

SORIANA: Inicio de Cobertura

- Iniciamos Cobertura de SORIANA con una Recomendación de Venta.
- Nuestro PO para finales de 2020 es \$27.0.
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 10.2% para finales de 2020.

Iniciamos Cobertura con Recomendación de Venta y PO de \$27.0

Estamos Iniciando la Cobertura de Soriana con una recomendación de Venta y un Precio Objetivo (PO) de \$27.0 para finales de 2020. Para 2020, estimamos que Soriana presentará un crecimiento en Ingresos y Ebitda de 2.0% y 4.0% respectivamente vs 2019e. El alza en Ingresos provendría principalmente del desempeño de las Ventas Mismas Tiendas, las cuales podrían incrementar 1.8%. Asimismo, esperamos la incorporación 4 tiendas. Por otra parte, estimamos que los Márgenes Operativo y Ebitda se ubicarán en 5.7% y 7.8% hacia finales de 2020, implicando ligeras expansiones de +20pb vs 2019e, las cuales podrían deberse a una disminución en los Gastos Operativos. Además, calculamos que la Utilidad Neta podría crecer 6.3% en 2020, implicando un alza de +10pb del Margen Neto, el cual podría situarse en 2.0%.

Crecimiento Moderado en el Largo Plazo

Para los próximos 5 años, la empresa podría presentar una TCAC en Ingresos y Ebitda de 1.8% y 3.7% respectivamente, en dónde las VMT podrían crecer 1.6% en promedio anualmente. Además, estimamos la incorporación de 32 tiendas durante el mismo periodo, lo que implicaría incrementos promedio anuales de aproximadamente 0.6% en el piso de Ventas; alcanzando 843 unidades de sus distintos formatos. Por otro lado, consideramos que los Márgenes Operativo y Ebitda podrían situarse en 2025 en 6.4% y 8.5% respectivamente, implicando mejoras de +90pb en ambos rubros vs 2019e; lo cual podría lograrse, gracias a las sinergias en temas logísticos, tras la finalización de la consolidación de las tiendas adquiridas a Comercial Mexicana.

Segundo Minorista Más Grande de México

Soriana, es una empresa mexicana que participa en el Sector de Comercial, colocándose como el segundo competidor más relevante dentro de dicho sector (por participación de mercado), y como el *retailer* de origen mexicano más grande del país. Al 3T19, la emisora cuenta con 810 tiendas de las marcas Soriana Hiper, Soriana Súper, Soriana Mercado, Soriana Express, Mega Soriana y City Club, que representan 4,145,184 m² de área de ventas. Además, Soriana opera 107 Tiendas de Conveniencia de la marca Super City, operadas bajo un esquema de tiendas propias. La estrategia de la compañía es multi-formato y multi-canal, la cual les permite ofrecer a sus clientes, distintas opciones de tienda que cubran sus diferentes necesidades de consumo; atendiendo a consumidores de distintos niveles socioeconómicos y de diferentes regiones geográficas de México.

DN/Ebitda Disminuiría Ligeramente para 2020

Soriana cuenta con una razón DN/Ebitda de 2.8x, la cual se encuentra por encima de sus pares nacionales e internacionales, el cual se elevó tras la adquisición de las tiendas de Comercial Mexicana, para la cual tuvo que incrementar su Deuda con Costo. Cabe señalar que dicha Deuda con Costo suma \$33,046 mdp al 3T19, en donde el 100% se encuentra denominada en pesos mexicanos y a tasa variable. Asimismo, de acuerdo con nuestros estimados, la razón DN/Ebitda de la emisora podría situarse en 2.4x hacia finales de 2020.

Posibles Riesgos

Entre los principales factores de riesgo que podrían afectar nuestras expectativas de Soriana destacan: 1) Riesgos Económicos, como una disminución en niveles de empleo, el crédito al consumo o las remesas, así como altos niveles de inflación podrían impactar sus ventas; 2) El crecimiento acelerado de los competidores, en tiendas físicas y canales electrónicos, podría afectar el desempeño de Soriana; 3) Escasa comunicación con el Área de Finanzas y Relación con Inversionistas, ya que podríamos no tener claridad en cambios de la estrategia de la empresa; y 4) Un consistente deterioro en los niveles de apalancamiento por encima de 3.0x, podría implicar eventualmente una disminución en la calificación crediticia de la empresa.

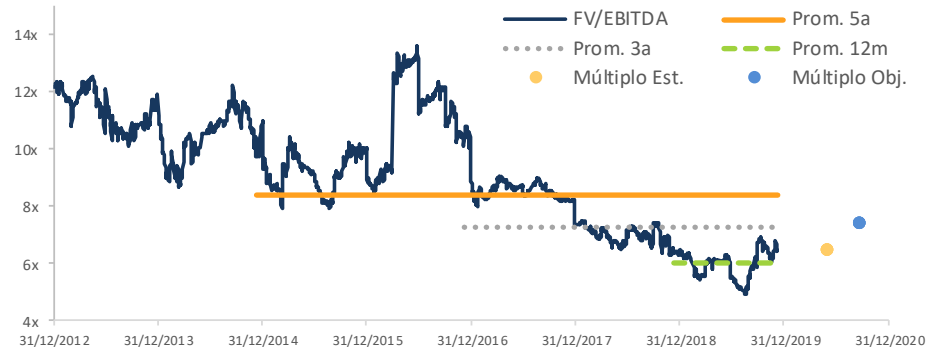
SORIANA	
Sector Minorista	
<i>Compañía mexicana que opera en los esquemas de venta al mayoreo, medio mayoreo y menudeo en México, gracias a su estrategia multi-formato.</i>	
Precio Objetivo 2020	\$27.0
Precio Actual	\$24.5
% Rendimiento Estimado	10.2%
Recomendación	Venta

Valuación

Nuestro PO para 2020 es de \$27.0, un nivel que implica un rendimiento de 10.2% para finales de 2020.

Estimamos un PO para Soriana de \$27.0 para finales de 2020, como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos y por el método de DCF; lo cual implica un rendimiento de 10.2% (respecto los niveles actuales del precio) vs 17.8% del S&P BMV IPyC, por lo que, de acuerdo con nuestra política, la recomendación es de Venta. En nuestra valuación por Múltiplos obtuvimos un PO de \$27.5, asumiendo un aumento en Ebitda de 4.0% y considerando un múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 7.3x, el cual es similar al promedio observado en los últimos 3 años. Por el método DCF obtenemos un PO de \$26.6, donde consideramos una WACC de 10.4%, un crecimiento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.9, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo de 6.9%.

FV/Ebitda de Soriana



El Múltiplo FV/Ebitda actual de Soriana (7.1x) se ubica en un nivel similar al promedio de los U3a (7.3x).

Fuente: Monex con información de Economática.

Consideramos que el descuento que presenta Soriana, respecto sus competidores, se podrían explicar porque cuenta con una menor expectativa de crecimiento, así como niveles inferiores de rentabilidad y un mayor apalancamiento.

En la actualidad, el múltiplo FV/Ebitda de la emisora presenta un descuento de -35.0% respecto sus principales comparables a nivel global, y de -33.1% y -36.0% vs su múltiplo histórico promedio de los últimos 3 y 5 años respectivamente. Es importante señalar que el descuento que presenta Soriana vs sus pares globales es mayor al observado en los U2a de -10.0%. Sin embargo, consideramos que dichos descuentos podrían deberse a que la empresa cuenta con métricas de rentabilidad inferiores a las de sus competidores, y un nivel de apalancamiento significativamente más elevado. Asimismo, el Múltiplo FV/Ebitda esperado de Soriana (7.0x) se ubica -48.9%, -18.6% y -44.9% por debajo de sus competidores en EUA, Latinoamérica y México respectivamente, lo cual consideramos que podría deberse a que la empresa ha presentado menores crecimientos, e incluso caídas, durante los últimos 2 años en Ventas Mismas Tiendas, un indicador relevante para medir el desempeño de las Compañías Comerciales. Adicionalmente, la expectativa de crecimiento para 2020 a nivel Ebitda (+4.0%) es menor a lo esperado para sus competidores a nivel mundial, lo cual creemos explica el descuento observado en la cotización de la emisora. No obstante, creemos que hasta que Soriana presente mejoras a nivel rentabilidad, esto podría implicar mejoras a nivel valuación.

El Múltiplo P/U esperado de Soriana (9.8x) se ubica -42.0% por debajo de sus pares a nivel mundial, lo cual se ubica a niveles muy similares respecto al descuento promedio de los últimos 2 años (-44.0%).

Comparativo Sectorial								
Empresa	País	Market Cap (mdp)	Δ% Ebitda 2020e	Mg Ebitda U12M	FV/EBITDA e	Δ% Ut. Neta 2020e	Mg Neto U12M	P/UE
Costco Wholesale	US	25,638.70	8.20%	4.20%	18.7x	8.20%	2.40%	34.4x
Pricesmart	US	428.1	11.60%	5.30%	11.3x	16.00%	2.30%	25.4x
Target	US	12,458.10	3.80%	9.30%	10.6x	4.70%	3.80%	18.7x
Wal-mart Stores	US	65,959.40	2.80%	6.50%	12.4x	2.40%	2.80%	23.4x
PROMEDIO EUA		104,484.30	4.30%	6.20%	13.7x	4.20%	2.80%	25.5x
SMU	CL	212.7	4.60%	7.60%	9.2x	24.80%	1.90%	14.2x
Cencosud	CL	744.7	-7.70%	6.40%	10.3x	-23.40%	0.40%	14.0x
Atacadao Distribuicao	BZ	1,690.70	16.10%	8.10%	8.1x	50.20%	3.50%	16.8x
Exito	CO	407.5	-7.50%	7.50%	7.5x	28.70%	0.70%	17.1x
PROMEDIO LATAM		3,055.60	6.30%	7.60%	8.6x	27.60%	2.20%	16.0x
Walmex	MX	9,397.70	8.90%	10.90%	12.9x	6.90%	6.00%	22.4x
Chedraui	MX	243.7	3.20%	6.70%	6.6x	15.40%	2.00%	10.5x
La Comer	MX	237.8	12.20%	8.90%	10.6x	15.20%	5.70%	27.1x
PROMEDIO MEXICO		9,879.20	8.10%	10.70%	12.7x	7.30%	5.90%	22.2x
Soriana	MX	405.3	4.00%	7.60%	7.0x	6.30%	2.40%	9.8x

Fuente: Bloomberg

La emisora presenta un Margen Ebitda superior al de sus pares en Estados Unidos, y similar al de sus competidores en Latinoamérica. Sin embargo, es menor al observado en las empresas minoristas de México.

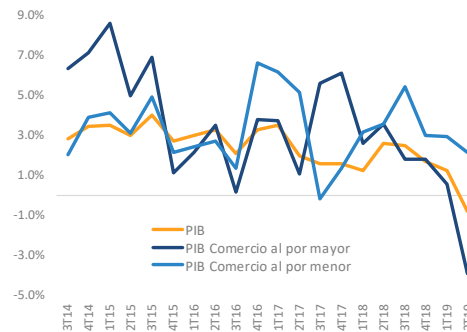
Un Sector En Desaceleración

Entre 2014 y 2018, el PIB del Sector Comercio al por menor registró un avance promedio de 3.1% vs 2.6% del PIB Nacional.

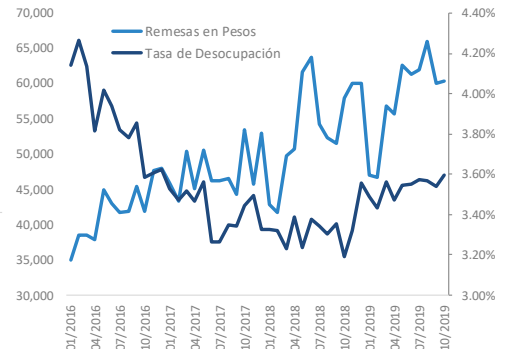
Durante los últimos años, el crecimiento del PIB en México se ha venido desacelerando; sin embargo, hasta el primer semestre de 2018, el desempeño del Sector Comercial presentó un buen dinamismo. No obstante, en los últimos 12 meses hemos observado una tendencia de menor crecimiento en el PIB del Comercio Minorista. Además, la Tasa de Desempleo ha incrementado desde octubre de 2018, pasando de 3.20% a 3.59% al mes de octubre 2019, por lo cual consideramos que los consumidores han tomado una postura más precavida, postergando en algunos casos las compras de Bienes durables o que impliquen un mayor desembolso; lo cual no ha logrado ser compensado por el desempeño positivo que han mostrado las Remesas, el incremento de los Salarios Reales y una Inflación controlada.

En general, el sector Consumo podría presentar alzas más moderadas durante 2019 y 2020, ya que las perspectivas del PIB son conservadoras, con estimados de 0.1% y 0.8% para 2019 y 2020 respectivamente.

PIB Nacional vs PIB Comercio



Remesas en MXN y Tasa de Desocupación



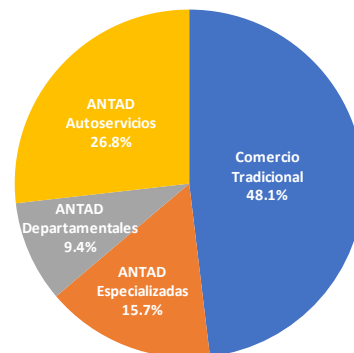
Fuente: Monex con información de INEGI

Cabe agregar que, en el 1T19, el Comercio Mayorista presentó una caída (-3.98%) por primera vez desde el 2013. Asimismo, la ANTAD ha mostrado un menor ritmo de crecimiento desde el último trimestre de 2018, en donde las VTT han crecido 7.4% en lo que va de 2019, lo cual se compara negativamente con la TCAC de 2014 a 2018 de 8.3%. Lo anterior, consideramos que se relaciona principalmente con un cambio en los hábitos de compra entre los consumidores mexicanos, que se podrían haber trasladado a la economía informal, debido al cambio de política de la dispersión de vales sociales del Gobierno Federal, que anteriormente se debían utilizar en comercios formales, y que actualmente se puede retirar efectivo para usar dicho beneficio en comercios informales. Por consiguiente, creemos que la moderación en el crecimiento del Sector Comercial Formal podría continuar hacia finales de año, en tanto dichos indicadores económicos, no muestren una mejora.

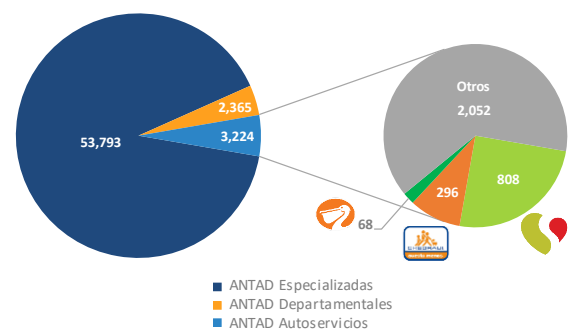
Pese a que las remesas han mantenido un buen ritmo de crecimiento desde principios de año, esto no se ha visto reflejado en las Ventas del Sector Comercial en México.

El Sector Comercial en México es el de mayor participación en el PIB de México, aportando 19.9% del Total durante 2018; y de este porcentaje, la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) representa el 18.9%, lo cual es equivalente al 3.8% del PIB Nacional. La ANTAD, agrupa a 106 cadenas comerciales que en conjunto cuentan con 55,030 tiendas y una capacidad instalada de 28.7 millones de m². Cabe recordar que, desde enero de 2019, Walmart dejó de pertenecer a dicha asociación.

Ventas Nacionales al Menudeo 2018



Participación por Número de Tiendas ANTAD



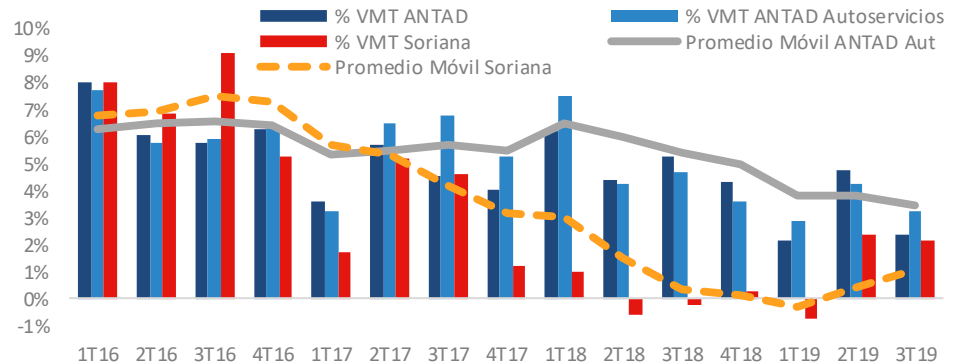
La ANTAD proyectó para 2019 un crecimiento de 3.1% y 6.3% para las Ventas Mismas Tiendas y Ventas Tiendas Totales respectivamente.

Fuente: Monex con datos de ANTAD y empresas el sector Autoservicio.

Las VTT de Antad han presentado una TCAC de 2014 a 2019 de 8.1%.

En lo que va de 2019, las Ventas Mismas Tiendas (VMT) y las Ventas Tiendas Totales (VTT) de ANTAD han reportado un crecimiento de 3.2% y 7.4% respectivamente, ligeramente por encima de sus propias proyecciones de alzas en VMT y VTT de 3.1% y 6.3% en ese mismo orden. Cabe señalar que el avance a Unidades Iguales se vio impulsado mayormente por el aumento de Mercancías Generales de 3.7%, y en menor medida por los incrementos de 3.2% y 1.3% de Abarrotes (Supermercado) y Ropa y Calzado respectivamente.

VMT Soriana vs VMT ANTAD y ANTAD Autoservicios



Fuente: Monex con información de ANTAD y Soriana.

De acuerdo con Kantar, las Tiendas de Descuento podrían representar en 2025 el 13.4% del Retail a nivel mundial, lo que representa un aumento respecto al 10.6% que pesaba en 2018.

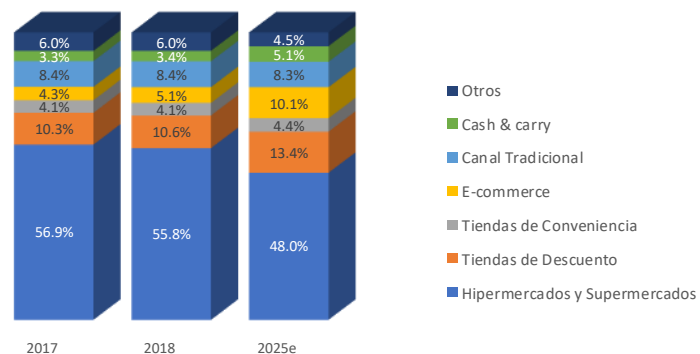
Nuevas Tendencias, en un Renovado Sector

A nivel mundial, el sector *retail* ha vivido algunas transformaciones durante los últimos años. Una de las más importantes es la tendencia hacia el "Omnicanal", con la que se pretende mantener un desarrollo constante y sostenible en el consumo masivo. De acuerdo con Kantar, durante 2018, los tres canales con mayor crecimiento a nivel mundial son: 1) e-commerce (+20.3%); 2) Tiendas de Descuento (+5.7%); y 3) Cash & Carry (+5.4%).

Cabe mencionar que pese a que el e-commerce aún tiene poca participación de mercado (5.1% a nivel global y 0.1% en Latinoamérica), consideramos que hacia los siguientes años seguirá siendo de los Canales que presente mayor crecimiento a nivel mundial. En línea con lo anterior, Kantar estima que para 2025 el e-commerce podría representar el 10.1% del *retail* a nivel global, mientras que los Hipermercados/Supermercados podrían disminuir su participación de mercado a 48.0% desde 55.8% actual. No obstante, en México la penetración aún sigue siendo baja, debido a diversos motivos. En primer lugar, destaca que, pese a que los mexicanos cada vez contamos con mayor conectividad a internet, aún prevalece una cierta desconfianza a compartir datos personales y bancarios en sitios web. Por otra parte, el poco acceso a tarjetas de crédito para la mayor parte de la población limita también las compras en línea.

Participación de Mercado a Nivel Mundial por Canal Actual y Estimada

La participación del e-commerce en Latinoamérica (0.1%) aún es muy inferior al promedio global (5.1%), por lo que aún tiene un amplio potencial de crecimiento.



Fuente: Monex con información de Kantar Worldpanel

El área de ventas actual de Soriana (4,145,184 m²), es similar a la superficie que ocupa el estado de Tlaxcala.

Soriana tiene presencia en las 32 entidades federativas de la República Mexicana, y se localiza en 280 municipios del país.

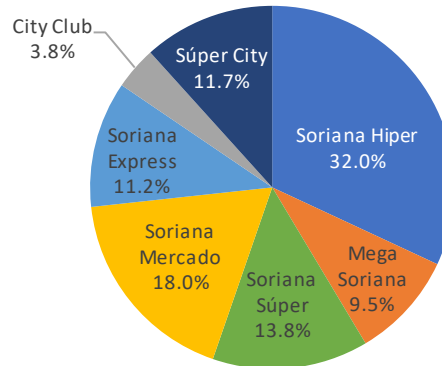
La marca "Mega Soriana" surgió de la necesidad de migrar algunas de las tiendas adquiridas a Comercial Mexicana (aproximadamente el 60.0%), tras el vencimiento del uso y derechos de la marca "Comercial Mexicana", así como el uso del logo del "Pelicano", en junio de 2018.

El 39.0% de las tiendas de la emisora se ubican en el Norte del país, el 43.0% en la región Centro, y el restante 18% se encuentran en el Sur de México.

Soriana: Un Retailer Multi-Formato

Soriana, es una empresa mexicana que participa en el Sector de Comercial, colocándose como el segundo competidor más relevante dentro de dicho sector (por participación de mercado), y como el retailer de origen mexicano más grande del país. Al 3T19, la emisora cuenta con 810 tiendas de las marcas Soriana Híper, Soriana Súper, Soriana Mercado, Soriana Express, Mega Soriana y City Club, que representan 4,145,184 m² de área de ventas. Además, Soriana opera 107 Tiendas de Conveniencia de la marca Super City, operadas bajo un esquema de tiendas propias.

Participación Actual por Marca en cuanto a Número de Tiendas



Fuente: Monex con cifras de Soriana.

Cabe señalar que, a través de los 7 formatos de tienda mencionados previamente, la compañía participa en los esquemas de venta al mayoreo, medio mayoreo y menudeo. Asimismo, la empresa tiene 14 Centros de Distribución, gracias a los cuales logra satisfacer las necesidades de productos de cada una de las tiendas que opera; por medio de su cadena de suministro, que cuenta con una distribución centralizada, con la que buscan optimizar el abasto oportuno de los productos en las tiendas. Adicionalmente, Soriana planea realizar inversiones tecnológicas para que, en el mediano plazo, las Ventas de Comercio Electrónico mantengan un nivel relevante. A mayor detalle, la compañía busca desarrollar el sitio web Soriana.com y las aplicaciones móviles para ofrecer un catálogo más extendido de las distintas categorías de producto a sus clientes.

Formatos de Negocio de Soriana				
Formatos	Número de Tiendas al 3T19	Área de Ventas Promedio	Tipo de Formato	SKUs Promedio
Soriana Híper	293	7,000 m ²	Hipermercados localizados en ciudades con una población de al menos 150,000 habitantes. Cuentan con una galería comercial formada por 40 o 50 pequeños locales que la empresa renta a terceros.	45,000
Soriana Súper	127	2,500 m ²	Tiendas enfocadas en atender consumidores de ingresos medios y altos, con una variedad más selecta y con mayor atención al servicio al cliente.	Entre 15,000 y 20,000
Soriana Mercado	165	Entre 4,500 m ² y 5,000 m ²	Tiendas ubicadas en ciudades con menos de 100,000 habitantes y áreas populares, en ciudades donde no es posible ubicar un hipermercado. En este formato, la empresa ofrece una opción de compra a precios bajos y promociones.	20,000
Soriana Express	103	1,500 m ²	Tiendas enfocadas en atender a poblaciones de hasta 50,000 habitantes, con un nivel socioeconómico medio y medio-bajo; ofreciendo un surtido eficiente, optimizando el piso de venta.	5,000
Mega Soriana	87	8,500 m ²	Hipermercados adquiridos de Comercial Mexicana.	60,000
City Club	35	8,000 m ²	Tiendas enfocadas a familias de alto volumen de consumo y a clientes institucionales (hospitales, hoteles, restaurantes y pequeños comerciantes) mediante el uso de membresía. Operan bajo el esquema de grandes volúmenes de compra y bajos márgenes de comercialización.	5,000
Súper City	107	Entre 80 m ² y 100 m ²	Tiendas de conveniencia, con un horario amplio de servicio.	1,800

Fuente: Monex con datos de la empresa.

Soriana atiende a aproximadamente 13 millones de personas a la semana, equivalentes a 4.4x la población de Coahuila, Estado en donde se abrió el primer negocio llamado "La Soriana".

Las Tiendas Sodimac tienen un piso promedio de ventas de 11,200m², y a la fecha se cuenta con 3 unidades de dicha marca operando en el país.

Debido a que aún continúan las remodelaciones de algunas Tiendas, algunas de estas podrían permanecer cerradas durante 2020, por lo cual únicamente estamos considerando 4 aperturas para dicho periodo.

Para los próximos 5 años, Soriana podría presentar una TCAC en Número de Tiendas de 0.5%.

La estrategia de Soriana es multi-formato y multi-canal, la cual les permite ofrecer a sus clientes, distintas opciones de tienda que cubran sus diferentes necesidades de consumo; atendiendo a consumidores de distintos niveles socioeconómicos y de diferentes regiones geográficas de México. Además, la emisora, busca ofrecer la mejor experiencia a los compradores, por medio de una operación eficiente y rentable. En relación con lo anterior, la empresa cuenta con un "Proyecto de Transformación", dentro del cual destaca el programa de "La Mejor Tienda de México", el cual consiste en mejorar y actualizar los procesos operativos de las tiendas para que ofrezcan una mejor experiencia de compra a los clientes. Dichos esfuerzos se centran en ofrecer a los consumidores: 1) disponibilidad de línea de cajas de acuerdo con la demanda; 2) productos bien señalizados y con el precio correcto; 3) reducción de faltantes en anaquel; y 4) tiendas más ordenadas y limpias.

Vale la pena recordar que, en julio de 2016, Soriana firmó un acuerdo de asociación con Grupo Fallabella (empresa de origen chileno, líder en el sector *retail*), para desarrollar un negocio bajo el nombre de Sodimac. Dicho negocio consiste en tiendas de una superficie promedio de 11,200m², en la que se ofrecen productos y servicios para el mejoramiento y decoración del hogar, a través de los formatos Homecenter y Constructor. Adicionalmente, las empresas tienen una unidad de negocio, que se enfoca en otorgar financiamiento mediante la tarjeta Falabella-Soriana; en donde ya cuentan con más de 150 módulos de atención en 9 estados del país, en los cuales durante 2018 se originaron más de 126,000 mil cuentas nuevas, que suman una Cartera Total de 225,000 clientes.

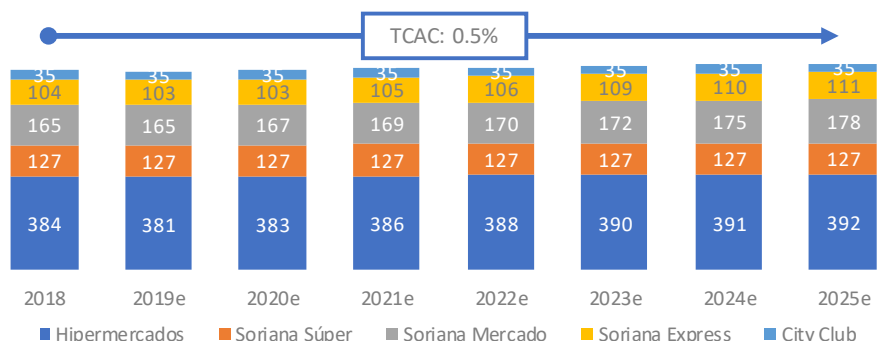
Por otra parte, las Marcas Propias han cobrado cierta relevancia dentro de las empresas relacionadas al Retail, ya que además de permitirles ofrecer productos a un precio más competitivo a sus clientes, gracias a estos pueden presentar mejoras a nivel rentabilidad, debido a que les representan mejores Márgenes. Derivado de lo anterior, Soriana cuenta con 18 Marcas Propias, que producen a través de más de 400 proveedores activos.

Crecimiento Moderado Hacia Los Próximos Años

Para 2020, estimamos que Soriana presentará un crecimiento en Ingresos y Ebitda de 2.0% y 4.0% respectivamente vs 2019e. El alza en Ingresos provendría principalmente del desempeño de las Ventas Mismas Tiendas, las cuales podrían incrementar 1.8%. Asimismo, esperamos la incorporación 4 tiendas. Por otra parte, estimamos que los Márgenes Operativo y Ebitda se ubicarán en 5.7% y 7.8% hacia finales de 2020, implicando ligeras expansiones de +20pb respecto 2019e, las cuales podrían deberse a una disminución en los Gastos Operativos. Además, calculamos que la Utilidad Neta podría crecer 6.3% en 2020, implicando un alza de +10pb del Margen Neto, el cual podría situarse en 2.0%.

Para los próximos 5 años, la empresa podría presentar una TCAC en Ingresos y Ebitda de 1.8% y 3.7% respectivamente, en dónde las VMT podrían crecer 1.6% en promedio anualmente. Además, estimamos la incorporación de 32 tiendas durante el mismo periodo, lo que implicaría incrementos promedio anuales de aproximadamente 0.6% en el piso de Ventas; alcanzando 843 unidades de sus distintos formatos. Por otro lado, consideramos que los Márgenes Operativo y Ebitda podrían situarse en 2025 en 6.4% y 8.5% respectivamente, implicando mejoras de +90pb en ambos rubros vs 2019e; lo cual podría lograrse, gracias a las sinergias en temas logísticos, tras la finalización de la consolidación de las tiendas adquiridas a Comercial Mexicana.

Estimado de Número de Tiendas por Formato



Fuente: Estimados Monex.

Tras la adquisición de las tiendas de Comercial Mexicana, la razón de apalancamiento DN/Ebitda de Soriana se elevó a 3.9x al 1T16.

En 2017, la emisora estimaba que para 2019 su razón DN/Ebitda se ubicaría por debajo de 1.0x, sin embargo, dicha meta no se alcanzó debido a la reestructura que tuvieron que hacer en las tiendas para lograr un mayor nivel de eficiencia.

Consideramos que las principales métricas de rentabilidad de la compañía podrían mejorar hacia los próximos años, tras las sinergias de su red logística.

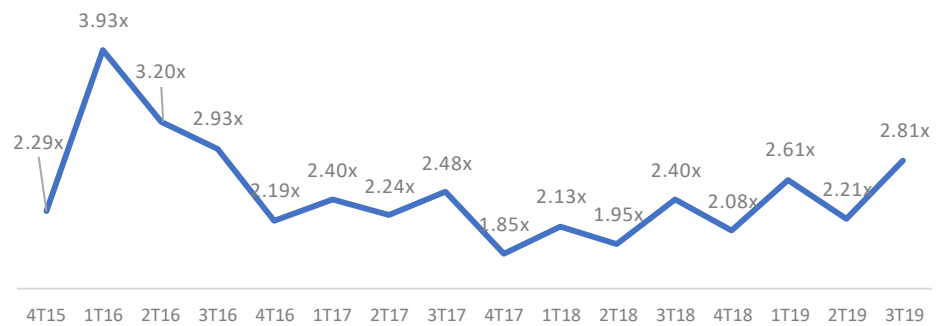
Cerca del 71.0% del inventario de Soriana lo envían sus proveedores a sus Centros de Distribución.

Apalancamiento Elevado Por Crecimiento

Soriana cuenta con una razón DN/Ebitda de 2.8x, la cual se encuentra por encima de sus pares en EUA, Latinoamérica y México (1.4x, 2.0x y 0.6x respectivamente). Cabe mencionar que las empresas del sector Minorista suelen contar con razones de apalancamiento muy bajas, e incluso negativas, debido a que cuentan con una generación de flujo suficiente para financiar su crecimiento orgánico. No obstante, en el caso de Soriana, su apalancamiento se elevó tras la adquisición de las tiendas de Comercial Mexicana. Al 3T19, la Deuda con Costo de Soriana suma \$33,046 mdp y el 100% se encuentra denominada en pesos mexicanos y a Tasa Variable.

Asimismo, de acuerdo con nuestros estimados, la razón DN/Ebitda de la emisora podría situarse en 2.4x hacia finales de 2020. Vale la pena aclarar que en caso de que surja algún deterioro en el Ebitda o continúe el incremento en la Deuda con Costo, la DN/Ebitda se podría elevar a niveles cercanos a 3.0x, lo cual eventualmente podría impactar negativamente la métrica de la Cobertura de Intereses, afectando también la valuación de la empresa y el Costo de la Deuda.

Razón de Apalancamiento DN/Ebitda de Soriana



Fuente: Monex con cifras de Soriana.

En términos de rentabilidad, la compañía tiene métricas inferiores a las de sus comparables nacionales e internacionales, lo cual consideramos que está relacionado a que desde 2017, la empresa ha venido cerrando unidades, como parte de un Programa de Eficiencia Operativa en su Plataforma de Tiendas, con la finalidad de eficientar su plataforma mediante la diversificación de formatos y reducir los gastos operativos hacia los próximos años. Sin embargo, creemos que dicho programa podría continuar impactando las principales métricas de rentabilidad de la empresa durante 2020. Por otra parte, la razón ROIC/WACC de la empresa (0.6x), también se ubica por debajo de lo observado en sus pares a nivel mundial, en línea con lo mencionado anteriormente; no obstante, creemos que conforme mejore el desempeño de las tiendas, la empresa podría alcanzar un nivel que resulte más atractivo para los accionistas.

Comparativo Sectorial										
Empresa	Pais	DN/Ebitda	AT/PT	PT/CC	AT/CC	ROE	ROA	ROIC	ROIC/WACC	
Costco Wholesale	US	-0.4x	6.7	0.4	3.0	26.8%	8.7%	18.0%	2.4	
Pricesmart	US	-0.1x	13.3	0.1	1.6	9.5%	5.9%	8.8%	1.2	
Target	US	1.8x	3.1	1.2	3.9	28.6%	7.4%	14.0%	2.2	
Wal-mart Stores	US	2.0x	4.0	0.7	2.9	19.9%	6.1%	10.6%	1.8	
PROMEDIO EUA		1.4x	4.6	0.7	3.0	22.6%	6.9%	12.8%	2.0	
SMU	CL	1.7x	2.1	1.4	2.9	6.7%	2.3%	11.9%	1.2	
Cencosud	CL	5.5x	2.7	0.9	2.5	-0.5%	-0.2%	-2.3%	-0.3	
Atacadao Distribuicao	BZ	0.7x	9.7	0.3	2.7	13.1%	4.8%	14.1%	1.4	
Exito	CO	1.4x	9.3	0.4	3.4	-3.8%	-0.5%	7.1%	1.7	
PROMEDIO LATAM		2.0x	7.4	0.5	2.7	7.1%	2.7%	9.0%	1.0	
Walmex	MX	0.5x	6.0	0.3	2.1	24.6%	12.3%	21.5%	2.2	
Chedraui	MX	1.6x	2.4	1.3	3.2	6.0%	2.2%	6.4%	0.8	
La Comer	MX	-0.2x	18.9	0.1	1.3	5.2%	4.3%	4.7%	0.5	
PROMEDIO MEXICO		0.6x	6.3	0.4	2.1	23.7%	11.8%	20.7%	2.1	
Soriana	MEX	2.8x	3.4	0.7	2.3	5.4%	2.4%	5.2%	0.6	

Fuente: Bloomberg

Aproximadamente el 38.0% del personal de la compañía es sindicalizado.

De los 97,154 colaboradores que tenía la empresa a finales de 2018, el 48.0% eran mujeres; aunque únicamente el 0.51% tienen un puesto a nivel directivo.

El origen de Soriana se remonta al año 1920, cuando la familia Martín Borque, proveniente de Soria, España, estableció un negocio de venta de telas en la ciudad de Torreón, Coahuila.

Gracias a sus distintos formatos de tienda, Soriana alcanza a todos los segmentos poblacionales.

Riesgos

Entre los principales factores de riesgo que podrían afectar nuestras expectativas de Soriana se encuentran:

- **Riesgos Económicos:** Condiciones económicas adversas en México tales como un menor nivel de empleo, altos niveles de inflación o la depreciación del tipo de cambio podrían afectar el poder adquisitivo de las personas y con ello el nivel de ventas de la empresa.
- **Competencia:** Al participar en una industria que se caracteriza por ser altamente competitiva, la inclusión de nuevos competidores o un crecimiento acelerado de los mismos, en tiendas físicas y en canales electrónicos, podría afectar el desempeño de la empresa.
- **Leyes y Normas:** Leyes de competencia podrían limitar la capacidad de expansión de la empresa mediante fusiones y/o adquisiciones, o por medio de la apertura de nuevas unidades.
- **Desastres Naturales y Eventos Geopolíticos:** Podrían generar daños físicos en las tiendas, implicando gastos adicionales extraordinarios por necesidades de remodelación o surtido. Asimismo, las ventas podrían disminuir, por el cierre total o parcial de las tiendas impactadas.
- **Menor Lealtad en los Consumidores:** Una menor lealtad por parte de los clientes podría disminuir el tráfico en las tiendas, impactando directamente sus Ventas.
- **Comunicación Área de Finanzas y Relación con Inversionistas:** Debido a que la comunicación con el área de Relación con Inversionistas no siempre es posible, consideramos que es un riesgo, al no poder tener claridad de la estrategia de la empresa.
- **Potencial Baja en la Calificación de su Deuda:** Consideramos que un consistente deterioro en los niveles de apalancamiento ajustado por rentas por encima de 3.0x, podría implicar eventualmente una disminución en la calificación crediticia de la empresa.

Otros

Otros puntos importantes de destacar son:

- La apertura de su primer centro comercial fue en 1968, en la ciudad de Torreón, Coahuila.
- Las acciones de Soriana comenzaron a cotizar en la BMV desde en 1987 a un precio ajustado de \$3.6, lo que resulta en un rendimiento histórico de 621.8%.
- Los principales accionistas son la familia Martín Bringas y Martín Soberón que cuentan con el 57.3189% y el 28.8885% del capital de Soriana respectivamente; mientras que alrededor del 10.0% de las acciones de la emisora cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.
- Por el momento, Soriana no cuenta con una Política de Pago de Dividendos establecida; y la última vez que realizó un pago de dividendos fue en 2013 por un monto de \$0.3888 por acción.

Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2018	2019e	2020e	% 2020e
Ingresos Totales	\$153,475	\$154,873	\$158,009	2.0%
Resultado operativo	\$8,070	\$8,517	\$8,940	5.0%
Depreciación Operativa	\$2,816	\$3,310	\$3,360	1.5%
Ebitda	\$10,886	\$11,827	\$12,299	4.0%
Utilidad Neta	\$3,605	\$2,980	\$3,169	6.3%
Margen Ebitda	7.09%	7.64%	7.78%	+14pb
Margen Neto	2.35%	1.92%	2.01%	+8pb

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Miles de pesos)	2018	2019
Activo Total	\$132,968	\$147,638
Activo Circulante	\$42,143	\$46,200
Activo No Circulante	\$90,825	\$101,439
Pasivo Total	\$71,024	\$81,624
Pasivo Corto Plazo	\$42,117	\$43,941
Pasivo Largo Plazo	\$28,907	\$37,684
Capital Contable	\$61,945	\$66,014

Fuente: Estimados Monex

Directorio

Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	rgonzalez@monex.com.mx
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	jquirozz@monex.com.mx
Marcos Daniel Arias Novelo	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 4186	mdariasn@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. 5231-0200 Ext. 0710	bjcolinf@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguez1@monex.com.mx
María José Romo Rodríguez	Analista Bursátil Jr.	T. 5230-0200 Ext. 0683	mjromor@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	casalinag@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, fungen 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, podrán proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen