

ALSEA

Reporte de Empresa

04 de agosto de 2014

Alsea de compras por España. Adquiere Gpo Zena

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

- ALSEA llegó a un acuerdo con los accionistas de Food Service Project (Grupo Zena) para adquirir el 71.8% del grupo español, que comprende 427 restaurantes por un monto de \$107 millones euros.
- La transacción está valuada a un múltiplo VE/EBITDA U12m de 8.1x, menor al múltiplo de 20.1x que opera Alsea y 13.1x del sector. La compra se financiará con un crédito a 5 años por P\$1,900m.
- Si bien no acabamos de digerir la adquisición de Vips, la adquisición luce con descuento en mercado en recuperación, donde Alsea puede generar valor. Subimos a COMPRA.

Marisol Huerta Mondragón
Subdirector Alimentos/Bebidas/Comerciales
Marisol.huerta.mondragon@banorte.com

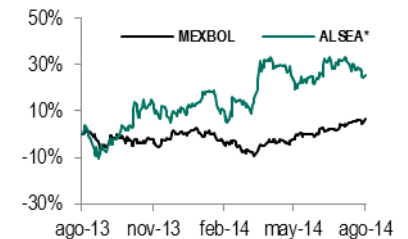
COMPRA

Precio Actual	\$45.18
PO 2014	\$51.00
Rendimiento (e)	12.9%
Dividendo (%)	0.0%
Máx - Mín 12m (P\$)	48.42 - 32.01
Valor de Mercado (US\$m)	2,875
Acciones circulación (m)	688
Flotante	36%
Operatividad Diaria (P\$ m)	134.2

Ofertas de verano, ¡muy atractivas!. Alsea informó que llegó a un acuerdo con los accionistas de Food Service Project S.L. (Grupo Zena) para adquirir el 71.76% del grupo español. El cierre de la transacción está sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones de cierre. Con base en los términos del acuerdo, Alsea adquirirá el 71.76% de Grupo Zena por un monto aproximado de 107 millones de euros, lo que implica un múltiplo Valor Empresa a EBITDA últimos doce meses de 8.1 veces. Este múltiplo se sitúa por debajo del múltiplo 12m de Alsea de 20.1x y del promedio del sector en México e internacional de 14.2x. (ver tabla de múltiplos al final)

Apalancamiento aceptable. La adquisición se llevará a cabo de forma inicial con deuda bancaria en pesos mexicanos, a través de un contrato de crédito a cinco años por un importe aproximado de P\$1,900m. Asimismo, Alsea está analizando diversas oportunidades para refinanciar la deuda de Grupo Zena. La razón Deuda Neta/EBITDA al cierre del 2T14 considerando el EBITDA proforma de VIPS, se ubicó en 2.0x. Con el nuevo financiamiento se ubicaría en 2.4x.

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2012	2013	2014E	2015E
Ingresos	13,520	15,719	22,747	26,826
Utilidad Operativa	797	1,115	1,745	1,945
EBITDA	1,609	2,038	3,033	3,883
Margen EBITDA	11.9%	13.0%	13.3%	14.5%
Utilidad Neta	365	681	1,124	1,104
Margen Neto	2.7%	4.3%	4.9%	4.1%
Activo Total	9,771	12,459	22,821	23,049
Disponible	550	663	561	217
Pasivo Total	4,969	7,878	11,477	12,138
Deuda	2,474	5,044	7,250	7,233
Capital	4,521	4,581	11,344	10,911

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2012	2013	2014E	2015E
FV/EBITDA	13.7x	16.8x	15.1x	11.9x
P/U	55.2x	41.2x	34.0x	34.7x
P/VL	5.0x	6.5x	3.4x	3.6x
ROE	10.5%	17.1%	10.1%	10.3%
ROA	3.8%	5.3%	4.9%	4.8%
EBITDA/ intereses	6.6x	7.2x	6.5x	6.8x
Deuda Neta/EBITDA	1.0x	2.2x	2.2x	1.8x
Deuda/Capital	0.5x	1.1x	0.6x	0.6x

Documento destinado al público en general

Grupo Zena en los últimos 12 meses a junio de 2014 tuvo ventas por 264 millones de euros, con un EBITDA de 32 millones de euros, lo que representa un margen EBITDA de 12%. La operación estaría incrementando en 14% y 15% los ingresos y EBITDA de Alsea aproximadamente estimados para 2014.

Margen y Deuda. Alsea por su parte reportó un margen de 12.5% al cierre del 2T14 una deuda Total de 7,271m, al haber cerrado la adquisición de Vips y emitido capital para fondar la operación. En el caso de Grupo Zena el margen EBITDA se ubica en 12.0x y la deuda al cierre del 30 de junio de 2014, se ubicó en aproximadamente 115 millones de euros.

Detalles de la Adquisición. Alsea estaría sumando a su portafolio de negocios un total de 427 restaurantes en España (284 propios y 143 franquiciados) de los cuales 195 son de la marca "Foster's Hollywood", 127 unidades de Domino's Pizza, 60 unidades de Burger King, 21 unidades de *Cañas y Tapas*, y 13 unidades de *La Vaca Argentina*, y 11 unidades de *il Tempietto*. La adquisición incluye 4 marcas propiedad de Grupo Zena ("Foster's Hollywood", "La Vaca Argentina", "Cañas y Tapas" e "il Tempietto"), y la franquicia maestra de Domino's Pizza para España. Adicional a la adquisición de los 427 restaurantes, la operación comprende: (1) dos cocinas industriales, una dedicada a la producción de postres y otra donde se centraliza el suministro de carne y salsas; (2) un centro de producción de masa fresca para el negocio de Domino's Pizza; (3) los derechos de propiedad intelectual de las marcas propias, menús, desarrollo de producto, procesos de operación y otros; (4) los derechos de franquicia que Grupo Zena tiene con Domino's Pizza y Burger King.

Subimos nuestra recomendación a COMPRA. Aún no acabamos de digerir la adquisición de Vips y Alsea nos pone en la mesa una nueva adquisición, misma que consideramos es positiva y generadora de valor en el mediano plazo. No sólo por el modelo de Alsea que ha logrado replicar en otros mercados con marcas como Dominós y Burger King, sino porque la compañía estaría sumando un grupo de marcas con presencia en el mercado español, así como un sólido equipo de trabajo. Si bien es cierto, la situación económica de España aún luce débil, los economistas han señalado que las perspectivas de crecimiento son al alza. Recientemente el Banco Español elevó la tasa de crecimiento del PIB a 1.3% para 2014 y a 2.0% para 2015, una y tres décimas por encima de las estimaciones previas (1.2% y 1.7% respectivamente) Por su parte el FMI el 10 de julio de 2014, modificó por tercera vez al alza su proyección para la economía española y estimo un crecimiento del PIB de 1.2% y 1.6% en el 2014 y 2015. El consumo y la inversión han sido los sectores más dinámicos de dicha economía. Derivado de lo anterior, creemos que es el momento adecuado para que Alsea logre capitalizar de manera positiva la fase de crecimiento que presenta el mercado español. **Subimos nuestra recomendación de MANTENER a COMPRA.**

Estaremos pendientes de los detalles adicionales que la empresa nos pueda proporcionar en la llamada con analistas que realizará el jueves 7 a las 10:00 am (tiempo de México).

VALUACION RELATIVA

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2014E	P/U 2015E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2014E	FV/EBITDA 2015E
ALSEA SAB DE CV	P\$ 45.18	2,875	3,358	3.4x	50.3x	42.6x	29.7x	20.1x	14.7x	11.6x
WALMART DE MEX-V	P\$ 34.33	45,697	45,186	4.6x	27.6x	24.7x	22.4x	14.6x	13.7x	12.4x
CONTROLA COM-UBC	P\$ 48.76	4,013	3,953	1.8x	13.9x	25.6x	23.1x	12.8x	12.2x	11.0x
SORIANA-B	P\$ 43.51	5,935	6,063	1.7x	26.5x	21.3x	18.9x	11.0x	10.6x	9.6x
CHEBRAUI	P\$ 44.50	42,894	49,720	1.9x	25.7x	25.5x	22.6x	11.0x	10.5x	9.6x
GENOMMA LAB-B	P\$ 35.44	37,167	41,941	4.1x	21.0x	18.5x	15.3x	13.4x	12.0x	10.3x
	Promedio	27,141	29,373	2.9x	27.5x	26.4x	22.0x	13.8x	12.3x	10.8x
	Mediana	37,167	41,941	2.7x	26.1x	25.1x	22.5x	13.1x	12.1x	10.7x
YUM! BRANDS INC	USD 70.18	30,855	33,287	13.6x	21.3x	19.5x	17.0x	11.0x	10.6x	9.7x
DOMINO'S PIZZA	USD 71.30	3,930	5,439	-3.0x	26.9x	24.8x	21.3x	15.2x	14.3x	13.1x
PAPA JOHN'S INTL	USD 43.11		1,950	14.2x	27.7x	24.8x	21.0x	13.5x	12.6x	11.4x
WENDY'S CO/THE	USD 8.12	2,979	4,055	1.7x	33.2x	24.2x	21.4x	10.6x	10.2x	9.8x
CHEESECAKE FACTO	USD 43.13	2,154	2,148	7.8x	20.4x	19.5x	16.6x	8.9x	8.7x	7.9x
ARCOS DORADOS-A	USD 10.02	2,103	2,822	3.4x	53.1x	53.1x	21.8x	8.7x	9.5x	8.4x
STARBUCKS CORP	USD 77.53	58,241	59,094	11.5x	30.4x	30.4x	24.5x	17.7x	15.7x	13.7x
JACK IN THE BOX	USD 58.48	2,341	2,842	6.5x	28.8x	28.8x	21.5x	10.9x	10.6x	9.9x
MCDONALD'S HOLDI	USD 2,627.00	349,286	297,419	2.1x	78.2x	81.2x	57.9x	na	11.7x	10.7x
POPEYES LOUISIAN	USD 41.02	970	1,025	15.7x	27.8x	25.1x	21.4x	15.0x	13.7x	12.1x
BURGER KING WORL	USD 26.61	8,595	10,538	6.1x	33.1x	27.7x	23.7x	18.1x	15.9x	14.6x
CHIPOTLE MEXICAN	USD 682.98	1,989	1,913	0.1x	59.5x	49.9x	39.4x	29.8x	25.1x	20.3x
TIM HORTONS INC	USD 60.36	8,104	9,395	15.9x	19.9x	18.6x	16.7x	11.5x	11.0x	10.3x
	Promedio	39,295	33,225	7.4x	35.4x	32.9x	24.9x	14.2x	13.1x	11.7x
	Mediana	3,454	4,055	6.5x	28.8x	25.1x	21.4x	12.5x	11.7x	10.7x

Fuente: Bloomberg.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, 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
Alsa	29-04-2014	MANTENER	P\$53.00
Alsa	17-10-2013	COMPRA	P\$48.00
Alsa	26-08-2013	COMPRA	P\$40.00
Alsa	03-04-2013	MANTENER	P\$40.00

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	------------------------------	------------------

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Julia Elena Baca Negrete	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Julietta Álvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julietta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613

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
Juan Carlos Alderete Macal	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1266
María de la Paz Orozco García	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Subdirector Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1437

Banca Mayorista

Marcos Ramírez Miguel	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Antonio Roldán Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	voldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004