

ALSEA

Nota de Empresa

29 de mayo de 2020

El regreso paulatino hacia una 'nueva normalidad'

- Incorporamos a nuestros estimados el impacto de la pandemia de COVID-19 y una recuperación muy paulatina en los resultados por la apertura escalonada de las economías en las que opera Alsea
- Ahora esperamos que en 2020 las ventas caigan 30.7% a/a (VMT -20.6%) y que el EBITDA lo haga 59.7%, con una contracción de 9.1pp en el margen a 12.6% por el desapalancamiento operativo
- Establecemos un PO2020 de \$27.00 (FV/EBITDA 2021E de 6.5x vs 7.0x del promedio). A nuestro parecer, la valuación actual ya descuenta el escenario tan complicado en 2020

La recuperación no será fácil. Independientemente de que el sector restaurantero ha sido uno de los más afectados por el cierre de unidades con motivo de la pandemia, debiendo ser el 2T20 el punto más crítico en los resultados, creemos que la [reapertura gradual de la economía](#) y la [contracción del PIB](#) impactarán severamente el consumo discrecional, cuando menos en lo que resta de 2020. Adicionalmente, un consumidor mucho más cauteloso por temor a contagiarse -y sin vacuna, ni tratamiento eficaz-, restricciones en el aforo máximo de los restaurantes y cambios en sus hábitos de consumo ante la 'nueva normalidad' serían factores que coadyuvarían a una recuperación muy paulatina en los resultados de Alsea. Con ello en mente, recortamos nuestros estimados 2020 y 2021 a nivel del EBITDA en 63.7% y 22.7%, respectivamente, ante presiones en costos por la depreciación de las monedas latinoamericanas y el desapalancamiento operativo. **Pero seguimos viendo valor.** Los múltiplos 2020E reflejan la coyuntura por la que atraviesa la compañía; sin embargo, en nuestro PO2020 Alsea cotizaría a 6.5x FV/EBITDA 2021E, por arriba del actual pero por debajo del promedio de 1A (7.0x), por lo que consideramos que la valuación ya descuenta el complejo entorno.

www.banorte.com
@analisis_fundam

Consumo y Telecomunicaciones

Valentín Mendoza

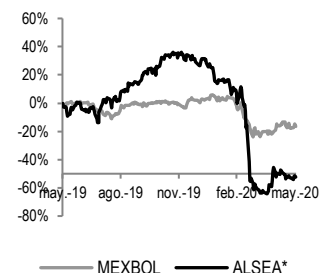
Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$18.75
PO 2020	\$27.00
Dividendo	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	44.0%
Máx - Mín 12m (\$)	54.83 - 13.90
Valor de Mercado (US\$m)	701.2
Acciones circulación (m)	838.6
Flotante	48.52%
Operatividad Diaria (\$m)	119.5
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	5.7x
P/U	29.1x

Rendimiento relativo al IPC

12 meses



Estados Financieros

Millones de pesos	2018	2019	2020E	2021E
Ingresos	46,157	58,155	40,286	55,919
Utilidad Operativa	3,294	4,571	-3,001	4,584
EBITDA	6,408	12,618	5,082	12,127
Margen EBITDA	13.9%	21.7%	12.6%	21.7%
Utilidad Neta	953	927	-4,555	455
Margen Neto	2.1%	1.6%	-11.3%	0.8%
Activo Total	53,750	76,412	83,627	85,497
Disponible	1,988	2,625	2,949	3,642
Pasivo Total	40,101	64,870	74,377	74,943
Deuda	25,901	48,222	59,717	57,972
Capital	13,649	11,543	9,250	10,554

Múltiplos y razones financieras

	2018	2019	2020E	2021E
FV/EBITDA	6.5x	5.0x	14.6x	5.9x
P/U	16.4x	17.0x	-3.5x	34.5x
P/VL	1.3x	1.6x	2.1x	1.8x
ROE	7.9%	7.4%	-43.8%	4.6%
ROA	1.8%	1.2%	-5.4%	0.5%
EBITDA/ intereses	3.9x	4.9x	1.6x	3.8x
Deuda Neta/EBITDA	3.7x	3.6x	11.2x	4.5x
Deuda/Capital	1.9x	4.2x	6.5x	5.5x

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

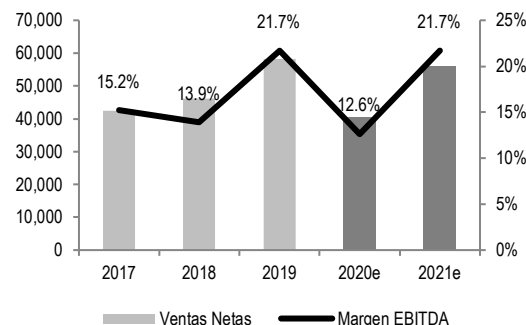
ALSEA – Estados Financieros

Cifras nominales en millones de pesos

Estado de Resultados					
Año	2018	2019	2020E	2021E	TCAC
Ventas Netas	46,157	58,155	40,286	55,919	6.6%
Costo de Ventas	14,188	17,164	12,036	16,625	5.4%
Utilidad Bruta	31,969	40,991	28,251	39,295	7.1%
Gastos Generales	28,708	36,300	31,338	34,710	6.5%
Utilidad de Operación	3,294	4,571	(3,001)	4,584	11.7%
Margen Operativo	7.1%	7.9%	-7.4%	8.2%	4.7%
Depreciación Operativa	3,115	8,047	8,083	7,542	34.3%
EBITDA	6,408	12,618	5,082	12,127	23.7%
Margen EBITDA	13.9%	21.7%	12.6%	21.7%	
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(1,456)	(2,850)	(3,754)	(3,428)	33.0%
Intereses Pagados	1,628	2,583	3,166	3,201	25.3%
Intereses Ganados	57	101	135	102	21.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	118	(345)	(652)	(310)	-238.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(2)	(22)	(71)	(19)	102.9%
Part. Subsidiarias no Consolidadas		(1)	(5)	2	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,838	1,720	(6,760)	1,158	-14.3%
Provisión para Impuestos	698	635	(407)	524	-9.2%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	1,139	1,085	(6,353)	635	-17.7%
Participación Minoritaria	186	158	(1,798)	180	-1.2%
Utilidad Neta Mayoritaria	953	927	(4,555)	455	-21.8%
Margen Neto	2.1%	1.6%	-11.3%	0.8%	
UPA	1.141	1.105	(5.432)	0.543	-21.9%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	5,895	6,533	6,158	7,898	10.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,988	2,625	2,949	3,642	22.4%
Activos No Circulantes	47,855	69,879	77,469	77,599	17.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	18,575	17,538	19,572	19,702	2.0%
Activos Intangibles (Neto)	25,823	27,375	28,973	28,973	3.9%
Activo Total	53,750	76,412	83,627	85,497	16.7%
Pasivo Circulante	14,438	20,993	24,451	25,555	21.0%
Deuda de Corto Plazo	2,595	9,062	14,759	13,552	73.5%
Proveedores	6,004	5,813	4,446	4,720	-7.7%
Pasivo a Largo Plazo	25,663	43,877	49,926	49,388	24.4%
Deuda de Largo Plazo	23,306	39,160	44,958	44,420	24.0%
Pasivo Total	40,101	64,870	74,377	74,943	23.2%
Capital Contable	13,649	11,543	9,250	10,554	-8.2%
Participación Minoritaria	1,879	1,962	1,674	1,910	0.6%
Capital Contable Mayoritario	11,770	9,581	7,576	8,644	-9.8%
Pasivo y Capital	53,750	76,412	83,627	85,497	16.7%
Deuda Neta	23,913	45,597	56,768	54,330	31.5%
Estado de Flujo de Efectivo					
	2018	2019	2020E	2021E	
Flujo del resultado antes de Impuestos	7,495	13,367	(24)	9,297	
Flujo de la Operación	(17,441)	(4,737)	(1,580)	(3,648)	
Flujo Neto de Inversión	10,795	(6,355)	2,400	(4,956)	
Flujo Neto de Financiamiento	(401)	(1,637)	(473)		
Incremento (disminución) efectivo	447	638	324	693	

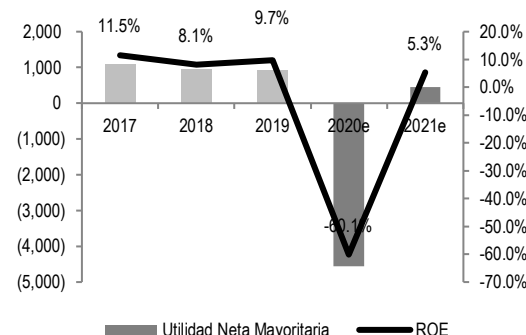
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



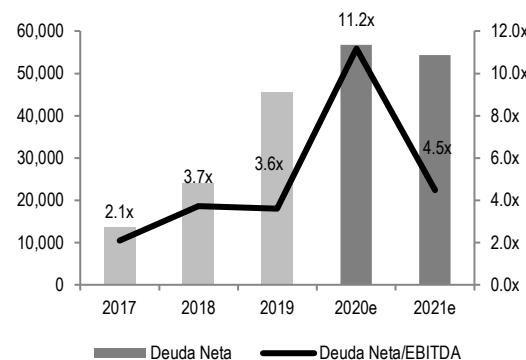
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



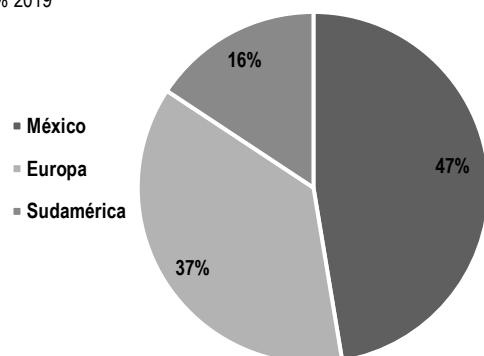
Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



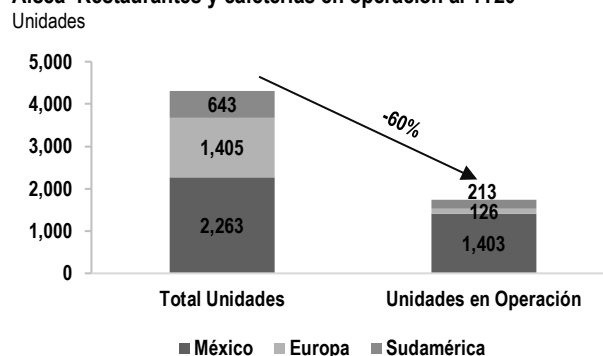
El impacto de la pandemia. Como hemos comentado anteriormente, las medidas de distanciamiento social por la pandemia de COVID-19 derivaron en el cierre temporal de la mayoría de las unidades de Alsea en el mundo. Primeramente, el 15 de marzo pasado, con el cierre de sus restaurantes y cafeterías en España (1,074 unidades, equivalente al 25% del total), tras la declaración del estado de alarma, a lo que le siguieron Francia (4% del total), el resto de países europeos (3%), Chile (5%), Argentina (6%) y Colombia (4%). México fue el último país en iniciar oficialmente su cuarentena el 1 de abril, con la declaración del estado de emergencia sanitaria por causa de fuerza mayor el 30 de marzo. No obstante lo anterior, vale la pena recordar que en prácticamente todos estos países, desde incluso un par de semanas antes del inicio oficial de la cuarentana, la población voluntariamente redujo su movilidad como medida de contención del contagio, lo que impactó las ventas de la empresa. Al cierre del 1T20, Alsea reportó que tan sólo 9% de sus unidades en Europa y Argentina estaban operando, mientras que en Uruguay la cifra ascendía a 22% y 26% en Chile, en tanto que en México la operación alcanzaba el 62% y al 80% en Colombia. Vale la pena acotar que dichas unidades -principalmente del formato Domino's Pizza- se mantuvieron operativas principalmente para la entrega a domicilio, la venta para llevar, el auto-servicio (*drive-thru*) y la distribución a través de los principales agregadores (e.g. Uber Eats, Rappi, etc.).

Alsea- Distribución de ingresos por región % 2019



Fuente: Alsea, Banorte

Alsea-Restaurantes y cafeterías en operación al 1T20



Una situación sin precedentes. “El mes y medio más desafiante en los 30 años de historia de Alsea”. Esa fue la frase con la que Alberto Torrado, Presidente Ejecutivo de la compañía, abrió los comentarios del reporte trimestral del 1T20. Y ciertamente lo será, al menos lo que resta del año. El cierre de la mayoría de sus unidades y una disminución considerable en el tráfico por la cuarentena, están contrarrestando el impulso de un fuerte repunte en las ventas de entrega a domicilio (primordialmente en Domino's Pizza) y a través de agregadores. En consecuencia, Alsea reportó que en el mes de abril sus ventas estaban cayendo abruptamente: -67% en México y -94% en Europa y Sudamérica.

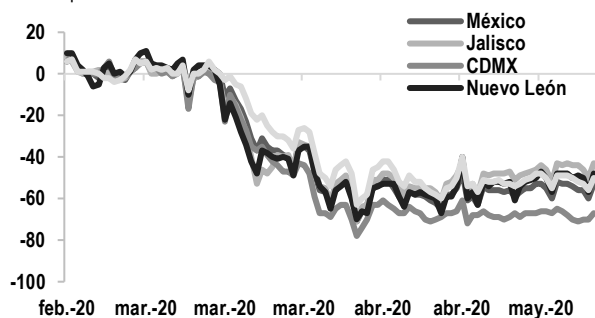
Mientras tanto, en algunos países se han tenido que seguir pagando los gastos fijos, lo que ha impactado fuertemente la rentabilidad, debido al elevado apalancamiento operativo en su estructura de costos y gastos. Para dimensionar la relevancia de éstos, los gastos laborales representaron ~47% del total de gastos en 2019 (23% sobre ventas) y las rentas aproximadamente el 18% (9% de los ingresos). Adicionalmente, la erogación de algunas inversiones de capital ya comprometidas y el pago de intereses limitarían la flexibilidad financiera de la compañía.

Medidas para hacer frente al COVID-19. Alsea ha puesto en marcha las siguientes medidas para contrarrestar el impacto y preservar su flexibilidad financiera como: (1) Reducir los gastos no esenciales, cancelando prácticamente todos los costos de mercadotecnia y publicidad; (2) renegociar rentas buscando exenciones o reducciones para los meses sin operaciones y en lo que resta de 2020; (3) promover productos de origen local para minimizar el impacto de la depreciación de sus monedas funcionales en los insumos dolarizados; (4) diferir el pago de regalías a sus franquiciantes internacionales como Starbucks, Domino's Pizza, etc.; (5) acceder a las compensaciones y programas de ayuda para las empresas y empleados afectados por la cuarentena, como el expediente de regulación de empresas (ERTE) en España y otros programas de apoyo en Francia y Chile; (6) reducir sus inversiones de capital en 60% a \$1,700 millones (vs \$5,000 millones anteriormente), postponiendo todas las aperturas posibles; (7) aprovechar la rotación de empleados natural de posiciones para reducir los gastos salariales al no cubrir las vacantes que se generen; y (8) gestionar el capital de trabajo de manera extremadamente estricta.

El regreso hacia una nueva 'normalidad'. A pesar de que países europeos como España desde el 11 de mayo pasado iniciaron la reapertura de sus respectivas economías, ésta ha sido de manera escalonada para prevenir rebrotes de contagios. En ese sentido, el gobierno ha decretado la reapertura por unidad territorial mediante una escala de 4 fases, mismas que van incrementando el grado de flexibilización ('desescalada') y, en consecuencia, las medidas aplicables al sector restaurantero. Al respecto de esto último, la 'fase 1' contempla la libertad de circulación con fines comerciales y la reapertura de comercios con una superficie $\leq 400\text{m}^2$ y con un aforo máximo del 30%, con excepción de los que se encuentran en centros comerciales sin acceso independiente. La 'fase 2', mientras tanto, ya contempla un aumento de 10% en el aforo permitido en los restaurantes y la reapertura de centros comerciales (y consecuentemente de restaurantes dentro de éstos) con un aforo máximo del 40%. Apenas el pasado 25 de mayo, los tres mayores territorios de España: Castilla y León (que comprende las provincias de Ávila, Segovia, Soria, Burgos, Palencia, León, Zamora, Salamanca y Valladolid), Cataluña (Barcelona, Metropolitana Sud y Metropolitana Nord) y Madrid entraron en Fase 1 de la reapertura. Como ya indicamos, el resto de regiones lo hizo quince días antes; sin embargo, de acuerdo con *Google COVID-19 Community Mobility Reports* al 29 de mayo, las tendencias de movilidad en éstas hacia lugares de comercio y recreación no se recuperó en su totalidad tras el cese de la cuarentena (de -95% a -40%), lo que sugiere que la población se mantiene cautelosa de asistir a comercios por temor a contagiarse.

México- Movilidad lugares de comercio y recreación

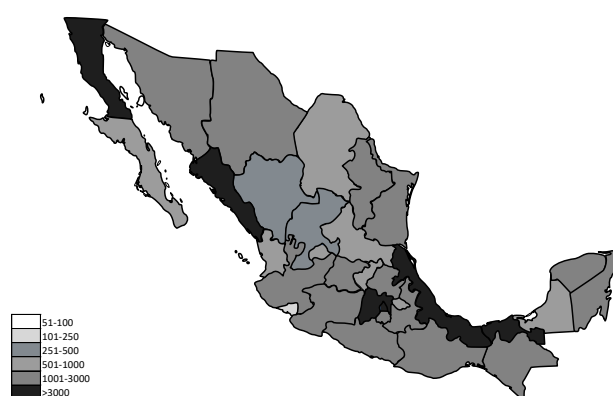
Var % respecto de la mediana de 5 semanas



Fuente: Google COVID-19 Community Mobility Reports (29/05/20), Banorte

México- Casos acumulados de COVID-19 por estado

Casos



Fuente: Secretaría de Salud, Banorte (28/05/20)

Cambios en los hábitos de consumo. La pandemia de COVID-19 ha venido a modificar radicalmente la manera en la que vivimos. Por supuesto, las tendencias de consumo de alimentos no han sido la excepción. Como hemos detallado, creemos que el consumidor será más cauteloso al salir de la cuarentena, manteniendo especial énfasis en las medidas de salud e higiene implementadas en los lugares que frecuente para consumir alimentos. En consecuencia, prevemos que la recuperación en el aforo de restaurantes también se verá ralentizada por este factor -adicional a las restricciones gubernamentales de aforo ya descritas-, aunque ciertamente pensamos que las marcas más fuertes destacarán. Asimismo, pensamos que con el fin de evitar aglomeraciones, el consumidor cada vez más buscará asistir a restaurantes previa reservación. Por otra parte, tan sólo en los últimos meses hemos visto una aceleración sin precedentes en las ventas del canal electrónico (*e-commerce*) y de entrega a domicilio (+50% en lo que va de la pandemia), tanto a través de medios propios como por medio de agregadores (*e.g. Uber Eats, Rappi, etc.*). Si bien buena parte de dicho crecimiento se explica por la pandemia, creemos que esta tendencia llegó para quedarse. En ese sentido, vemos poco factible que usuarios que anteriormente no participaban de este canal -y que ahora han probado las ventajas y comodidades de esta forma de consumo-, de pronto dejen de hacerlo al pasar la epidemia.

La liquidez está cubierta para lo que resta del año. A pesar de que el cierre temporal de unidades y una recuperación paulatina derivará en necesidades de efectivo relevantes, la compañía cuenta con líneas de crédito robustas para salir adelante de la difícil situación que enfrenta. En ese sentido, en los primeros días del 2T20, la compañía dispuso de \$1,700 millones de sus líneas de crédito de corto plazo en México y prevé ejercer ~\$1,500 millones más de sus líneas comprometidas en Europa este trimestre y otros \$1,300 millones más en el 3T20. Con ello, la deuda en 2020 se incrementaría alrededor de \$6,500 millones -incluidos \$2,000 millones por efecto cambiario adverso en el 1T20-, aunque por el momento las preocupaciones de un eventual problema de liquidez se disipan, indudablemente el apalancamiento se disparará -también exacerbado por la caída en el flujo-. Nosotros estimamos que la razón de DN/EBITDA 2020E suba a 11.2x desde 3.6x al cierre de 2019.

Negociación de *covenants*. Alsea se encuentra negociando con su sindicato de bancos un periodo de gracia hasta 2021 para el cumplimiento de sus *covenants* de deuda (Deuda bruta/EBITDA $\leq 3.5x$ sin NIIF 16). Esperamos que dicha concesión le sea otorgada en breve, aminorando también las preocupaciones en este frente. Al respecto, vale la pena añadir que, de acuerdo con nuestros estimados, el indicador podría bajar a 4.8x en 2021E.

Reclamo del SAT por la compra de Vips. Como comunicamos el 17 de febrero pasado, el Servicio de Administración Tributaria (SAT) realizó una revisión de los aspectos fiscales relativos a la operación de compra de Vips a Walmex, realizada en 2014. En ese sentido, la autoridad fiscal emitió un oficio de liquidación en el que reclama a Alsea el pago de impuestos por supuestos ingresos en la adquisición de bienes, que asciende a la cantidad de \$3,881 millones, incluyendo actualización, recargos y multa. En su momento, la empresa consultó con tres especialistas legales, considerando que tiene altas probabilidades de éxito para que el reclamo sea improcedente, por lo que no ha hecho provisión alguna para ello, debido a que este tipo de impuestos -más allá del I.V.A.- típicamente corren a cargo del vendedor y la operación se realizó conforme a mercado, de acuerdo con la compañía. Al respecto, recientemente Walmex llegó a un acuerdo y pagó \$8,079 millones (-24.8% vs \$10,740 reportados en el 1T20) para concluir asuntos fiscales sustanciales, incluyendo la revisión de la operación de venta de Vips. En ese sentido, nosotros seguimos viendo pocas probabilidades de que el reclamo resulte procedente para Alsea, aunque ciertamente en caso de que lo fuese ello supondría presiones adicionales a liquidez -dependiendo de la fecha en que se obtuviese la resolución- y conllevaría un deterioro adicional a la estructura de capital.

Ajustamos nuestros estimados a la baja. Hemos revisamos nuestros estimados para Alsea, reflejando el impacto del cierre temporal de la mayoría de sus unidades en el mundo por la pandemia de COVID-19. Asimismo, hemos [incorporado una perspectiva de menor crecimiento económico](#) y asumimos una recuperación muy paulatina en los resultados de la compañía. Con ello en mente, ahora esperamos que en 2020 las ventas mismas tiendas consolidadas caigan 20.6% a/a, ante retrocesos de 19.6% en el indicador de México, de 22.6% en Europa y 20.1% en Sudamérica. Mientras tanto, con motivo de la postergación de las aperturas que se tenían inicialmente planeadas, ahora pensamos que el número de unidades se incrementaría interanualmente tan sólo 0.8% alcanzando 4,336 unidades. Con ello, estimamos que las ventas consolidadas retrocedan 30.7% a/a a \$40,286 millones. Por región, los ingresos en nuestro país retrocederían 28.5% a/a, en tanto que en Europa lo harían 31.3% a/a y en Sudamérica 30.6% a/a. A nivel bruto, a pesar de los esfuerzos de la compañía para incentivar la sustitución de insumos importados por productos locales, anticipamos una contracción de 40pb en el margen. Lo anterior sería resultado del impacto de la fuerte depreciación de las monedas latinoamericanas ([depreciación estimada promedio en 2020 para el USDMXN](#) de 18.8% a/a) sobre los insumos importados -principalmente en el 2T20 donde esperamos presiones de alrededor de 150pb-.

Al respecto, vale la pena notar que pensamos que ello habría de contrarrestar el efecto de menores precios de algunos ingredientes como el queso mozzarella, por ejemplo. Con ello, la utilidad bruta disminuiría interanualmente 30.6%. En lo que se refiere a los gastos, como ya hemos mencionado, la compañía está implementando una estrategia de reducción de éstos con el objetivo de disminuirlos interanualmente en 20%. Nosotros estimamos una reducción de 13.7% a/a al considerar: (1) una reducción de 16% a/a en los gastos laborales, explicada por la entrada de Food Service Project (Alsea Zena) al Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) con el que únicamente la empresa se hace cargo de la seguridad social y el gobierno de los salarios -traduciéndose en una reducción de ~70% en este concepto hasta mediados de mayo-, a lo que habría que sumar que en México y Sudamérica no se cubrirán las posiciones que resulten de la rotación propia del negocio y reducciones salariales a altos ejecutivos; (2) una disminución de 21.2% en los pagos de renta con motivo de la obtención de exenciones en las rentas fijas con grandes arrendadores, 75% de descuento en las rentas con los medianos y de 50% con los pequeños, durante el 2T20, y posteriores descuentos rentas del 15%, a lo que habría que sumar que en España no se deben pagar las rentas durante el decreto del estado de alarma; y (3) un ahorro de 16.3% en otros gastos por las medidas de cancelación de gastos no esenciales (principalmente de publicidad y mercadotecnia).

Con ello, anticipamos que el EBITDA disminuya 59.7% a/a a \$5,082 millones, equivalente a una contracción de 910pb en el margen respectivo para ubicarlo en 12.6%. Mientras tanto, a nivel neto, proyectamos una pérdida de \$4,555 millones, resultado de la debilidad operativa y un incremento de 31.7% en el RIF debido a un mayor pago de intereses (+22.6%) atribuible al aumento del apalancamiento ya descrito, así como al efecto negativo de la revaluación de las opciones de Zena con motivo de la fuerte depreciación del peso frente al euro. Finalmente, la postergación de la mayoría de las aperturas y mantenimientos originalmente planeados (80%) se traduciría en inversiones de capital por \$1,540 millones en 2020 (-53.9% a/a), mientras que la disposición de \$4,500 millones en líneas de crédito, \$2,000 millones más por el efecto cambiario adverso y la caída en el flujo elevarían la razón de DN/EBITDA 2020E a 11.2x desde 3.6x al cierre de 2019.

Concepto	2020E			2021E		
	Anterior	Actual	Variación	Anterior	Actual	Variación
VMT	3.0%	-20.60%	-23.60%	4.3%	29.1%	24.8%
Ingresos	62,436	40,286	-35.5%	68,707	55,919	-18.6%
EBITDA	14,012	5,082	-63.7%	15,679	12,127	-22.7%
Margen EBITDA	22.4%	12.6%	-9.8pp	22.8%	21.7%	-1.1pp
Utilidad Neta	1,498	-4,555	N.A.	2,453	455	-81.4%

Fuente: Banorte

Establecemos un PO2020 de \$27.00 reiterando COMPRA. Mediante un modelo de valuación por flujos descontados (DCF), a partir del flujo de efectivo libre a la empresa (FCFF), determinamos un nuevo PO2020 de \$27.00 por acción, recortándolo en 55% desde \$60.00 anterior. Para el cálculo de éste, asumimos un costo de capital promedio ponderado (WACC) de 12.0%, el cual fue calculado con una beta de 1.4, tasa libre de riesgo de 7.4% (cierre 2020E del bono M de 10 años por nuestro equipo de Análisis de Renta Fija y Tipo de Cambio), una razón de deuda/capital de 35% (vs 65% actual) al asumir que es un nivel adecuado dado que el histórico se ha situado alrededor de 25%, y un premio de mercado de 6.5%. Al respecto de este último, vale la pena destacar que hemos decidido incorporar una mayor prima de riesgo respecto de la anteriormente utilizada de 5.5%, asumiendo una postura conservadora ante la complejidad del entorno global. Para el cálculo del valor residual, empleamos un múltiplo de salida FV/EBITDA de 6.0x, por debajo del promedio del último año en 7.0x, al considerar que los retos que enfrenta la emisora aún son sustanciales y el incremento del apalancamiento justifican un descuento. Dicho valor intrínseco representa un múltiplo FV/EBITDA 2020E de 16.0x, mismo que en nuestra opinión no constituye una comparativa del todo correcta al reflejar la coyuntura por la que atraviesa el sector restaurantero en el mundo por la pandemia de COVID-19. En ese sentido, consideramos que el múltiplo FV/EBITDA 2021E podría ser un mejor parámetro de valuación. En nuestro PO2020, Alsea cotizaría a 6.5x FV/EBITDA 2020E, por arriba de la valuación actual en 5.7x pero todavía ligeramente por debajo del promedio del último año de 7.0x y con un descuento de 44% respecto de la mediana de operadores de restaurantes a nivel global -similar al que guarda actualmente de ~40%-. Creemos que la valuación actual ya descuenta el débil escenario, mientras que el rendimiento potencial frente a nuestro PO de 44.0% pone de manifiesto el valor fundamental de la emisora, y que tarde o temprano deberá reconocer el mercado. En consecuencia, nuestra recomendación es COMPRA; aunque con perspectiva de largo plazo, pues todavía faltan los trimestres más complicados.

Valuación por flujos descontados (DCF)

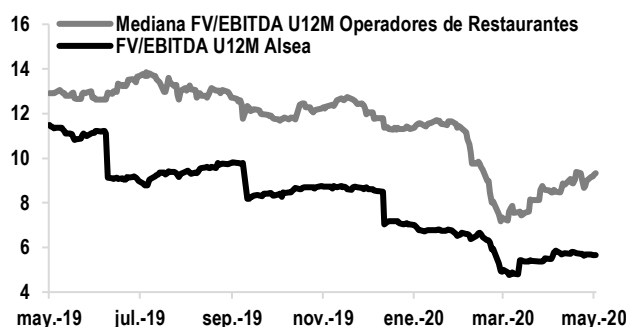
Millones de pesos

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Perp.
(+) EBITDA	5,082	12,127	13,520	15,061	16,717	17,135	
(-) Capital de Trabajo	(965)	(394)	(1,082)	(1,205)	(1,337)	(1,371)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(1,539)	(3,751)	(4,932)	(4,871)	(4,889)	(5,134)	
(-) Impuestos	407	(524)	(1,352)	(1,506)	(1,672)	(1,714)	
(=) Flujo Efectivo	2,985	7,458	6,155	7,479	8,819	8,917	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	0	105,381
(=) Flujo Total	2,985	7,458	6,155	7,479	8,819	8,917	105,381

Tasa Libre de riesgo (RF)	7.4%	(+) Valor presente de los Flujos	27,567
Riesgo Mercado (RM)	6.5%	(+) Valor presente Perpetuidad	53,447
Beta	1.4	= Valor empresa	81,015
CAPM	16.7%	(-) Deuda Neta	(56,768)
		(-) Interés minoritario	(1,674)
Costo de la Deuda	4.5%		
Tasa impuestos	30.0%	(=) Valor del Capital	22,572
Costo Deuda Neto	3.2%	Acciones en circulación	839
Deuda / Capitalización	35%		
WACC	12.0%	Precio Objetivo \$	26.92
Múltiplo de salida FV/EBITDA	6.0x	Precio Actual	18.75
		Rendimiento Potencial	43.6%

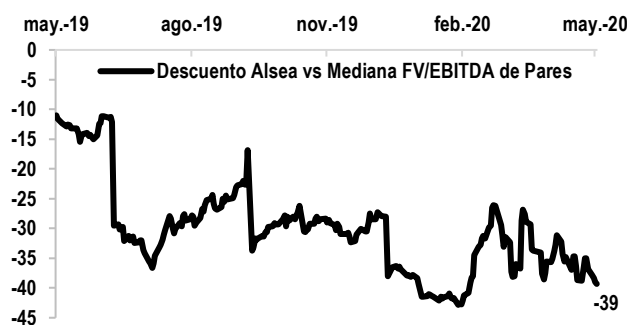
Fuente: Banorte

Alsa y mediana de operadores de restaurantes- FV/EBITDA U12M
Veces

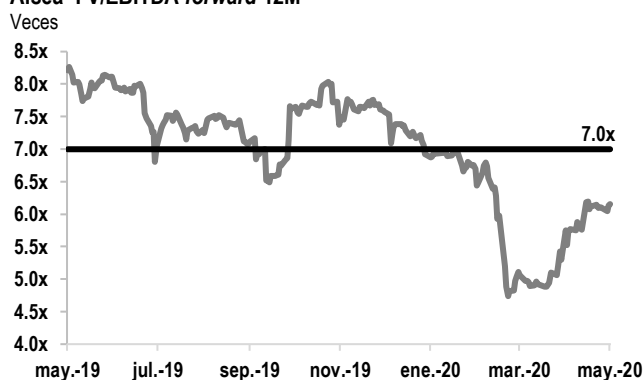


Fuente: Bloomberg, Banorte

Alsa- Descuento vs mediana de operadores de restaurantes
Unidades



Alsa- FV/EBITDA forward 12M



Fuente: Bloomberg, Banorte

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Dividend Yield
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
PLENUS CO LTD	1.3x		240.4x	65.3x	9.8x			3.2%
CAFE DE CORAL HOLDINGS LTD	2.8x	16.2x	32.4x	19.3x	10.1x	12.5x	10.6x	6.0%
DARDEN RESTAURANTS INC	4.0x	14.6x	29.0x	30.8x	9.6x	20.7x	19.6x	
CMR SAB DE CV	1.0x				6.2x			
BRINKER INTERNATIONAL INC		6.9x	26.6x	17.2x	7.5x	14.9x	13.0x	
BLOOMIN' BRANDS INC	10.8x	24.7x		14.4x	8.0x	36.5x	10.4x	
ARCOS DORADOS HOLDINGS INC-A	3.0x	54.1x		19.9x	8.8x	36.7x	9.7x	2.3%
INTERNATIONAL MEAL COMPANY A	0.6x				11.2x			0.3%
DINE BRANDS GLOBAL INC		7.7x	29.0x	9.7x	10.7x	16.3x	11.2x	
FIESTA RESTAURANT GROUP	1.4x			34.7x		23.4x	11.4x	
EL POLLO LOCO HOLDINGS INC	2.0x	18.5x	30.8x	19.6x	9.5x	19.0x	14.3x	
AMREST HOLDINGS SE	3.2x	66.9x	60.3x	20.4x	8.7x	11.4x	7.7x	
DOMINO'S PIZZA GROUP PLC		23.8x	20.2x	19.9x	21.2x	16.5x	15.8x	1.2%
Promedio	3.0x	25.9x	58.6x	24.6x	10.1x	20.8x	12.4x	2.6%
Mediana	2.4x	18.5x	29.9x	19.9x	9.5x	17.7x	11.3x	2.3%
ALSEA SAB DE CV	1.8x	29.1x	-3.5x	34.5x	5.7x	14.6x	5.9x	
Premio/Descuento vs Mediana	-24.9%	57.2%	-111.7%	73.7%	-40.2%	-17.7%	-47.9%	

Fuente: Banorte, Bloomberg

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 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 MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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	28/05/2020	Compra	\$27.00
ALSEA	23/10/2019	Compra	\$60.00
ALSEA	25/07/2019	Compra	\$47.00

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
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	hugoa.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	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899