	9,464	34.1%	45.6%	1.4pp	7.5x	6.5x		19.1x	12.2x	
Ienova * (1)	117.00	1,687	18.6%	1,239	30.5%	550	16.8%	73.4%	6.6pp	11.6x	8.8x		17.2x	12.9x	
Lacomerc UBC	29.00	24,115	11.7%	2,244	15.3%	983	16.6%	9.3%	0.3pp	13.7x	11.0x		22.7x	26.5x	
Volar A (2)	26.90	38,109	10.5%	11,175	11.2%	1,742	-17.8%	29.3%	0.2pp	7.1x	6.1x		12.1x	12.9x	

Fuente: Banorte (1) Cifras en dólares, salvo el PO2020 en pesos (2) Para Volar es EBITDAR, Mg. EBITDAR y FV/EBITDAR.

www.banorte.com
@analisis_fundam

Marissa Garza
Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

José Espitia
Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com

Valentín Mendoza
Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Jorge Izquierdo
Analista
jorge.izquierdo.lobato@banorte.com

Eridani Ruibal
Analista
eridani.ruibal.ortega@banorte.com

[Lo invitamos a votar por nuestro equipo en el Institutional Investor's 2019 Latin America Equity Research Team](#)

AC

Consumo y Telecomunicaciones

Valuación no refleja las mejoras en rentabilidad

- **Arca opera en un sector defensivo, destacando que, a pesar del entorno de bajo crecimiento económico, la estrategia de incremento de precios y captura de sinergias se debería ver reflejada en sólidos resultados**
- **En 2020 la compañía alcanzaría su meta del plan de eficiencias tras la integración de sus operaciones en EE.UU. Con ello, el EBITDA crecería 10.8% a/a con una expansión de 60pb a 18.7% en línea con comparables**
- **Creemos que la valuación actual no refleja la favorable perspectiva al cotizar a un descuento de 11.7% frente al promedio de embotelladores Coca-Cola, representando una interesante oportunidad de inversión**

Perspectiva positiva en 2020. A pesar de un entorno de bajo crecimiento, los ingresos de Arca aumentarían de forma anual 7.4%, impulsados principalmente por la estrategia de incrementos en precios por arriba de inflación en los mercados más importantes y un modesto avance en el volumen consolidado de 1.4%. Asimismo, es importante mencionar que esperamos un impacto limitado en el volumen de México por la reciente actualización del IEPS sobre bebidas azucaradas dadas las características defensivas del segmento. Mientras tanto, anticipamos que Arca alcanzaría su objetivo de sinergias capturando US\$90 millones de ahorros acumulados, resultado de eficiencias en la integración de las operaciones en EE.UU. En este contexto, el flujo operativo crecería 10.8% a/a con una expansión de 60pb en el margen a 18.7%, y tras lo cual, la rentabilidad de la compañía llegaría a niveles similares al promedio de la industria. No obstante lo anterior, las acciones de AC presentan un descuento, a nuestro parecer injustificado, de 11.7% frente a comparables y de 7.5% vs. el promedio de 1 año (8.3x), por lo que en nuestra opinión, la valuación no refleja los sólidos fundamentales de la emisora y la perspectiva de mejora en márgenes. Con ello en mente, no descartamos una posible reevaluación hacia adelante encaminada a cerrar el descuento que guarda frente a otros embotelladores del sistema Coca-Cola. Derivado de lo anterior, creemos que las acciones de AC representan una alternativa de inversión interesante y debe formar parte de las carteras en 2020.

Valentín Mendoza

Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

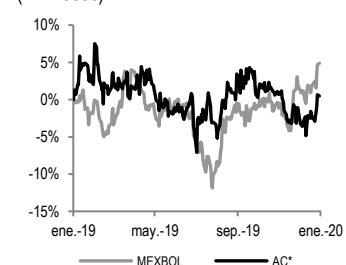
Jorge Izquierdo

Analista
jorge.izquierdo.lobato@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$106.09
PO2020	\$129.00
Dividendo 2020	\$2.40
Dividendo (%)	2.3%
Rendimiento Potencial	23.9%
Máximo - Mínimo 12m (\$)	114.15-96.5
Valor de Mercado (US\$m)	10,017.5
Acciones circulación (m)	2,100
Flotante	22%
Operatividad Diaria (\$m)	106.0
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	8.6x
P/U	19.5x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	139,487	158,953	164,038	176,176
Utilidad Operativa	22,406	18,571	20,574	23,669
EBITDA	25,993	27,467	29,746	32,950
Margen EBITDA	18.6%	17.3%	18.1%	18.7%
Utilidad Neta	13,090	8,703	10,479	12,937
Margen Neto	9.4%	5.5%	6.4%	7.3%
Activo Total	240,285	237,879	246,333	260,104
Disponibile	23,842	15,941	19,355	25,437
Pasivo Total	98,708	98,350	98,972	101,645
Deuda	55,123	55,827	57,578	59,092
Capital	110,473	111,802	117,566	126,420

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	9.6x	9.3x	8.6x	7.7x
P/U	14.3x	21.5x	17.9x	14.5x
P/VL	1.7x	1.7x	1.6x	1.5x
ROE	11.8%	7.8%	8.9%	10.2%
ROA	5.4%	3.7%	4.3%	5.0%
EBITDA/ intereses	10.9x	8.8x	11.6x	16.1x
Deuda Neta/EBITDA	1.2x	1.5x	1.3x	1.0x
Deuda/Capital	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x

ALSEA

Consumo y Telecomunicaciones

Expansión en márgenes y menor apalancamiento

- La estrategia de [Alsea](#) continuará enfocada en mejorar su rentabilidad mediante eficiencias obtenidas a través de la centralización de su producción en México y la captura de sinergias en Europa
- Adicionalmente, el fortalecimiento del balance seguiría siendo prioritario regresando a niveles de apalancamiento más razonables (3.4x DN/EBITDA 2020e o 2.8x sin NIIF 16)
- Alsea cotiza a 6.4x FV/EBITDA 2020e (-34% vs el promedio de 3A y -55% vs comparables). En nuestra opinión, dicha valuación resulta sumamente atractiva pues no refleja la perspectiva positiva

Encaminada a mejorar la rentabilidad y fortalecer el balance. Las iniciativas recientemente llevadas a cabo por Alsea deberían compensar los retos que se enfrentan en todas las regiones. Por una parte, la centralización de la producción de México hacia el nuevo Centro de Operaciones Alsea (COA) debería traducirse en eficiencias (+20pb) que contrarresten parcialmente las presiones en gastos provenientes del incremento al salario mínimo (-70pb), mientras que la captura de sinergias en el negocio de Europa habría de reflejarse en una expansión de 170pb en la rentabilidad de dicha región. De esta manera, el margen EBITDA consolidado mejoraría 60pb a/a y el flujo de operación crecería a doble dígito (10.6%), por arriba del ritmo de los ingresos (+7.5%e). Mientras tanto, el enfoque estratégico en el fortalecimiento de la estructura de capital permitiría seguir bajando el apalancamiento de manera acelerada, con lo que el indicador disminuiría a 3.4x DN/EBITDA en 2020 desde 3.7x (2.8x sin considerar NIIF 16). No obstante lo anterior, en nuestra opinión, la valuación actual en 6.4x FV/EBITDA 2020e no refleja la buena perspectiva de la emisora, por lo que encontramos muy atractivo el descuento de 34% frente al promedio de 3 años para incrementar posiciones en la emisora. Adicionalmente, no descartamos que más adelante la compañía pudiese colocar en bolsa su negocio de Europa, siendo un potencial detonador de valor adicional para la emisora, aunque ciertamente esto dependerá de las condiciones del mercado.

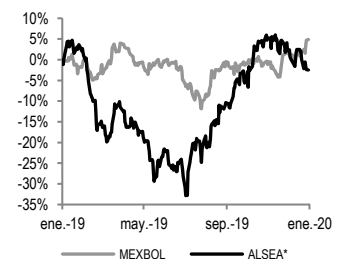
Valentín Mendoza
Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Jorge Izquierdo
Analista
jorge.izquierdo.lobato@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$47.31
PO2020	\$60.00
Dividendo 2020	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	26.8%
Máximo – Mínimo 12m (\$)	54.83-33.50
Valor de Mercado (US\$m)	2,101.2
Acciones circulación (m)	838.5
Flotante	48.52%
Operatividad Diaria (\$m)	83.7
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	8.2x
P/U	60.2x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	42,529	46,157	58,333	62,713
Utilidad Operativa	3,715	3,294	4,775	5,785
EBITDA	6,466	6,408	12,809	14,164
Margen EBITDA	15.2%	13.9%	22.0%	22.6%
Utilidad Neta	1,089	953	744	1,307
Margen Neto	2.6%	2.1%	1.3%	2.1%
Activo Total	39,659	53,750	79,944	86,063
Disponibile	1,540	1,988	1,847	2,161
Pasivo Total	29,056	40,101	65,917	69,992
Deuda	15,063	25,901	48,974	50,024
Capital	10,603	13,649	14,027	16,071

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	8.4x	10.2x	6.9x	6.4x
P/U	36.2x	41.5x	52.8x	30.1x
P/VL	4.2x	3.4x	3.4x	3.0x
ROE	10.6%	7.9%	5.4%	8.7%
ROA	2.7%	1.8%	0.9%	1.5%
EBITDA/ intereses	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	2.1x	3.7x	3.7x	3.4x
Deuda/Capital	1.4x	1.9x	3.5x	3.1x

GMXT

Materiales, Infraestructura y Transporte

Favorable perspectiva a un descuento interesante

- A pesar de un entorno de bajo crecimiento económico, **GMXT** ha logrado capitalizar su estrategia y posicionamiento para aprovechar las oportunidades en el entorno, detonando un crecimiento sostenido
- Las fuertes inversiones que ha realizado la compañía y que deberán continuar en 2020, contribuirán a importantes mejoras en rentabilidad, con una expansión de 1.4pp en el margen EBITDA a 45.6%
- Los niveles de valuación actuales no reflejan las favorables perspectivas de la compañía, al cotizar a un descuento del 30.8% frente a sus comparables, representando una interesante oportunidad de inversión

Mayor rentabilidad y atractiva valuación sustentan un año muy favorable.

2020 presenta retos importantes, sin embargo, consideramos que la compañía tiene fortalezas que le permitirán seguir expandiéndose dentro de un entorno de bajo crecimiento económico. El posicionamiento de Gmxt, al ser el operador ferroviario líder en México, de la mano de una estrategia enfocada en inversiones que permitan no sólo en fortalecer la red ferroviaria sino además mejorar la productividad, ayudará a mejoras sostenidas en rentabilidad. En ese sentido, nuestros estimados asumen incrementos en ingresos y EBITDA de 9.8% y 13.1% a/a, respectivamente, muy por arriba del crecimiento económico esperado en México (Banorte 0.8%e). Todos los segmentos de negocio apoyarán el crecimiento, siendo los segmentos de Energía y Metales los que destacarán en volúmenes. Algo importante a resaltar, es que los niveles de valuación actuales de la compañía no reflejan las perspectivas de crecimiento y mejoras en márgenes, al cotizar a un descuento cercano al 30.8% respecto del promedio 2020e de empresas comparables a nivel mundial, y con un abaratamiento interesante en los siguientes años, de acuerdo con nuestro modelo de proyecciones: FV/EBITDA 2019e de 7.1x, 2020e de 6.5x y 2021e de 5.7x. Derivado de lo anterior, creemos que las acciones de Gmxt representan una atractiva oportunidad de inversión, con un PO2020 de \$35.50.

Marissa Garza

Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

Eridani Ruibal

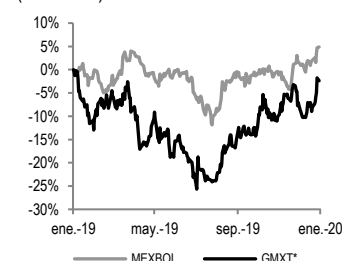
Analista
eridani.ruibal.ortega@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$28.08
PO2020	\$35.50
Dividendo 2020	\$1.20
Dividendo (%)	4.5%
Rendimiento Potencial	30.7%
Máximo – Mínimo 12m (\$)	29.12-19.61
Valor de Mercado (US\$m)	6,162.6
Acciones circulación (m)	4,100.6
Flotante	30.0%
Operatividad Diaria (\$m)	21.5
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	7.5x
P/U	19.1x

Rendimiento relativo al IPC

(12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	38,577	45,431	48,729	53,481
Utilidad Operativa	10,506	12,397	14,814	17,460
EBITDA	16,526	19,485	21,538	24,367
Margen EBITDA	42.8%	42.9%	44.2%	45.6%
Utilidad Neta	5,967	7,008	7,057	9,464
Margen Neto	15.5%	15.4%	14.5%	17.7%
Activo Total	102,115	107,396	115,147	121,931
Disponible	6,642	3,671	5,337	3,535
Pasivo Total	46,398	47,952	53,316	55,247
Deuda	31,476	28,300	35,237	35,237
Capital	55,717	59,445	61,832	66,684

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	9.0x	7.6x	7.1x	6.5x
P/U	19.3x	16.4x	16.3x	12.2x
P/VL	2.4x	2.3x	2.2x	2.1x
ROE	12.5%	13.7%	13.3%	16.9%
ROA	5.8%	6.5%	6.1%	7.8%
EBITDA/ intereses	13.4x	7.8x	8.1x	8.0x
Deuda Neta/EBITDA	1.5x	1.3x	1.4x	1.3x
Deuda/Capital	0.6x	0.5x	0.6x	0.5x

IENOVA

Materiales, Infraestructura y Transporte

2020: Año de sólidos crecimientos

- A pesar de los riesgos en el entorno, **Ienova** destaca por sus atractivas perspectivas y operaciones dolarizadas, ante la acertada estrategia de diversificación de negocios y clientes que ha venido implementando
- La contribución del gasoducto marino Texas-Tuxpan y la entrada en operación de 3 terminales de almacenamiento de hidrocarburos sustentan un crecimiento en el EBITDA superior al 30% en el 2020
- Adicionalmente, la valuación luce atractiva, al cotizar a un descuento cercano al 10% respecto de comparables, sin reflejar a nuestro parecer las perspectivas de crecimiento y proyectos en desarrollo

Marissa Garza

Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com

José Espitia

Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com

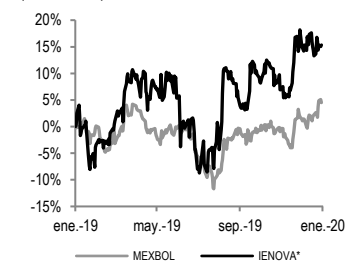
COMPRA

Precio Actual	\$87.88
PO2020	\$117.00
Dividendo 2020	\$3.00
Dividendo (%)	3.4%
Rendimiento Potencial	36.5%
Máximo – Mínimo 12m (\$)	90.66-67.00
Valor de Mercado (US\$m)	7,215.1
Acciones circulación (m)	1,534
Flotante	33.0%
Operatividad Diaria (\$m)	141.9
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	11.6x
P/U	17.2x

Negocio dolarizado, con atractiva valuación ante el fuerte crecimiento esperado. 2020 representa retos importantes a nivel global, sin embargo, las perspectivas de Ienova son muy favorables y destaca dentro de nuestras empresas bajo cobertura con una estructura de negocios dolarizada, defensiva ante fluctuaciones cambiarias, y con una expectativa de incrementos anuales de 18.6% en ingresos (US\$1,687 millones) y 30.5% en EBITDA (US\$1,239 millones). Los riesgos relacionados con la viabilidad de los contratos de largo plazo a nuestro parecer han disminuido, y esto se ha dado de la mano de una estrategia de diversificación que se ha visto reflejada en un portafolio mucho más balanceado entre clientes privados y del gobierno, con una contribución al EBITDA cercana al 50%-50%. Las favorables perspectivas en los negocios donde se desarrolla la compañía, como son almacenamiento de hidrocarburos, energías renovables y el posible proyecto de conversión de Energía Costa Azul (ECA) en una planta de licuefacción, sustentan un crecimiento sostenido para Ienova en los siguientes años. Si bien, se trata de un negocio intensivo de capital, donde las importantes inversiones podrían presionar los niveles de apalancamiento, la compañía se mantiene abierta a explorar nuevas estructuras de financiamiento de proyectos. Así, con un PO2020 en \$117.00 y recomendación de COMPRA, consideramos que las acciones de Ienova ofrecen una atractiva relación riesgo-rendimiento para este 2020.

Rendimiento relativo al IPC

(12 meses)



Estados Financieros

Millones de dólares	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	1,167	1,349	1,422	1,687
Utilidad Operativa	563	631	636	730
EBITDA	759	876	949	1,239
Margen EBITDA	65.0%	65.0%	66.8%	73.4%
Utilidad Neta	411	424	471	550
Margen Neto	35.2%	31.4%	33.2%	32.6%
Activo Total	8,164	8,769	9,570	10,507
Disponible	38	52	141	175
Pasivo Total	3,647	4,015	4,404	4,965
Deuda	2,790	3,092	3,437	3,937
Capital	4,517	4,754	5,167	5,542

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	13.0x	11.6x	11.0x	8.8x
P/U	20.0x	16.7x	15.1x	12.9x
P/VL	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x
ROE	9.1%	8.9%	9.1%	9.9%
ROA	5.0%	4.8%	4.9%	5.2%
EBITDA/ intereses	34.5x	9.1x	9.9x	14.3x
Deuda Neta/EBITDA	3.6x	3.5x	3.5x	3.0x
Deuda/Capital	0.6x	0.7x	0.7x	0.7x

LACOMER

Consumo y Telecomunicaciones

Seguirá liderando el crecimiento del sector

- En 2020, el consumo seguirá siendo el principal motor de crecimiento de la economía. Lo anterior, de la mano de un consumidor objetivo más resiliente, se reflejaría en las VMT más atractivas del sector
- La expansión hacia el segmento alto motivaría crecimientos de doble dígito y una mezcla más favorable, apoyando la mejora en rentabilidad más agresiva entre las empresas comerciales (+30pb)
- [La Comer](#) cotiza a un descuento del 27% frente a Walmex, el mayor de los últimos tres años, por lo que identificamos un muy atractivo punto de entrada para construir posiciones en la emisora

Una historia de buenos crecimientos, sólida estructura financiera y atractiva valuación. Pese a los importantes riesgos presentes en el entorno global, 2020 será un año de recuperación económica para México con el consumo manteniéndose como el principal motor de crecimiento. En este contexto, consideramos que el exitoso posicionamiento de La Comer en el segmento alto se reflejaría en la tasa de crecimiento de VMT más atractiva del sector comercial en México (6.6%e), apalancada en su consumidor objetivo resiliente a los incrementos de precio. Adicionalmente, la apertura de tiendas de formato premium como *Fresko* y *City Market* coadyuvaría a observar un crecimiento de doble dígito en los ingresos (+11.7%e) y al mismo tiempo motivaría una mezcla de ventas más favorable. Creemos que lo anterior, sumado a un mejor apalancamiento operativo, compensaría presiones en gastos por el mayor número de unidades, debiendo reflejarse en la expansión en rentabilidad más agresiva del sector (+30pb). El descuento de 27% al que actualmente cotiza la emisora frente a Walmex -la emisora más comparable en niveles de rentabilidad y estructura financiera- se ubica dos desviaciones estándar por debajo del promedio de 3 años, siendo el mayor en dicho lapso de tiempo, por lo que identificamos un muy atractivo punto de entrada en la emisora. Más aún al considerar que no existen fundamentos para que dicho descuento se hubiese abierto como lo hizo recientemente.

Valentín Mendoza

Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Jorge Izquierdo

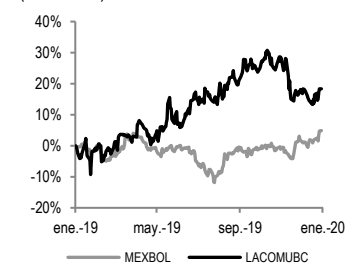
Analista
jorge.izquierdo.lobato@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$24.02
PO2020	\$29.00
Dividendo 2020	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	20.7%
Máximo – Mínimo 12m (\$)	27.00-17.77
Valor de Mercado (US\$m)	1,234.4
Acciones circulación (m)	1,086.00
Flotante	43.6%
Operatividad Diaria (\$m)	12.7
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	13.7x
P/U	22.7x

Rendimiento relativo al IPC

(12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	16,635	19,119	21,588	24,115
Utilidad Operativa	771	1,047	1,090	1,265
EBITDA	1,374	1,753	1,946	2,244
Margen EBITDA	8.3%	9.2%	9.0%	9.3%
Utilidad Neta	782	1,089	843	983
Margen Neto	4.7%	5.7%	3.9%	4.1%
Activo Total	24,585	26,036	29,059	30,929
Disponible	2,545	2,602	2,713	2,981
Pasivo Total	3,747	4,034	6,324	6,826
Deuda	0	0	1,502	1,502
Capital	20,837	22,003	22,735	24,102

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	17.1x	13.4x	12.8x	11.0x
P/U	33.3x	23.9x	31.0x	26.5x
P/VL	1.3x	1.2x	1.2x	1.1x
ROE	3.8%	5.1%	3.8%	4.2%
ROA	3.2%	4.2%	2.9%	3.2%
EBITDA/ intereses	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	-1.9x	-1.5x	-0.6x	-0.7x
Deuda/Capital	0.0x	0.0x	0.1x	0.1x

Fuente: Banorte

VOLAR

Vuelo firme con atractiva valuación

- En un entorno económico retador, **Volaris** destaca por su potencial interesante de crecimiento que se sustenta en la expansión esperada de su flota y el continuo incremento de sus pasajeros
- Así, una sólida demanda en el mercado, un entorno tarifario estable y el estricto control de gastos de la aerolínea, se traducirían en crecimientos de doble dígito a nivel operativo y mejores márgenes
- Adicionalmente, creemos que la valuación actual no refleja las buenas perspectivas (-10.0% vs. promedio U12M), mientras el rendimiento de nuestro PO es atractivo aún en un escenario conservador

Crecimiento sostenido con mayor rentabilidad. A pesar del entorno económico desafiante y de un 2019 que cerraría con fuertes aumentos operativos, Volaris cuenta con un panorama que destaca para 2020 dado el potencial de crecimiento a través de la expansión disciplinada en su flota (5 aeronaves más, para cerrar el año en 87 aviones), lo que incrementaría su oferta en 9.2% a/a, medida en asientos-milla disponibles (ASMs por sus siglas en inglés). Adicionalmente, prevemos una sólida demanda de pasajeros (+9.5%), un factor de ocupación elevado (85.3%e) y mayores ingresos adicionales, que llevarían a un aumento en ingresos totales de doble dígito (+10.5%). Lo anterior, combinado con una flota eficiente y uniforme de aeronaves, una alta utilización de activos y su modelo de negocios enfocado en bajos costos, reflejarían un buen avance en EBITDAR (+11.2%). Cabe mencionar que, una expectativa de un tipo de cambio peso dólar menos depreciado a lo esperado, así como precios del petróleo relativamente estables, deberían apoyar la rentabilidad de la compañía (+20pb a 29.3%). Aunado a lo anterior, es importante señalar que aun cuando nuestro PO2020 de \$26.90 representa un múltiplo conservador FV/EBITDAR 2020e de 6.8x (-4% vs. múltiplo actual), el rendimiento potencial es atractivo (21.0%e), por lo que consideramos que la valuación actual no incorpora el panorama positivo para la aerolínea. De esta forma, proponemos a Volaris como una alternativa interesante de inversión para este 2020.

Materiales, Infraestructura y Transporte

José Espitia

Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com

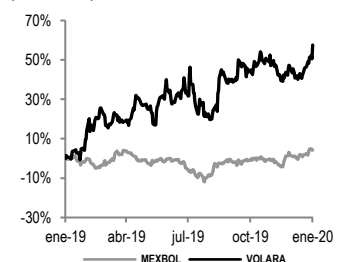
Eridani Ruibal

Analista
eridani.ruibal.ortega@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$22.23
PO2020	\$26.90
Dividendo 2020	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	21.0%
Precio ADS	US\$11.99
PO2020 ADS	US\$13.59
Acciones por ADS	10
Máximo - Mínimo 12m (\$)	22.34 - 13.89
Valor de Mercado (US\$m)	1,129.5
Acciones circulación (m)	1,203.7
Flotante	56%
Operatividad Diaria (\$m)	14.3
Múltiplos 12m	
FV/EBITDAR	7.1x
P/U	12.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	24,788	27,305	34,496	38,109
Utilidad Operativa	-39	-881	3,717	4,797
EBITDAR	6,584	5,937	10,050	11,175
Margen EBITDAR	26.6%	21.7%	29.1%	29.3%
Utilidad Neta	-652	-687	2,119	1,742
Margen Neto	-2.6%	-2.5%	6.1%	4.6%
Activo Total	22,666	22,321	64,563	70,189
Disponible	6,951	5,863	7,961	7,770
Pasivo Total	12,635	13,138	57,881	60,575
Deuda	3,483	3,646	8,621	9,020
Capital	10,031	9,182	6,682	9,614

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDAR	9.3x	10.9x	6.6x	6.1x
P/U	-34.5x	-32.7x	10.6x	12.9x
P/VL	2.2x	2.4x	3.4x	2.3x
ROE	-7.0%	-7.6%	45.7%	21.1%
ROA	-3.1%	-3.1%	3.5%	2.6%
EBITDA/Intereses	-338.7x	-184.0x	5.2x	5.6x
Deuda Neta/EBITDAR	5.9x	7.1x	4.4x	4.1x
Deuda/Capital	0.3x	0.4x	6.7x	4.7x

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454