

ALSEA

Nota de Empresa

22 de noviembre de 2019

Atractivas sinergias en 2020; reitera guía a 2022

- En su día con inversionistas, Alsea reiteró la guía a 2022, destacando la expectativa de mejorar el margen EBITDA de Europa en 170pb en 2020 y recuperando la rentabilidad previa a las adquisiciones en 2021
- Adicionalmente, mayores eficiencias en el COA impulsaría el margen de México en 0.2pp, al tiempo que la compañía proyecta que el apalancamiento disminuya a 2.8x DN/EBITDA en 2020 desde 3.3x
- Consideramos que la estrategia corporativa es positiva y refuerza nuestra visión sobre la emisora, por lo que reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO2020 de P\$60.00

Espere una sólida expansión en la rentabilidad de Europa. Alsea llevó a cabo su día con inversionistas 2019 en la ciudad de NY, donde el equipo directivo compartió la estrategia enfocada en el crecimiento rentable de la compañía, mediante el desarrollo del portafolio en marcas y mercados con potencial y márgenes atractivos, una operación de excelencia, y el apalancamiento de nuevas tecnologías como los agregadores, para alcanzar su guía de resultados hacia 2022. No obstante lo anterior, en nuestra opinión, lo más relevante del evento fue: (1) la expectativa de mejorar en 170pb el margen EBITDA de Europa en 2020 (140pb por arriba de BNTE), resultado de la captura de sinergias, destacando sobre todo, la proyección de recuperar en 2021 los niveles de rentabilidad previos a las adquisiciones de Grupo Vips y Starbucks en Francia y Benelux; (2) la búsqueda de expandir en 0.2% el margen EBITDA de México sólo con las eficiencias en el COA (Centro de Operaciones Alsea); (3) el objetivo de disminuir el apalancamiento desde 3.3x a 2.8x DN/EBITDA en 2020, para luego llevarlo a 2.2x en 2021; (4) la prioridad de crecer mediante subfranquicias; y (5) la intención de penetrar en el atractivo nicho de la comida mexicana en México y potencialmente en EE.UU.

www.banorte.com
@analisis_fundam

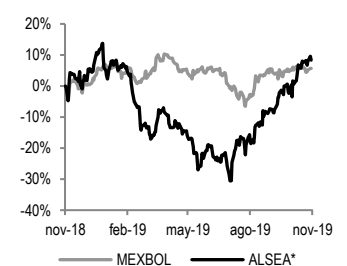
Valentín Mendoza

Subdirector
Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales /
Consumo Discrecional
valentin.mendoza@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	P\$52.96
PO 2020	P\$60.00
Dividendo	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	13.3%
Máx – Mín 12m (P\$)	56.74 – 33.50
Valor de Mercado (US\$m)	2,263.6
Acciones circulación (m)	838.5
Flotante	48.52%
Operatividad Diaria (P\$ m)	102.5
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	8.6x
P/U	67.4x

Rendimiento relativo al IPC 12 meses



Estados Financieros

	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	42,529	46,157	58,403	62,791
Utilidad Operativa	3,715	3,294	4,803	5,634
EBITDA	6,466	6,408	12,837	14,014
Margen EBITDA	15.2%	13.9%	22.0%	22.3%
Utilidad Neta	1,089	953	836	1,222
Margen Neto	2.6%	2.1%	1.4%	1.9%
Activo Total	39,659	53,750	81,276	88,681
Disponible	1,540	1,988	1,772	3,588
Pasivo Total	29,056	40,101	66,570	72,148
Deuda	15,063	25,901	49,610	50,534
Capital	10,603	13,649	14,706	16,533

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	9.1x	10.9x	7.4x	6.7x
P/U	40.5x	46.4x	52.6x	36.0x
P/VL	4.7x	3.8x	3.6x	3.2x
ROE	10.6%	7.9%	5.9%	7.8%
ROA	2.7%	1.8%	1.0%	1.4%
EBITDA/ intereses	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	2.1x	3.7x	3.7x	3.3x
Deuda/Capital	1.4x	1.9x	3.4x	3.1x

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

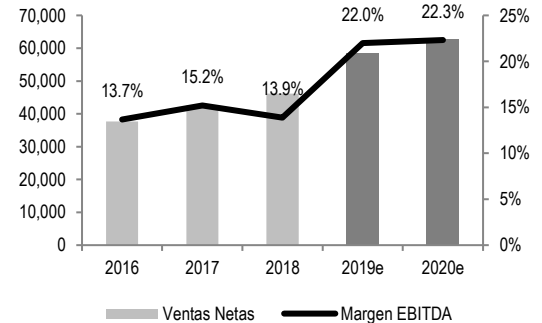
ALSEA – Estados Financieros

Cifras nominales en millones de pesos

Estado de Resultados					
Año	2017	2018	2019E	2020E	TCAC
Ventas Netas	42,529	46,157	58,403	62,791	13.9%
Costo de Ventas	12,923	14,188	17,372	18,771	13.3%
Utilidad Bruta	29,606	31,969	41,031	44,019	14.1%
Gastos Generales	26,419	28,708	36,218	38,386	13.3%
Utilidad de Operación	3,715	3,294	4,803	5,634	14.9%
Margen Operativo	8.7%	7.1%	8.2%	9.0%	0.9%
Depreciación Operativa	2,752	3,115	8,034	8,381	45.0%
EBITDA	6,466	6,408	12,837	14,014	29.4%
Margen EBITDA	15.2%	13.9%	22.0%	22.3%	
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,627)	(1,456)	(3,132)	(3,251)	26.0%
Intereses Pagados	1,307	1,628	2,863	3,561	39.6%
Intereses Ganados	45	57	53	32	-10.2%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(95)	118	(380)	150	-216.6%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(269)	(2)	58	126	-177.7%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(0)	(0)	(0)	4	-301.2%
Utilidad antes de Impuestos	2,088	1,838	1,671	2,386	4.6%
Provisión para Impuestos	835	698	650	907	2.8%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	1,252	1,139	1,021	1,479	5.7%
Participación Minoritaria	163	186	186	257	16.5%
Utilidad Neta Mayoritaria	1,089	953	836	1,222	3.9%
Margen Neto	2.6%	2.1%	1.4%	1.9%	
UPA	1.308	1.141	1.006	1.471	4.0%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	5,658	5,895	7,376	12,926	31.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,540	1,988	1,772	3,588	32.6%
Activos No Circulantes	34,001	47,855	73,900	75,755	30.6%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	15,772	18,575	22,072	23,927	14.9%
Activos Intangibles (Neto)	8,497	25,823	26,099	26,099	45.4%
Activo Total	39,659	53,750	81,276	88,681	30.8%
Pasivo Circulante	12,783	14,438	19,780	24,927	24.9%
Deuda de Corto Plazo	1,094	2,595	5,240	5,734	73.7%
Proveedores	5,198	6,004	8,377	12,567	34.2%
Pasivo a Largo Plazo	16,273	25,663	46,790	47,220	42.6%
Deuda de Largo Plazo	13,969	23,306	44,370	44,801	47.5%
Pasivo Total	29,056	40,101	66,570	72,148	35.4%
Capital Contable	10,603	13,649	14,706	16,533	16.0%
Participación Minoritaria	1,143	1,879	2,616	2,941	37.0%
Capital Contable Mayoritario	9,460	11,770	12,090	13,593	12.8%
Pasivo y Capital	39,659	53,750	81,276	88,681	30.8%
Deuda Neta	13,522	23,913	47,838	46,947	51.4%
Estado de Flujo de Efectivo					
	2017	2018	2019E	2020E	
Flujo del resultado antes de Impuestos	4,536	7,495	12,476	10,540	
Flujo de la Operación	(3,229)	(17,441)	(4,349)	(4,878)	
Flujo Neto de Inversión	(2,353)	10,795	(6,921)	(3,846)	
Flujo Neto de Financiamiento	39	(401)	(1,422)		
Incremento (disminución) efectivo	(1,007)	447	(216)	1,816	

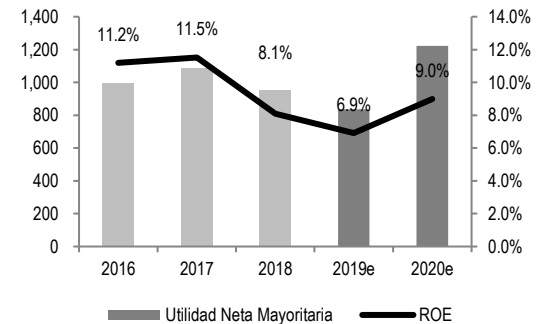
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



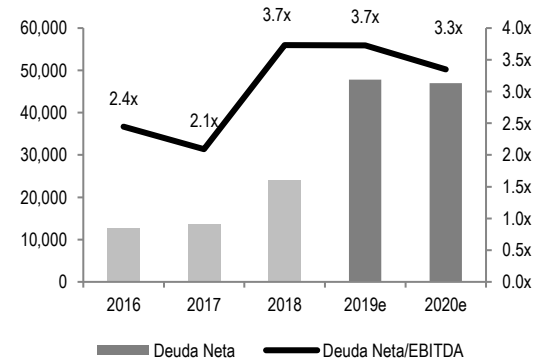
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Estrategia para maximizar el valor. El equipo directivo compartió la estrategia corporativa basada en tres pilares fundamentales: (a) crecer de manera estructurada y rentable; (b) desarrollar la lealtad de los clientes; y (c) atraer y retener el mejor talento. Vale la pena destacar que los tres se apalancan en una operación de excelencia, el uso de la tecnología -como la digitalización y el uso de agregadores- y la innovación. Al respecto de lo primero, destaca que la empresa compartió que buscará desarrollar su marcas globales y locales en mercados con potencial y donde los márgenes son atractivos, mediante: (i) el crecimiento de marcas internacionales icónicas como Starbucks, Domino's Pizza y Burger King; (ii) el desarrollo de su marcas propias como Italianni's, Vip's, Archie's, Foster's Hollywood y Ginos; (iii) la extracción del mayor valor de sus adquisiciones recientes; (iv) penetrar nuevos segmentos de comida con alto potencial de crecimiento como el de comida mexicana para México y potencialmente para EE.UU.; (v) desinvertirse de marcas que no cuentan con potencial para adquirir una escala relevante como La Vaca, Cañas y Tapas y Wagamama; y (vi) la prioridad de crecer mediante subfranquicias de Domino's Pizza, Foster's Hollywood y Starbucks en Francia.

Enfrentado los retos en todas las regiones mediante estrategias bien definidas. La compañía reconoció que enfrenta retos en todas las regiones donde opera, siendo los más relevantes: (1) para el caso de México, un bajo crecimiento económico y su potencial impacto en el consumo; (2) la difícil situación macroeconómica en Argentina y los recientes eventos en Chile para Sudamérica; y (3) la implementación de un modelo operativo único en Europa tras las recientes adquisiciones. No obstante lo anterior, para hacerles frente Alsea ha delimitado estrategias específicas como: (a) ofrecer un servicio de excelencia, mejorando la calidad de sus productos; (b) el empoderamiento de gerentes de unidad para potenciar los resultados; (c) fortalecer las ventas con entrega a domicilio, a través de agregadores y por medios propios; (d) la mejora continua de la cadena de suministro, destacándose el objetivo de lograr una expansión de 20pb en el margen EBITDA de México, gracias a eficiencias operativas en el COA (Centro de Operaciones Alsea); (e) mantener el volumen de transacciones y el tráfico en Argentina; (f) aprovechar los atractivos márgenes del mercado en Chile, donde además existe buen potencial para seguir creciendo; (g) desinvertirse de países donde el crecimiento es limitado; y (h) la captura de sinergias en Europa.

Anticipa sólidos resultados en Europa. Consideramos que probablemente lo más relevante del evento fue el objetivo que compartió Alsea de expandir el margen EBITDA de Europa en 170pb durante 2020, previendo además recuperar en 2021 los niveles de rentabilidad previos a las adquisiciones de Grupo Vips y Starbucks en Francia y Benelux. Esta proyección nos sorprendió positivamente, al superar ampliamente nuestra expectativa de observar 30pb de mejora este año, gracias a la captura de sinergias. Así, Alsea prevé alcanzar las siguientes mejoras tan sólo en 2020: 70pb proveniente de eficiencias en gastos; 20pb por mejoras en los costos de operación; 20pb por logros en la cadena suministro y 60pb de ahorros en el costo de ventas.

Reitera su guía a 2022. La empresa reiteró su guía de resultados hacia 2022 (sin incluir el efecto de la NIIF 16), anticipando un incremento en VMT de un dígito medio y una TCAC en las VT ~15%. Mientras tanto, con el compromiso de crecer el EBITDA por arriba del ritmo de los ingresos, Alsea prevé que su flujo de operación aumente a razón de una TCAC de 16.5% con lo que el margen EBITDA se ubicaría cercano al 15%. Por su parte, proyecta que la UPA crezca a una TCAC >25% con dividendos acumulados de P\$3.90 por acción. Finalmente, estima que el apalancamiento disminuya a 2.2x DN/EBITDA desde 3.3x, con una inversión de capital (Capex) anual de ~P\$5,000m. Así, proyecta que el ROIC alcance 13.5% y el ROE 16%.

Consideramos que la estrategia corporativa, enfocada en el crecimiento con una mayor rentabilidad y un menor apalancamiento, es positiva y refuerza nuestra visión para la emisora. En consecuencia, reiteramos nuestra recomendación de COMPRA y PO2020 de P\$60.00

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Hugo Armando Gómez Solís, Santiago Leal Singer, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Jorge Antonio Izquierdo Lobato, Eridani Ruibal Ortega y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
ALSEA	23/10/2019	Compra	P\$60.00
ALSEA	25/07/2019	Compra	P\$47.00
ALSEA	25/01/2019	Mantener	P\$60.00

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.rozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 1698

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
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
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454