

VOLARIS: Inicio de Cobertura

24 de Junio de 2019

Brian Rodríguez Ontiveros

- Iniciamos Cobertura de Volaris con una Recomendación de Compra.
- Nuestro PO es de \$23.0 para finales de 2019
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 20.3% para finales de 2019.

Volaris, la nueva Aerolínea líder en Tráfico de Pasajeros en México

Estamos Iniciando la Cobertura de Volaris con una recomendación de Compra y un Precio Objetivo (PO) de \$23.0 para finales de 2019. Para este año estimamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitdar de 21.7% y 17.5% respectivamente. Dichos resultados consideran un aumento en el Tráfico de Pasajeros de 20.4%, el cual contempla un crecimiento a nivel Nacional e Internacional de 22.1% y 13.4% respectivamente, y un incremento en la Tarifa Promedio Ponderada de +1.2%. En cuanto al Margen Ebitdar, esperamos que éste se ubique en 22.8%, un nivel que implicaría una ligera expansión de +70pbs respecto a 2018, debido principalmente a una base comparable fácil al considerar en el año previo un aumento importante en los Gastos de Combustible de 39.7%.

La Aerolínea de más Bajo Costo más Importante en el País

En la actualidad, Volaris es la aerolínea con mayor Tráfico de Pasajeros en México. En los últimos 12 meses, la empresa ha presentado un Tráfico Total de Pasajeros de 19.9 millones (+17.2%), de los cuales el 80.9% es Tráfico Nacional y el 19.1% restante son Pasajeros Internacionales. En México, la emisora representa del Total de Tráfico de Pasajeros Nacionales e Internacionales el 32.0% y 6.4% respectivamente. A nivel de Rutas, la empresa cuenta con 173 rutas disponibles, de las cuales 96 son Nacionales y las 77 restantes son Internacionales (distribuidas en 69 complejos en el mundo)

Aterrizamos las Principales Estrategias de Volaris

Dentro de las diversas estrategias de Volaris, destacamos las siguientes: **1) Fortalecer su modelo de negocio de Tarifa y Costo Bajo (Gasto Operativo / Asiento Disponible por Milla)**, el cual le ha permitido contar con una mayor participación en el mercado local (32.0% actual), así como realizar la apertura de nuevas rutas (173 conexiones); **2) Desarrollar en conjunto con los Grupos Aeroportuarios Nacionales nuevas rutas**, hacia los principales complejos en el país, así como hacia los aeropuertos de tamaño medio en México; **3) Incrementar su capacidad operativa Punto a Punto**, la cual al no considerar un “Hub” como punto de partida, le ha permitido generar nuevas rutas desde distintos puntos de salida; **4) Personalizar el Vuelo**, lo cual le ha permitido a la emisora ofrecer nuevos servicios a los clientes a través del programa “Tú Decides”, lo que eventualmente ha impulsado “Otros Ingresos” no relacionados con la Tarifa de Vuelo; **5) Incrementar y modernizar su flota de aeronaves AirbusNEO**, las cuales le han permitido a la empresa generar un ahorro de combustible entre el 16.0% y 18.0%, particularmente en el 22.0% de las aeronaves; y **6) Optimizar el uso de la tecnología**, lo cual le permite identificar una mayor ganancia por asiento, un mejor factor de ocupación y rutas más rentables.

Se Mantiene el Vuelo en el Sector Aéreo.

En 2019, pese a existir un entorno de una posible desaceleración económica mundial, nos gustaría destacar que uno de los sectores que reflejaría un contexto defensivo es el Sector Turismo, ya que históricamente a nivel Mundial ha presentado un aumento de 2.0x el PIB Global, mientras que, en los últimos 5 años el sector Turismo en México ha presentado una favorable TCAC de 10.2%, el cual pese a recibir una menor promoción turística ha resultado 3.9x mayor al crecimiento económico en el país. Es importante mencionar que dicho sector genera 58.1 millones de empleos y una contribución al PIB mundial de \$2.4 billones de dólares (equivalente a 2.1x el PIB de México).

Un Apalancamiento Elevado en Volaris

En la actualidad Volaris presenta un elevado nivel de apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitdar se ubica en un nivel de 6.8x, métrica que resulta superior respecto al promedio del Sector Internacional de 2.2x. Cabe señalar que dicho nivel, considera los arrendamientos operativos de las aeronaves de la emisora.

VOLARIS	
Sector Aerolíneas	
<i>Aerolínea Líder en Tráfico de Pasajeros</i>	
Precio Objetivo 2019	\$23.0
Precio Actual	\$19.1
% Rendimiento Estimado	20.3%
Recomendación	Compra

Valuación

Nuestro PO para 2019 es de \$23.0, un nivel que implica un potencial de rendimiento de 20.3%.

Para 2019, estimamos un PO de \$23.0 como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos y por el método de DCF, lo cual nos proporciona un rendimiento de 20.3%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$21.6, asumiendo un crecimiento en el Ebitdar de 17.5% y considerando un Múltiplo FV/Ebitdar Objetivo de 2.5x, un nivel que resulta similar al Múltiplo Promedio observado en los últimos 3 años de 2.4x. Por el método DCF obtenemos un PO de \$24.4, considerando una WACC de 12.4%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 1.05, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo M27 de 7.7%.

FV/Ebitdar de Volaris



Fuente: Bloomberg

Hacia 2019 consideramos que Volaris presenta un favorable crecimiento a nivel de Tráfico de Pasajeros (22.2 millones), la cual resulta 3.0x mayor respecto al promedio local de 5.1%.

Volaris cotiza a un Múltiplo FV/Ebitdar de 1.8x, un nivel que representa un descuento del -25.2% y -40.6% respecto al promedio de los U3a de 2.4x y U5a de 3.0x. Dichos descuentos reflejan un escenario de presión en los márgenes operativos, debido a que en los U3a se ha presentado un incremento promedio en los Gastos de Combustible de 29.2%, un nivel superior respecto al crecimiento promedio de los Ingresos de 15.0%. En contraste a lo anterior, consideramos que la empresa presenta una valuación atractiva, debido a los siguientes factores: 1) Una mejor expectativa en el Tráfico de Pasajeros, la cual pese a considerar una base comparable difícil con crecimientos de doble dígito, resulta hasta 3.0x superior a la de sus comparables Nacionales; y 2) Una actualización en su flota de aeronaves con la tecnología NEO "New Engine Option", las cuales le permitirá a la empresa reducir el uso de Combustible entre el 16.0% y 18.0%, en el 24.0% de la flota. Adicionalmente, Volaris presenta un Margen Ebitdar de 21.4%, un nivel que a pesar de que resulta inferior respecto al promedio de los U5a de 28.6%, éste se ha mantenido superior respecto al promedio de la muestra Nacional e Internacional de 17.9% y 20.3% respectivamente.

Comparativo Sectorial Volaris (mdd)									
Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitdar	Mg Op	Mg Ebitdar	EPS 2019	P/U	PEG
Delta	EUA	34,015	7,787	5.5x	9.7%	20.2%	6.7%	9.1x	0.6x
Southwest	EUA	26,211	4,309	5.7x	9.8%	20.7%	4.5%	11.7x	2.0x
United	EUA	20,788	6,248	5.3x	5.3%	18.8%	11.1%	8.1x	0.5x
American	EUA	12,275	5,525	6.6x	4.8%	15.4%	5.0%	6.5x	0.4x
Alaska	EUA	7,203	1,375	5.8x	2.5%	18.3%	5.7%	13.1x	0.7x
Air Canadá	Canadá	7,891	2,509	3.6x	2.9%	20.7%	3.7%	18.3x	0.6x
JetBlue	EUA	5,200	1,323	4.3x	4.7%	17.2%	1.8%	11.6x	0.8x
Spirit	EUA	3,171	676	6.1x	10.5%	24.2%	5.6%	9.7x	0.5x
Skywest	EUA	3,001	830	6.7x	13.3%	29.6%	6.1%	9.9x	0.9x
Avianca	Colom	465	680	5.2x	2.6%	20.2%	0.1%	10.9x	0.5x
Intl.		12,022	3,126	5.5x	6.6%	20.3%	5.0%	10.9x	0.8x
Aeroméxico	México	639	250	3.5x	-2.4%	17.9%	-1.8%	13.5x	1.9x
Local		639	250	3.5x	-2.4%	17.9%	-1.8%	13.5x	1.9x
Volaris	México	862	63	1.8x	0.4%	21.4%	1.0%	18.3x	1.5x

Fuente: Bloomberg

Volaris presenta un Margen Ebitdar de 21.4%, el cual resulta superior respecto al promedio de sus comparables Internacionales y local de 20.3% y 17.9% respectivamente.

Un Sector Aéreo en Pleno Vuelo

A nivel mundial, el tráfico de Pasajeros considera 4,100 millones de pasajeros (equivalente a 0.5x la población actual en el mundo).

Hacia el año 2020, el Sector Turismo podría presentar un crecimiento cercano al 12.0%, el cual resultará 3.0x mayor al crecimiento económico mundial.

De acuerdo con el World Economic Forum, México se ubica en el lugar 70 de 123 países en Infraestructura Aeroportuaria mundial

En el mundo, se encuentran volando 7,000 aviones promedio al mismo tiempo.

Contexto a Nivel Mundial

En 2019, existe un entorno de una posible desaceleración económica mundial, de hecho, el FMI (Fondo Monetario Internacional) realizó una reducción al crecimiento del PIB Mundial a 3.3% desde 3.5% previo (posibles ajustes adicionales). En lo particular, en México esperaríamos un crecimiento en el PIB de 1.7%, el cual resulta inferior al promedio observado en la última década de 2.5%. Pese al modesto crecimiento económico estimado para este año a nivel global y local, nos gustaría destacar que uno de los sectores que reflejaría un contexto defensivo es el Sector Turismo, ya que éste históricamente ha presentado un aumento de 2.0x el PIB Global. Por su parte, en los últimos 5 años el sector Turismo en México ha presentado una favorable TCAC de 10.2%, la cual ha resultado 3.9x mayor al crecimiento económico en el país. Es importante mencionar que dicho sector genera 58.1 millones de empleos y cuenta con una contribución al PIB mundial de \$2.4 billones de dólares (equivalente a 2.1x el PIB de México).

Describiendo el Vuelo del Sector Aéreo

De acuerdo con la OACI (Organización de Aviación Civil Internacional), en los últimos 5 años el Tráfico de Pasajeros mundial ha presentado una TCAC de 6.3%, el cual considera un Volumen de Pasajeros en máximos históricos con +4,100 millones de pasajeros. Adicionalmente, en los últimos 3 años la **Oferta** de Asientos Disponibles por Kilometro (**ASK's – Available Seat Kilometer**) ha presentado una TCAC de 5.4%, mientras que la **Demanda** de Pasajeros por Kilómetro recorrido (**RPK's - Revenue per passenger kilometers**) ha presentado una TCAC de 7.8%. Considerando tanto la Oferta como la Demanda, el dato a destacar es que el **Factor de Ocupación** promedio ha resultado superior a 80.0%.

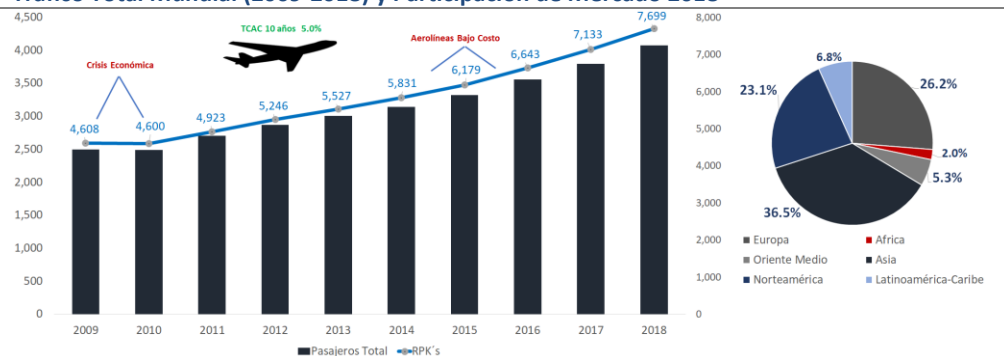
Despegando el Vuelo Hacia Futuro

Hacia el año 2040, se espera que las Aerolíneas Internacionales transporten un total de +10,000 millones de pasajeros, el cual resulta 2.4x mayor respecto al Tráfico de Pasajeros actual. Dicho resultado, consideramos que será impulsado principalmente por un aumento poblacional, particularmente por las generaciones “Millennials” y “Z”, las cuales han modificado la manana de realizar viajes ahora llamados “bleisure” (viaje de negocios y placer), los cuales demandan una mayor flexibilidad y personalización del viaje. Hacia futuro, será importante evaluar las sinergias que resulten de diversos acuerdos aéreos o de alianzas estratégicas de las aerolíneas en el mundo.

Sector Turismo y la Infraestructura Aeroportuaria en México

Durante 2018 en México, el **Sector Turismo** representó el 8.7% del PIB nacional, de los cuales el segmento hotelero representó el 28.3%, los Transportes de Pasajeros el 19.3%, los restaurantes y bares el 15.3%, los bienes el 10.6% y Otros el 23.6%. Hacia futuro, consideramos que el Turismo local presenta retos, debido a un menor apoyo en cuanto a promoción turística por parte del actual Gobierno y la reciente cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México. En cuanto a **Infraestructura Aérea** a nivel mundial, México se ubica en el lugar 15 de 137 países en cuanto a Conectividad Aeroportuaria y en la posición número 70 a nivel de eficiencia en los servicios de transporte aéreo. Un aspecto a considerar en la actualidad, es que dicha infraestructura aeroportuaria presenta un contexto de saturación en el principal complejo del país (AICM).

Tráfico Total Mundial (2009-2018) y Participación de Mercado 2018



Fuente: Monex con información de la SCT.

En la actualidad, los “Millennials” o Generación “X” representan el 20.0% de los viajeros Internacionales.

La ruta de Hong Kong – Taipéi, es la conexión más saturada en el mundo con +22.0 mil pasajeros diarios

En México, los turistas Internacionales por avión (24.3 millones) fueron 2.3x mayor a los turistas que viajaron a través de cruceros.

En la actualidad, la edad promedio de las aeronaves en México es de 8.2 años, cifra que resulta menor a lo observado en los U5a de 10.4 años.

Actualmente 2 de cada 5 personas en México viajan en avión 1 vez al año.

En 2018, México ocupó la 6ta posición en turismo a nivel mundial, superando a destinos como Alemania y Reino Unido.

Aspectos a Considerar en la Industria Aérea

Un aspecto importante a destacar en la Industria Aérea es la Turbosina (combustible de los aviones), la cual se encuentra estrechamente relacionada a los precios del Petróleo (WTI – “West Texas Intermediate”). Adicional al contexto internacional, en México los factores que influyen en el precio de dicho insumo son el incremento en el Tipo de Cambio y un esquema de distribución poco diversificado. Durante 2018 observamos un elevado Precio Promedio del WTI de \$64.9 usd, el cual hacia el año 2019 y 2020 estimamos un ligero ajuste de -7.1% y -1.4% respectivamente vs 2018.

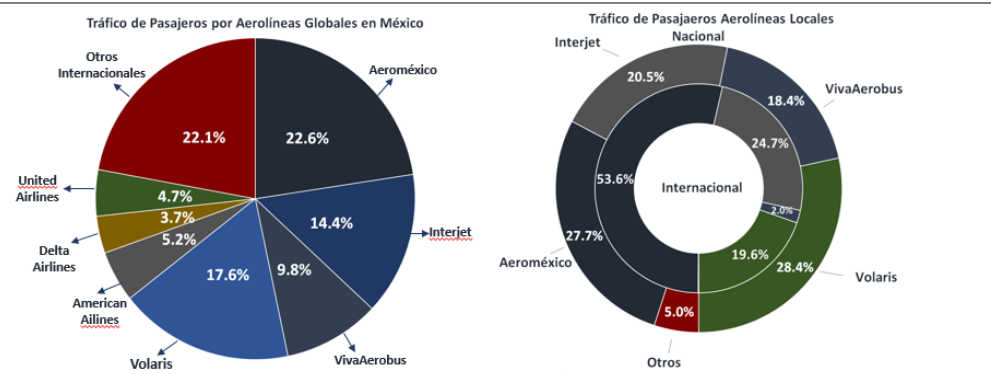
Aerolíneas en el Mundo

En los últimos 15 años, las Aerolíneas en el mundo se han segmentado en 2 diferentes grupos a nivel operativo, en primer lugar tenemos las Aerolíneas Tradicionales, las cuales ofrecen diferentes tarifas de acuerdo con el perfil del cliente, además de asientos más amplios, y en segundo lugar se encuentran las Aerolíneas de Bajo Precio, las cuales **desde nuestra visión** no han resultado de “Bajo Costo”, ya que los incrementos en los precios de la Turbosina no ha permitido una disminución importante a nivel de costos. Durante 2018, las Aerolíneas de “Bajo Precio” transportaron aproximadamente al 30.0% del total de Pasajeros en el mundo.

Describiendo las Aerolíneas en México

Con datos de la SCT (Secretaría de Comunicaciones y Transporte), en 2018 las Aerolíneas Mexicanas presentaron un Tráfico Total de Pasajeros de 64.6 millones, de los cuales Volaris representó el 32.0%, Grupo Aeroméxico el 27.0%, Interjet el 21.5%, Vivaerobus el 15.6% y Otros el 3.9%. Dicho Tráfico, considera por un lado el ingreso de las aerolíneas de Bajo Precio, y por otro lado contempla la salida de diversas aerolíneas en el país (Mexicana en 2010). No obstante, pese a mantener una menor cantidad de aerolíneas respecto a la última década, es importante destacar que el número de oferta de asientos se ha incrementado 3.0x en los últimos 10 años.

Tráfico por Aerolíneas Globales en México y Participación de Aerolíneas Locales en 2018



Fuente: Monex con información de la SCT.

Grupos Aeroportuarios en México

El sector de Aeropuertos en México se divide en cuatro grupos principales, destacando con el 32.6% del Tráfico Nacional al AICM, el 63.3% del Sector Privado (Asur, Gap y OMA), el 2.0% de ASA y el 2.2% de Otros. A nivel de Complejos, de los 66 aeropuertos registrados por la SCT, el 52.0% se encuentran en el sector privado y el 48.0% restante se encuentra en manos del Gobierno. Hacia futuro, visualizamos un desempeño modesto en cuanto a Tráfico de Pasajeros, debido a una base comparable difícil al considerar un volumen de Tráfico de Pasajeros en máximos históricos en México, retos asociados a la cancelación del AICM, un entorno económico complicado, así como una menor inversión a nivel de Infraestructura.

Viajes en Autobús vs Viajes en Avión

En los últimos 10 años, los viajes en avión han presentado un incremento de 68.0%, el cual resulta 3.0x mayor respecto al crecimiento de los viajes en autobús de 21.0%. Dicho incremento en el sector aéreo se ha visto impulsado por la generación de nuevas rutas aéreas, además de una mayor tendencia a realizar viajes de placer. Hacia futuro visualizamos una mayor preferencia de pasajeros por los viajes en avión en lugar de viajes en autobús, derivado de una mejor tarifa en los precios de las aerolíneas respecto a las tarifas de los autobuses.

Aproximadamente 38.0 Millones de Mexicanos no han realizado algún viaje a través de avión. (equivalente al 29.5% de la población total del país).

Aterrizaje Forzoso en el NAIM

En los últimos meses, el actual Gobierno de México anunció la cancelación del NAIM (Nuevo Aeropuerto de la Cd. de México). En respuesta a dicho evento, se propuso la creación de 2 pistas en Santa Lucía y el aeropuerto de Toluca como un factor complementario ante esta medida. Algunos aspectos a destacar de estos complejos son que el **Aeropuerto Internacional de Toluca**, es el 2do mayor operador en el área metropolitana de la Ciudad de México, en la actualidad éste complejo recibe alrededor de 789,081 pasajeros (equivalente al 1.8% del total de pasajeros que recibe el AICM). Pese al volumen actual, dicho aeropuerto cuenta con una capacidad para recibir hasta 8.0 millones de pasajeros al año. En cuanto a la **Base Aérea Militar de Santa Lucía**, destaca como la base más importante para la Fuerza Aérea Mexicana, a través de ella se inician las misiones de apoyo por afectaciones por desastres naturales. Hacia futuro, se estima que dicho complejo cuente con una capacidad de operación de 800,000 vuelos al año (77.0% mayor al dato actual).

Volaris, la Aerolínea con Mayor Tráfico Local

La Aerolínea Líder de Bajo Precio en México

Volaris es la aerolínea líder de Bajo Precio “ULCC” (conocidas como empresas de “Ultra Bajo Costo”) en cuanto a Tráfico de Pasajeros en México, la cual participa en México, EUA y Centroamérica. En 2018, el Tráfico Total de la empresa fue de 18.4 millones de pasajeros, de los cuales el 80.6% fueron Pasajeros locales y el 19.4% restante son de Tráfico Internacional. En la actualidad, en México la emisora representa del Total de Tráfico de Pasajeros Nacionales e Internacionales el 32.0% y 6.4% respectivamente.

Durante 2019, Volaris se ha convertido en aerolínea líder a nivel de tráfico de pasajeros (+8.7 millones de Pasajeros).

Interesante Diversificación de Volaris

Volaris cuenta con una sólida diversificación, de las cuales destacamos las siguientes: 1) **A nivel de Ingresos**, la empresa presenta una participación en Ingresos por Tarifa de 67.7% y en otros Ingresos (Carga, Exceso de Equipaje, Otros) del 32.3%; 2) **A nivel de Rutas**, la emisora cuenta con 173 rutas disponibles, de las cuales 96 son Nacionales y las 77 restantes son Internacionales (distribuidas en 69 complejos en el mundo); y 3) **A nivel de Divisas**, aproximadamente el 60.0% de los Ingresos se encuentran en pesos y el 40.0% restante en dólares (principalmente por Vuelos Internacionales).

La tecnología NEO (“New Engine Option”), reduce el uso de combustible de 16.0% a 18.0%.

Flota de Calidad Mundial

En la actualidad, la empresa cuenta con una flota de 77 aeronaves, la cual en los últimos 10 años ha presentado una TCAC de 13.8%. Cabe señalar que la empresa cuenta con modelos **Airbus**, de los cuales 43 son aviones A320, 12 aeronaves A320neo (“New Engine Option”), 10 aviones A321, 8 aeronaves A319 y 4 aviones A321neo. Hacia el año 2022, la aerolínea estima contar en su flota con 102 aeronaves, lo cual implicaría un aumento respecto a la flota actual de 32.5%, de las cuales se estima que +56.0% presente la tecnología NEO.

Volando a nuevos Mercados

En 2016, la subsidiaria “**Vuela Aviación**” de Volaris inicio operaciones en Costa Rica, la cual se convirtió en la primera aerolínea de “ULCC” en la región de Centroamérica, lo que ha permitido generar sinergias a nivel de tarifas y de nuevas rutas en dicha región. Adicionalmente, en 2018 la emisora firmó un acuerdo de código compartido con la compañía “**Aerolíneas Frontier Airlines**” (EUA), dicho convenio le ha permitido a la empresa crear rutas nuevas hacia EUA, además de mantener un bajo nivel de Tarifas y Costos en dicha región. De hecho, dicha alianza ha impulsado el Factor de Ocupación a nivel de rutas EUA – México en +4.0% respecto al año anterior.

Aproximadamente 1 de cada 10 clientes de Volaris, son viajeros por primera vez.

Importante Factor de Ocupación (RPM’s y ASM’s)

En los últimos 12 meses, Volaris ha presentado un Factor de Ocupación de 84.7%, el cual resulta superior respecto al promedio de las Aerolíneas de ULCC en LATAM de 82.2%. Cabe señalar que dicho factor se ha visto impulsado por una mayor **Demanda de Pasajeros por Milla (RPM’s)**, la cual durante 2019 ha presentado un crecimiento de 16.4%, cifra ligeramente superior a la **Oferta de Asientos Disponibles por Milla (ASM’s)**, la cual durante 2019 ha presentado un aumento de 15.5%.

De acuerdo con Skytrax (empresa de auditoría dedicada al análisis de las Aerolíneas y Aeropuertos), en la actualidad Volaris se ubica en el lugar 8 de las mejores aerolíneas de bajo Costo en Norteamérica.

Levantando el Vuelo con Estrategias Fuertes

Dentro de las diversas estrategias de Volaris, destacamos las siguientes: 1) **Fortalecer su modelo de negocio de Tarifa y Costo Bajo (Gasto Operativo / Asiento Disponible por Milla)**, el cual le ha permitido contar con una mayor participación en el mercado local (32.0% actual), así como realizar la apertura de nuevas rutas (+170 conexiones); 2) **Desarrollar en conjunto con los Grupos Aeroportuarios Nacionales nuevas rutas**, hacia los principales complejos en el país, así como hacia los aeropuertos de tamaño medio en México; 3) **Incrementar su capacidad operativa Punto a Punto**, la cual al no considerar un “Hub” como punto de partida, le ha permitido generar nuevas rutas desde distintos puntos de salida; 4) **Personalizar el Vuelo**, lo cual le ha permitido a la emisora ofrecer nuevos servicios a los clientes a través del programa “Tú Decides”, lo que eventualmente ha impulsado Otros Ingresos no relacionados con la Tarifa de Vuelo; 5) **Incrementar y modernizar su flota de aeronaves AirbusNEO**, las cuales le han permitido a la empresa generar un ahorro en el uso de combustible entre el 16.0% y 18.0%, particularmente en el 22.0% de las aeronaves; y 6) **Optimizar el uso de la tecnología**, lo cual le permite identificar una mayor ganancia por asiento, un mejor factor de ocupación y rutas más rentables.

Eficiencia en Gastos Operativos

En la actualidad Volaris cuenta con el menor **CASM** (Gastos Operativos por asiento milla disponible) en México, el cual se ubica en un nivel de \$6.5/100 USD vs \$7.2/100 USD de Vivaerobus, \$9.2/100 USD de Interjet, \$11.2/100 USD de Aeroméxico, \$10.2/100 USD del promedio de Aerolíneas de ULCC en EUA y \$11.1/100 USD del promedio de Aerolíneas de ULCC de LATAM. Además, la empresa también es líder en cuanto a **CASM excluyendo Combustible**, con un nivel de \$4.1/100 USD vs \$4.5/100 USD de Vivaerobus, \$6.1/100 USD de Interjet, \$8.0/100 USD de Aeroméxico, \$7.7/100 USD del promedio de Aerolíneas de ULCC en EUA y \$7.5/100 USD del promedio de Aerolíneas de ULCC de LATAM. Es importante mencionar que la emisora ha logrado diluir los costos fijos a través de una mayor oferta de asientos disponibles, además de iniciativas internas que le han permitido un ahorro de hasta 3.8 millones de dólares en Gastos de Mantenimiento, Marketing y Rentas.

En los últimos 12 meses, Volaris ha disminuido en 14.6% su nivel de CASM (Gastos Operativos por asiento) a \$4.1/100 USD desde \$4.8/100 USD.

Destinos y Flota de Aeronaves de Volaris



Tabla de Flota de Volaris				
Modelo	# Aviones	Pasajeros	Distancia	Longitud
Airbus / Volaris				
A319	8	110 - 140	6,950 km	33.8 m
A320	41	140 - 170	6,200 km	37.6 m
A321	10	170 - 200	5,950 km	44.5 m
A320neo	14	150 - 180	6,300 km	37.6 m
A321neo	5	180 - 220	7,400 km	44.5 m

El precio de un avión Airbus A320, es de aproximadamente \$100.0 mdd, el cual resulta similar al precio promedio de un avión Boeing 737MAX8.

Fuente: Estimados Monex.

Volaris hacia futuro en el AICM

En la actualidad, la empresa presenta una participación en el total de asientos ofrecidos en el AICM del 14.0%, la cual resulta menor respecto a sus comparables locales como Aeroméxico e Interjet con una participación de 38.0% y 23.0% respectivamente. Hacia futuro, consideramos que se podrían presentar retos importantes en cuanto a la operación de vuelos en el AICM, derivado del elevado nivel de saturación que presenta actualmente dicho complejo, sin embargo, cabe señalar que Volaris es la aerolínea con mayor diversificación a nivel de Hub's, lo que implicaría una menor afectación en la aerolínea respecto al mercado local. (Revisar nota: Cancelación del NAIM <https://bit.ly/2Ppst1B>).

Mercado Potencial Hacia Futuro

Hacia futuro, consideramos los siguientes aspectos de valor en el sector aéreo: 1) Una creciente clase media, la cual se verá impulsada principalmente por la generación millennial, ya que dicho segmento poblacional presenta un poder adquisitivo 40.0% mayor respecto a generaciones anteriores; 2) Una mayor penetración del sector aéreo nacional, el cual presenta un vuelo per cápita de 0.4x, dato que resulta inferior respecto a sus comparables como EUA con un vuelo per cápita superior a 2.0x y similar a la muestra de países en LATAM de 0.4x promedio; y 3) Una importante evolución del sector aéreo, el cual ha presentado una menor estacionalidad en cuanto a vuelos por periodos vacacionales, derivado de una mayor demanda de vuelos de negocio y de viajes express.

El número total de pasajeros de Volaris durante 2018 de 18.2 millones, es equivalente al 14.0% de la población actual en México.

Crecimiento interesante para 2019

Crecimiento importante en Ingresos y Ebitdar

Para 2019 esperamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitdar de 21.7% y 17.5% respectivamente. Dichos resultados consideran los siguientes aspectos; 1) Un incremento en el Tráfico de Pasajeros Total de 20.4%, el cual considera un aumento a nivel Nacional e Internacional de 22.1% y 13.4% respectivamente; y 2) Un aumento en la Tarifa Promedio Ponderado de sus vuelos de +1.2%. Algunos aspectos adicionales a dichos crecimientos, es que en 2019 consideramos un contexto macroeconómico conservador en México y USA, en los cuales estimamos un incremento en el PIB de 1.7% y 2.1%. Además, se estima una flota total de 80 aviones y un escenario favorable en cuanto a la apertura de nuevas rutas.

En 2019, Volaris podría presentar un Margen Ebitdar de 22.8%, el cual resulta superior en +70pbs respecto al año anterior.

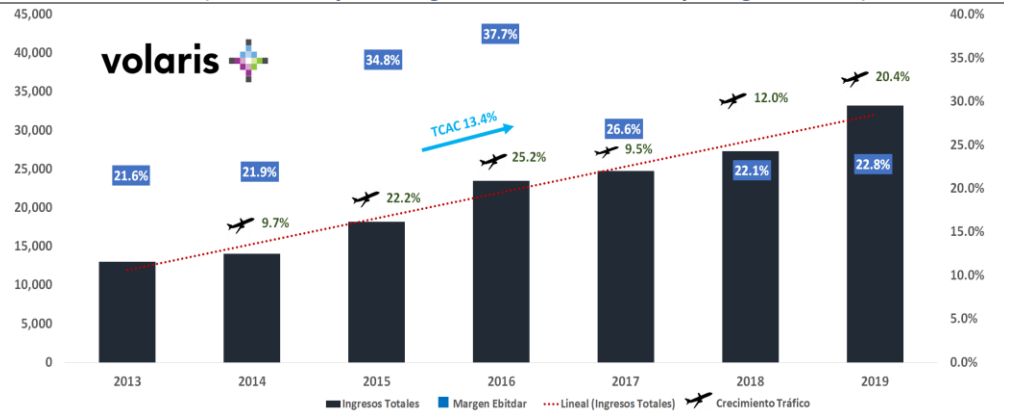
En la actualidad, los Gastos de Operación representan el 95.9% de los Ingresos Totales de la empresa, de los cuales destacamos los siguientes; 1) El **Combustible** (representa el 37.2% del Total de Ingresos), el cual en 2018 presentó un incremento de 39.7%, derivado de un aumento importante en el Costo Promedio del Combustible de 29.2% y un incremento en el consumo de galones de 8.0%; 2) Los **Gastos de Navegación, Aterrizaje y Despegue** (16.7% del Total de Ingresos), los cuales en el año previo presentaron un crecimiento de 14.3%, debido a un mayor número de despegues; 3) Los **Salarios y Beneficios** (11.3% del Total de Ingresos), los cuales en el año anterior presentaron un crecimiento de 10.7%, derivado principalmente del ajuste anual de salarios; y 4) La **Renta de Equipo de Vuelo** (16.8% de los Ingresos Totales), la cual en 2018 presentó un aumento del 4.0%, debido a la incorporación de 6 aeronaves nuevas y 2 motores de repuesto.

En los últimos 5 años, los Ingresos Totales de Volaris han presentado una TCAC de 14.2%

Hacia finales de 2019, esperamos que a nivel de Gastos Operativos se presente una ligera disminución respecto a los últimos años, derivado de una menor volatilidad en cuanto al precio del Petróleo (\$60.5 usd estimado) y un escenario conservador en el Peso Mexicano (\$19.5 estimado).

En cuanto al Margen Ebitdar esperamos que éste se ubique en 22.8%, un nivel que implicaría una ligera expansión de +70pbs respecto a 2018. Si bien, existe un escenario favorable hacia 2019, es importante mencionar que dicho Margen se mantendrá por debajo de los niveles promedio observados en los U3a y U5a de 28.8% y 28.6% respectivamente. Cabe destacar, que en 2016 la emisora presentó un nivel de Margen Ebitdar de 37.7%, el cual resultó el nivel más elevado en la historia de Volaris, dicho Margen se vio impulsado por la caída en el Precio Promedio del WTI de -10.6%. Posterior a dicho periodo, en 2017 y 2018 los márgenes se vieron afectados por el alza en el Precio Promedio del WTI de 49.3%, por lo que considerando lo anterior, y un ligero ajuste en el Precio del WTI hacia finales de 2019, esperaríamos que la emisora presente un escenario favorable a nivel de Rentabilidad Operativa.

Crecimiento 2019 (Tráfico Pasajeros - Ingresos Totales - Ebitdar y Margen Ebitdar)



En los últimos 5 años, el Ebitdar de Volaris ha presentado una TCAC de 14.4%

Fuente: Estimados Monex e información de la emisora

Estructura Financiera de Volaris

Deuda

En la actualidad, Volaris presenta un elevado nivel de apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitdar se ubica en 5.8x vs 3.2x del comparable local.

En la actualidad Volaris presenta un elevado nivel de apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitdar se ubica en un nivel de 6.8x, métrica que si bien resulta superior respecto al promedio Internacional de 2.2x, resulta inferior respecto al promedio Nacional de 9.7x. Respecto a su historia de los últimos 3 años (6.6x), la emisora en la actualidad goza de un menor apalancamiento, derivado de las nuevas políticas contables enfocadas en al Arrendamiento (NIIF 16), las cuales consideramos que hacía futuro no afectarán los resultados de la empresa, debido a que ya se consideraba la Renta de aviones en el Ebitdar. Dicho nivel de Deuda considera los arrendamientos operativos para las aeronaves de la empresa. Además, Volaris presenta un perfil de vencimiento favorable, ya que de la Deuda Total, el 65.6% se encuentra en el Largo Plazo (mayor a 1 año), mientras que, el 34.4% restante se encuentra en el Corto Plazo (menor a 12 meses).

En términos de divisas, cabe señalar que de las obligaciones de Volaris, el 73.0% de la Deuda financiera se encuentra en dólares y el 27.0% restante en pesos. En la actualidad, sólo el 30.0% de las operaciones de la emisora son Internacionales (se cobran en dólares), aunque el dato a destacar es que del Total de los Ingresos de la empresa, aproximadamente el 40.0% se encuentra en dólares. Pese a que los Ingresos en dólares no mantiene la misma proporción respecto a la Deuda en la moneda americana, nos gustaría señalar que del total de los Ingresos generados por Volaris en la divisa verde, la empresa podría cubrir +55.0% de la Deuda en dicha moneda, además, destaca que en periodos de alta volatilidad la emisora cuenta con coberturas sobre el Tipo de Cambio.

En cuanto a la volatilidad en el precio del petróleo, es importante mencionar que la aerolínea cuenta con coberturas de Opciones Asiáticas y Swaps. Dichas coberturas en 2018 representaron del total de Consumo de Combustible el 48.0%. En la actualidad, la emisora ha replicado un modelo de coberturas similar al año anterior, en el cual cuenta con la cobertura del 30.0% del Consumo Total de Combustible estimado hacia finales de 2019.

Volaris presenta un ROIC de 7.7%, el cual resulta inferior respecto al promedio de sus comparables Internacionales de 9.9%.

Rentabilidad

En términos de ROIC, la empresa presenta un nivel de 7.7%, el cual resulta inferior respecto al promedio observado en los últimos 3 años de 8.5%, debido a que en el último año se presentaron altos incrementos a nivel de Costos Operativos y Costos Financieros en la empresa. Otro dato a mencionar es que dicha métrica resulta inferior respecto a los comparables internacionales de 9.9%. Hacia futuro esperaríamos una mejora en la rentabilidad de la empresa, derivado de un menor Costo Integral de Financiamiento respecto al año previo, principalmente por un ligero fortalecimiento en el peso respecto al dólar. En cuanto a dividendos, históricamente Volaris no ha destinado distribución de efectivo a sus accionistas.

Comparativo Sectorial Volaris							
Empresa	País	DN/Ebitdar	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC
Delta	EUA	1.6x	27.6x	1.3	3.8	29.9%	14.5%
Southwest	EUA	0.3x	47.1x	1.6	1.7	25.0%	15.1%
United	EUA	1.8x	11.1x	1.2	4.2	26.9%	11.5%
American	EUA	4.3x	5.3x	1.0	2.8	10.8%	11.7%
Alaska	EUA	1.5x	16.4x	1.4	2.4	15.4%	10.1%
Air Canada	Canadá	1.9x	6.0x	1.1	7.3	5.1%	6.3%
JetBlue	EUA	0.9x	14.8x	1.7	1.4	10.4%	7.5%
Spirit	EUA	2.3x	7.5x	1.4	2.2	16.8%	12.7%
Skywest	EUA	3.7x	6.7x	1.4	2.3	15.1%	7.6%
Avianca	Colombia	4.0x	3.1x	1.2	6.3	-0.5%	2.0%
Internacionales		2.2x	14.6x	1.3	3.4	15.5%	9.9%
Aeroméxico	México	3.7x	2.6x	1.2	5.6	-15.7%	0.5%
Locales		3.7x	2.6x	1.2	5.6	-15.7%	0.5%
Volaris	México	6.8x	0.7x	1.7	1.4	-11.5%	-7.7%

Fuente: Bloomberg

Riesgos

Entre los principales factores de riesgo a considerar para Volaris encontramos:

- Un entorno económico internacional y local desfavorable podría llevar a Volaris a disminuir su crecimiento en el Tráfico de Pasajeros, reflejando menores ingresos.
- Un escenario de altos precios en la Turbosina, podría implicar un incremento en los Gastos de Operación de la empresa.
- La sensibilidad a cualquier incremento en el tipo de cambio podría incrementar los Gastos de Operación y los Costos de financiamiento, lo cual podría afectar el Margen de Operación, ya que el 73.0% de la deuda se encuentra en Dólares.
- La apertura a nuevas aerolíneas implica una mayor oferta de vuelos, lo cual podría impactar negativamente el Tráfico de Pasajeros y las Tarifas de Volaris.
- Advertencias de países extranjeros a sus connacionales para visitar México, debido a un incremento en la inseguridad podría generar una importante migración de turistas hacia otros destinos turísticos y de negocios.
- Una alta dependencia de aviones Airbus, podrían presentar retrasos con las entregas de aeronaves nuevas, lo que implicaría una menor oferta de vuelos.
- Una importante población de trabajadores sindicalizados (78.0% de la emisora), podría implicar problemas operativos en caso de una huelga.
- Las afectaciones por desastres naturales podrían afectar el Tráfico de Pasajeros, debido a daños en la infraestructura y en atractivos turísticos.
- Una posible revocación de la Concesión por parte del gobierno.

Un entorno de volatilidad en el Precio del Combustible, podría reducir las ganancias de la emisora.

Desde su inicio de cotización en 2013, el precio de la acción ha presentado un incremento de 18.8%.

Otros

Los siguientes puntos a destacar para Volaris son:

- La composición accionaria está compuesta por Fondo Indigo (William A. Franke – Socio) con el 15.1%, Blue Sky con el 7.6%, Vanguard Group con el 2.6%, Otros Grupos con el 60.4% y un free Float de 14.3%.
- Desde su inicio de cotización en 2013, el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 18.8%.
- Históricamente, la emisora no ha destinado pago de dividendos a sus accionistas.

Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2017	2018	2019E	2019E
Ingresos Totales	24,790	27,306	33,236	21.7%
Resultado operativo	-37	716	1,248	74.3%
Ebitdar	6,584	6,033	7,090	17.5%
Utilidad Neta	-651	-757	1,168	N/A
Margen Operativo	-0.1%	2.6%	3.8%	1.2%
Margen Ebitdar	26.6%	22.1%	22.8%	0.7%
Margen Neto	-2.6%	-2.8%	3.5%	N/A

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2018	1T19
Activo Total	\$ 22,311	\$ 58,650
Activo Circulante	\$ 9,190	\$ 10,390
Activo No Circulante	\$ 13,121	\$ 48,260
Pasivo Corto Plazo	\$ 9,249	\$ 16,095
Pasivo Largo Plazo	\$ 3,406	\$ 2,674
Pasivo Total	\$ 13,139	\$ 55,026
Capital Contable	\$ 9,172	\$ 3,624

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. 5231-0016 Ext. 0710	bicolinf@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguez1@monex.com.mx
José Enrique Estefan Cassereau	Analista Bursátil Jr.	T. 5230-0200 Ext. 0637	jeestefanc@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, 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.