

ALSEA: Día de Inversionistas 2018

- El viernes se llevó a cabo el “Alsea Day” en las instalaciones del COA.
- Estimamos que Alsea crecerá 33.6% y 26.3% en Ventas y Ebitda respectivamente durante 2019 vs 2018e.
- Disminuimos nuestro PO 2019 a \$70.0 desde \$77.5, pero reiteramos Compra.

Alsea Day en el Centro de Operaciones Alsea

El viernes pasado tuvimos la oportunidad de asistir al Día de Inversionistas 2018 de Alsea, el cual se llevó a cabo en su Centro de Operaciones (COA). Durante la conferencia, la emisora dio a conocer sus perspectivas para 2019 y para los próximos 5 años. Además, realizamos un recorrido por su Centro de Distribución y su Producción Centralizada de insumos, productos y platillos de sus diversas marcas. Cabe mencionar que el COA, le permitirá a la compañía reducir los costos de producción, aumentar la calidad de los alimentos y contar con recetas homogéneas entre todas las unidades, asegurando la máxima satisfacción para los clientes.

Sólido Crecimiento para 2019

Alsea informó que para 2019 esperan un incremento ligeramente mayor a 30.0% en Ventas y de ~25.0% en Ebitda, lo que implicaría un Margen Ebitda de alrededor de 13.0%. Cabe señalar que dichas expectativas se encuentran en línea con nuestros estimados de crecimiento para 2019 de 33.6% y 26.3% en Ventas y Ebitda respectivamente, así como un Margen Ebitda de 13.3%. A mayor detalle, el alza en Ventas provendría de: 1) El aumento de entre 5.0% y 7.0% en Ventas Mismas Tiendas (VMT); 2) La apertura de entre 280 y 300 unidades; 3) Las adquisiciones de Grupo VIPS en España y las operaciones de las tiendas corporativas de Starbucks en Francia, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo.

Incrementos de Doble Dígito para los próximos años

Luego de conocer la guía de crecimiento hacia 2023, incrementamos nuestros estimados para los próximos 5 años. En el caso de las Ventas, aumentamos nuestra TCAC a 12.5% desde 10.7% y, para el Ebitda incrementamos nuestra TCAC a 13.1% desde 11.4% (vs el crecimiento en Ventas y Ebitda de ~15%, de la guía de largo plazo de la compañía).

Alza en DN/Ebitda y Posible incremento de Capital

Por otra parte, la emisora estima que derivado de las adquisiciones en Europa, y tras la contratación de Deuda en euros, la razón de apalancamiento DN/Ebitda se elevará a 3.6x desde las 2.5x actuales, y que para 2021, dicha razón podría ubicarse en 2.7x, niveles más cercanos al objetivo de Alsea (entre 2.0x y 2.5x), ubicándose en línea con nuestros estimados. Además, de acuerdo con Alberto Torrado, Presidente de la Junta Directiva de Alsea, los principales accionistas de la compañía estarían dispuestos a asumir un cierto efecto dilutivo, en caso de que surgiera una buena oportunidad para realizar alguna futura adquisición y debieran salir a realizar una Oferta Pública Subsecuente. Cabe aclarar que lo anterior, se daría únicamente si dicha oportunidad surgiera en el muy corto plazo, debido al nivel de apalancamiento con el que cuenta actualmente Alsea, no obstante, creemos que es algo que hay que tener en consideración.

Disminuimos Precio Objetivo, aunque reiteramos Compra

Si bien nuestra perspectiva sobre las Ventas mejoró en el largo plazo, nuestros estimados consideraban una mayor expansión en el Margen Ebitda hacia los próximos 5 años (+150pb vs +100pb actuales). Adicionalmente, tras incorporar la información dada a conocer durante el Alsea Day a nuestro modelo, y considerando una mayor Tasa de la Deuda (debido al incremento en tasas en México), estamos disminuyendo nuestro Precio Objetivo para 2019 a \$70.0 desde \$77.5. No obstante, reiteramos nuestra recomendación de Compra, y consideramos que los niveles actuales de precio pudieran representar una oportunidad de entrada, ya que a la fecha cotiza a un múltiplo FV/Ebitda de 9.3x, el cual implica un descuento de -18.4%, -32.1% y -39.2% respecto sus múltiplos promedio de los últimos 12 meses, 3 años y 5 años respectivamente.

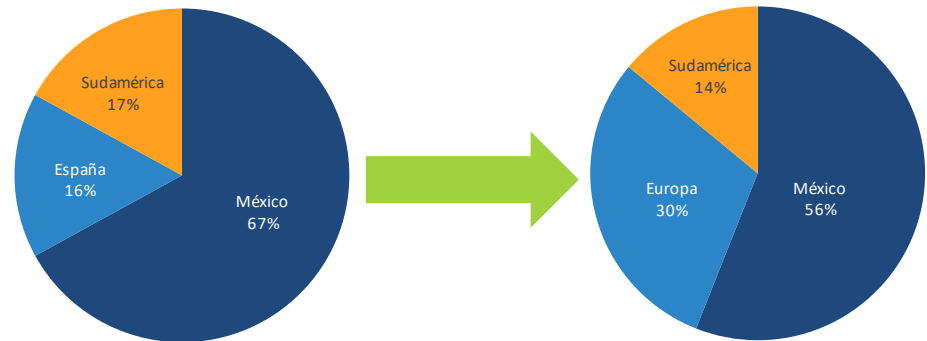
ALSEA	
Sector Consumo Discrecional	
<i>Operador de Restaurantes líder en México, Latinoamérica y España</i>	
Precio Objetivo 2019	\$70.0
Precio Actual	\$50.0
% Rendimiento Estimado	+40.1%
Recomendación	Compra

En los últimos 12 meses, Alsea ha atendido a 450 millones de clientes.

Alsea Hoy

Al 3T18, la emisora opera 3,588 unidades de sus 13 marcas distintas. Lo anterior, sin considerar las adquisiciones que se anunciaron recientemente, con las cuales sumaría 439 restaurantes de Grupo VIPS y 262 cafeterías de Starbucks. En cuanto a presencia geográfica, la empresa tiene participación en 7 países (México, España, Argentina, Chile, Colombia, Brasil, y Uruguay).

Participación en Número de Tiendas por Región Actual vs 2019e



De los 3,588 restaurantes que opera al 3T18 la emisora, 80% son unidades corporativas y 20% son franquicias.

Fuente: Monex con información de Alsea

¿Qué se espera para 2019?

Alsea informó que para 2019 esperan un incremento ligeramente mayor a 30.0% en Ventas y de ~25.0% en Ebitda, lo que implicaría un Margen Ebitda ligeramente mayor a 13.0%. Cabe señalar que dichas expectativas se encuentran en línea con nuestros estimados de crecimiento para 2019 de 33.6% y 26.3% en Ventas y Ebitda respectivamente, así como un Margen Ebitda de 13.3%. A mayor detalle, el alza en Ventas provendría de: 1) El aumento de entre 5.0% y 7.0% en Ventas Mismas Tiendas (VMT); 2) La apertura de entre 280 y 300 unidades; 3) Las adquisiciones de Grupo VIPS en España y las operaciones de las tiendas de Starbucks en Francia, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo.

Considerando las adquisiciones anunciadas recientemente, estimamos una TCAC para los próximos 5 años de 8.2% en el número de unidades.

Menú para los Próximos 5 años

Para los próximos 5 años, la compañía anunció que estima una Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (TCAC) de aproximadamente 15.0% en Ventas y Ebitda, además, de un Margen Ebitda cercano a 15.0%. Asimismo, Alsea informó que en el mismo periodo espera una mejora secuencial en métricas de rentabilidad como ROIC (aproximadamente +5pp) y ROE (aproximadamente +6pp), gracias a las sinergias que pudieran darse principalmente en Europa y tras la integración del COA en México. Vale la pena señalar que luego de conocer su guía de crecimiento hacia 2023, incrementamos nuestros estimados para dichos años. En el caso de las Ventas, aumentamos nuestra TCAC a 12.5% desde 10.7% y, para el Ebitda incrementamos nuestra TCAC a 13.1% desde 11.4%. Si bien tenemos una perspectiva muy positiva para Alsea hacia los siguientes años, preferimos mantenernos con una visión un poco más conservadora.

Estrategias de Crecimiento

El crecimiento en Ventas de Alsea puede venir de dos vías: Orgánico y Vía Adquisiciones (Inorgánico). En primer lugar, el desarrollo por la vía orgánica provendrá del alza en VMT, la apertura de tiendas de marcas existentes, nuevos formatos y canales de venta y la remodelación de restaurantes. Mientras que, la expansión inorgánica o vía adquisiciones puede originarse por la compra o importación de marcas en países en los que actualmente tiene presencia la empresa y el crecimiento de marcas existentes o nuevas, así como *joint-ventures* en nuevos países.

De acuerdo con nuestros estimados, el Margen Ebitda pasaría a 13.3% en 2019 desde 14.0% del 2018e, debido a la incorporación de VIPS y Starbucks en Europa.

Adicionalmente, la emisora cuenta con varias estrategias para mejorar e incrementar la rentabilidad de sus operaciones, en donde las principales oportunidades podrían venir de economías de escala, gracias a: 1) Eficiencias en costos y gastos de ventas; 2) *Business Mix*, que incluye mezcla entre Unidades Corporativas y Franquicias, mezcla de divisas y diversificación de marcas y países; y 3) Sinergias derivadas de las adquisiciones y mayores eficiencias generales.

De acuerdo con la compañía, los Servicios de Cadenas de Restaurantes presentarían una TCAC de 7.2% desde 2017 hasta 2022.

Alsea continúa “Zenando” en Europa

Recientemente, Alsea anunció dos importantes adquisiciones en Europa. El 18 de octubre, la empresa comunicó que inició pláticas con Starbucks Coffee Company, para obtener la licencia total y adquirir las operaciones de las tiendas corporativas de Starbucks en Francia, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo (ver más detalles en nuestra nota: [“ALSEA: Cruzando Fronteras con la Sirena”](#)). Posteriormente, el 31 de octubre la compañía informó que adquirió el 100% de Sigla SA, propietaria de Grupo VIPS en España (ver más detalles en nuestra nota: [“ALSEA: Consolidándose en Mercado Ibérico”](#)).

En relación a lo anterior, la emisora nos platicó sus racionales para llevar a cabo dichas transacciones. Por un lado, los hábitos de consumo en los países europeos son distintos, ya que el gasto fuera del hogar es más alto que en países Latinoamericanos. Además, se ha observado una mayor aceptación de Marcas Globales y un incremento en las preferencias por las Cadenas de Restaurantes, por lo cual, éstas han crecido a una mayor velocidad respecto los restaurantes independientes, con las ventas subiendo por encima de inflación. Asimismo, Alsea considera que aún queda espacio para desarrollarse dentro de este mercado, debido a la baja penetración que pudiera haber en estos países.

A nivel macroeconómico, los países europeos en dónde tendría presencia la compañía, cuentan con un PIB per cápita más alto, una inflación baja y estable, una moneda fuerte, un crecimiento relevante en consumo privado. Además, las adquisiciones le permitirían a la emisora tener una mayor diversificación de divisas y acceso a deuda con un menor costo, que además contaría con cobertura cambiaria natural, gracias a los ingresos generados en euros.

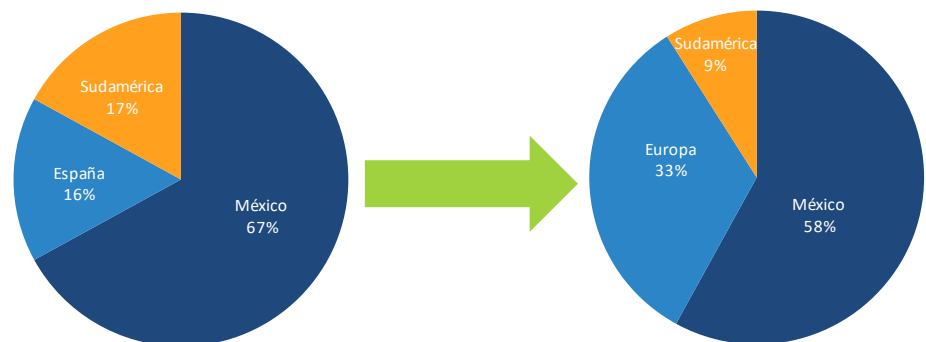
Contando una Exitosa Historia

Durante el “Alsea Day”, la empresa resaltó el positivo desempeño que ha presentado la operación de Alsea Zena, la cual ha crecido +39.0% en número de unidades durante los últimos 4 años. Adicionalmente, desde 2014 y hasta 2018 el incremento promedio de las Ventas ha sido más acelerado respecto sus principales competidores (12.4% vs 6.8%), mientras que el Ebitda Ajustado ha subido +67.0% en el mismo periodo.

En relación a ello, la compañía considera que pueden generarse importantes sinergias entre su operación europea actual y las recientes adquisiciones debido a: 1) Mejores precios de insumos gracias a un mayor volumen de compra; 2) Real Estate; 3) Economías de escala; 4) Programas de Lealtad multi-marca; 5) Mejores prácticas a través de marcas y países; 6) Desarrollo de programas de talentos; y 7) El alto enfoque en crecimiento rentable. Cabe mencionar que Alsea estima un potencial de entre 400 y 500 aperturas en Europa hacia los próximos 5 años.

Derivado de lo anterior, si bien las recientes adquisiciones pueden representar una contracción en márgenes, debido a que dichas operaciones cuentan con métricas inferiores a las que actualmente maneja la emisora, la integración de estas marcas puede representar oportunidades para mejorar la rentabilidad a nivel consolidado. Vale la pena señalar que, tras las compras anteriormente mencionadas, Alsea sumaría más de 4,000 unidades de 17 marcas con presencia en 12 países.

Participación en Ebitda por Región Actual vs 2019e



Tras la compra de Grupo VIPS en España y las operaciones europeas de Starbucks, Europa representará el 37.0% de las Ventas en 2019 vs 22.0% actual.

Fuente: Monex con datos Alsea

Otra ventaja competitiva de Alsea, en servicios de Entrega de comida a domicilio, respecto otros competidores, es que cuenta con un portafolio de marcas relevantes y con un mayor número de ubicaciones.

El ticket promedio de los miembros de "Wow Rewards" es 38.0% más alto que el del resto de los clientes.

Los cupones digitales de Alsea son 3x más eficientes que los cupones de papel, ya que hay una mayor propensión a redimirlos.

En 2018, la emisora pagó un dividendo de \$0.78 por acción, equivalente a un Dividend Yield de 1.12%.

Enfoque en Entregas a Domicilio

La estrategia digital de Alsea ha evolucionado durante los últimos años, debido a el acelerado crecimiento que ha tenido este tipo de plataformas. La entrega a domicilio representa una gran oportunidad de desarrollo para la empresa, ya que el incremento en VMT de este tipo de medios, ha presentado una mayor alza, con avances de doble dígito en la mayoría de los países en donde la emisora tiene presencia. Es importante aclarar que la compañía cuenta con 26 años de experiencia en la entrega a domicilio gracias a Domino's, con alrededor de 100 mil órdenes al día.

Adicionalmente, Alsea se ha enfocado en no descuidar ninguna de sus plataformas, ya que, si bien el desempeño de medios como órdenes desde el celular o desde Web ha sido muy bueno, hay un segmento poblacional importante que aún prefiere realizar sus pedidos desde el Call Center, lo cual pudiera representar una ventaja competitiva de la emisora respecto sus principales competidores. Asimismo, la empresa ha buscado tener presencia diversificada en aplicaciones como *Rappi*, *Uber Eats* y *Sin Delantal*, para que los consumidores puedan tener acceso a cualquiera de las marcas, desde la plataforma que sea de su preferencia.

Premiando a un Consumidor Leal

"Wow Rewards" es el programa de lealtad de Alsea con el cual tiene la oportunidad de conocer a los consumidores y así poder segmentarlos, fomentando además mayores visitas a sus restaurantes, lo que podría ser un impulso adicional a las Ventas Mismas Tiendas en el corto plazo. Cabe mencionar que dicho programa, ha presentado un importante crecimiento durante el último año, pasando de 855,244 miembros en 2017 a 2,978,522 miembros al 3T18 (+248.3%).

Además, el programa Wow Rewards tiene como objetivo principal, mejorar la experiencia de los clientes, lo que a su vez se traducirá en una mayor lealtad hacia las marcas de Alsea, ya que también estará ligado a las plataformas de entrega a domicilio, facilitando la acumulación de puntos y beneficios para los consumidores (como cupones electrónicos), acercándose a un público más joven, lo que podría incrementar las Ventas, debido a que contarán con mayores opciones, más prácticas y fáciles para pedir comida a domicilio.

Una Transición Retadora al COA

Pese a lo estimado originalmente, la construcción y el inicio de operaciones del COA (Centro de Operaciones Alsea) tuvo un retraso de alrededor de 4 meses. Además, la curva de aprendizaje y la necesidad de duplicar gastos por operación simultánea con el CEDIS anterior, implicó un reto para la emisora, ya que los beneficios en el Margen Ebitda que se esperaban para 2018, gracias a las sinergias resultantes de dicha inversión, no se pudieron observar durante este año.

A mayor detalle, lo anterior, generó una disminución de -4.0% en el *Fill Rate* (indicador que mide la cantidad de producto entregada a las tiendas respecto lo solicitado) y una baja de 10.0% en las entregas a tiempo. No obstante, a partir de octubre, se comenzó a ver una mejora en dichos indicadores, a partir de la integración completa del COA, en donde la mayor parte del entrenamiento del personal se ha concluido y los niveles de servicio a tiendas se ha normalizado. Cabe aclarar que los beneficios y sinergias en el Margen de Operación y Ebitda podrían comenzar a observarse durante el 2T19.

Exquisitos Dividendos

Cabe agregar que la emisora propondrá en su próxima Asamblea de Accionistas, el pago de un dividendo en efectivo de \$0.4 por acción para 2019, equivalente a un "Dividend Yield" de 0.79%. Aunado a lo anterior, Alsea espera pagar hacia 2023 un dividendo acumulado de \$4.0 por acción y, asumiendo los niveles actuales del Precio de la acción y que la distribución de dicho dividendo fuera igual para los años siguientes, correspondería un pago de \$1.0 por acción cada año (de 2020 a 2023), equivalente a un "Dividend Yield" de 1.97% por año.

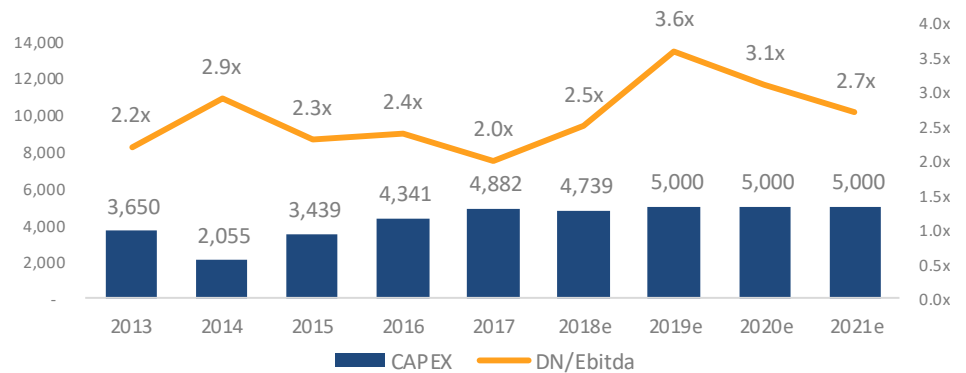
El contratar Deuda en euros, le permitirá a Alsea acceder a tasas de interés más atractivas. Considerando, además, que gracias a las operaciones con ventas en dicha moneda funcionan como cobertura natural cambiaria.

Nivel de Apalancamiento “Engordará”

Respecto a la Deuda, Alsea comentó que actualmente el 86.0% de su deuda es de Largo plazo, mientras que, por tipo de divisa, el 64.0% se encuentra denominada en pesos mexicanos, el 35.0% en euros y el 1.0% restante en pesos argentinos y chilenos. Cabe mencionar que el costo promedio de la deuda es de 9.15%.

Por otra parte, la emisora estima que derivado de las adquisiciones en Europa, y tras la contratación de Deuda en euros, la razón de apalancamiento DN/Ebitda se elevará a 3.6x desde las 2.5x actuales, y que para 2021, dicha razón podría ubicarse en 2.7x, niveles más cercanos al objetivo de Alsea (entre 2.0x y 2.5x). Es importante señalar que lo anterior se encuentra en línea con nuestros estimados.

Razón de Apalancamiento y Capex



Fuente: Monex con datos Alsea

De acuerdo con los directivos de la empresa, los principales accionistas de la compañía, están dispuestos a asumir un efecto dilutivo, con el fin de tener un crecimiento más acelerado en la compañía, que se podría traducir en beneficios futuros.

Vale la pena mencionar que, de acuerdo con Alberto Torrado, Presidente de la Junta Directiva de Alsea, los principales accionistas de la compañía estarían dispuestos a asumir un cierto efecto dilutivo, en caso de que surgiera una buena oportunidad para realizar alguna adquisición y debieran salir a realizar una Oferta Pública Subsecuente. Cabe aclarar que lo anterior, se daría únicamente si dicha oportunidad surgiera en el muy corto plazo, debido al nivel de apalancamiento con el que cuenta actualmente Alsea, no obstante, creemos que es algo que hay que tener en consideración.

Directorio

Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	crgonzalez@monex.com.mx
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	jquirozz@monex.com.mx
Fernando E. Bolaños S.	Gerente de Análisis	T. 5230-0200 Ext. 0720	fbolanos@monex.com.mx
J. Roberto Solano Pérez	Analista Bursátil Sr.	T. 5230-0200 Ext. 4451	jrsolano@monex.com.mx
Verónica Uribe Boyzo	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4287	vuribeb@monex.com.mx
B. Jimena Colín Fernández	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 0710	bjcolinf@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguez1@monex.com.mx
Juan Francisco Caudillo Lira	Analista Técnico Sr.	T. 5231-0016	jcaudillo@monex.com.mx
César Adrian Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	casalinasg@monex.com.mx

Disclaimer

Nosotros, el Área de Análisis y Estrategia Bursátil, certificamos que las opiniones contenidas en este documento reflejan exclusivamente el punto de vista del analista responsable de su elaboración. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, ni recibiremos, compensación alguna directa o indirecta a cambio de expresar una opinión específica de este reporte.

Es importante mencionar que los analistas no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis, así como que ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

En los últimos doce meses, es posible que Monex Grupo Financiero, S.A. de C.V. y/o las sociedades que forman parte del grupo (en lo sucesivo "Monex"), a través de sus áreas de negocio, haya recibido compensaciones por prestar algún servicio de representación común, financiamiento corporativo, banca de inversión, asesoría corporativa u otorgamiento de créditos bancarios, a emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente informe.

Este reporte está dirigido a la Dirección de Promoción. Las recomendaciones reflejan una expectativa de comportamiento de la acción contra su mercado de referencia y en un plazo determinado. Este comportamiento puede estar explicado por el valor fundamental de la compañía, pero también por otros factores. El cálculo del valor fundamental realizado se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando. Sin perjuicio de lo que antecede, podrían tener más peso otros factores, entre los que se encuentran el flujo de noticias, momento de beneficios, fusiones y adquisiciones, el apetito del mercado por un determinado sector, entre otros; estos factores pueden llevar a una recomendación opuesta a la indicada solamente por el valor fundamental y su comparación directa con la cotización.

Nuestra política de recomendación contempla los siguientes escenarios: Compra. - Cuando el rendimiento esperado de la acción supere en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC; Mantener. - Cuando el rendimiento esperado de la acción se ubique entre el $\pm 5\%$ el rendimiento esperado del IPyC; Venta.- Cuando el rendimiento esperado de la acción sea inferior en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC.

El presente documento fue elaborado por Monex con información pública obtenida de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, no existe garantía, explícita o implícita, de su confiabilidad, por lo que Monex no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo. El contenido de este mensaje no constituye una oferta, invitación o solicitud de Monex para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores o bien para la realización de operaciones específicas. Monex no asume, ni asumirá obligación alguna derivada del contenido del presente documento, por lo que ningún tercero podrá alegar un daño, perjuicio, pérdida o menoscabo en su patrimonio derivado de decisiones de inversión que hubiese basado en este documento. Las opiniones aquí expresadas sólo representan la opinión del analista y no representan la opinión de Monex ni de sus funcionarios. Los empleados de las áreas de promoción, operación, directivos o cualquier otro profesional de Monex, podrían proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Inclusive, Monex o cualquiera de sus promotores, operadores, afiliadas o personas relacionadas podrían realizar decisiones de inversión inconsistentes con las opiniones expresadas en el presente documento.