



ALSEA

ENFOCADA A LA RENTABILIDAD

BX+

INTRODUCIMOS PO'2016, POTENCIAL DE 32.5%

Estamos introduciendo el precio objetivo para finales de 2016 de P\$66.0 con un potencial de 32.5% (vs. 18.8% del IPyC mismo periodo). **Alsea es una emisora FAVORITA.**

CRECIMIENTOS VENTAS Y EBITDA DE DOBLE DÍGITO

Para 2016 esperamos un incremento en Ventas de 12.3% y Ebitda de 15.6%. Dicho resultado se debe a un crecimiento de 7.0% en ingresos por VMT (Ventas Mismas Tiendas) mientras que el 5.3% restante provendrá de 171 nuevas unidades (guía), 156 en México y Sudamérica y 15 en España (Zena) vs. 2,830 actuales.

ENFOCADA A LA RENTABILIDAD

En 2015, Alsea ha registrado sólidos resultados los cuales reflejan la exitosa integración de las operaciones de Vips y Zena adquiridas en 2013 y 2014. Tras dicho proceso, en 2016 el principal enfoque de la emisora continuará siendo el incrementar la rentabilidad al optimizar las operaciones de las empresas adquiridas, mejorar el nivel de crecimiento orgánico (VMT) y des-apalancamiento (DN/Ebitda de 3.2x 2T15 a 2.8x 4T16). El margen mejorará resultado del progreso continuo en la operación principalmente por una mayor dilución de gastos sumado a una estrategia orientada a los formatos de mayor margen.

OTRAS OPORTUNIDADES: VIPS Y ZENA

Esperamos una mayor optimización en Vips (espacios, menú, procesos, conversión de locaciones) y su expansión a otro tipo de ubicaciones (centros comerciales, aeropuertos o hasta extranjero). A ello se suman las buenas expectativas para el mercado en España (Zena) y la implementación de estrategias que mejoren su operación (más detalles pág. 2).

UNA EMPRESA MÁS DIVERSIFICADA (BALANCEADA)

Asimismo, Alsea se está transformando en una empresa diversificada tanto en la parte de operación de restaurantes (marcas, formatos y sectores que atiende) como a nivel geográfico (6 países). En 2016 seguiremos viendo la consolidación de sus marcas en todos los países en donde opera, aumentado su participación de mercado en los mismos y por formato favoreciendo una mezcla balanceada de portafolio (y de ingresos).

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS; TIPO DE CAMBIO

Los costos dolarizados, 25% del total (queso, café y carne) se cubren con anticipación (1 año) mitigando volatilidad. Asimismo, la gran escala les permite garantizar mejores precios.

VALUACIÓN A DESCUENTO A PESAR DE MAYOR CRECIMIENTO

Por múltiplos asumimos conservadoramente un FV/Ebitda de 13x, 16% menor a nuestra muestra de comparables (15.5x), a pesar de que Alsea cuenta con mejor margen y un mayor crecimiento Ebitda para 2016. En el caso del DCF obtuvimos un resultado similar.

FAVORITA
Precio Objetivo '16 P\$ 66.0

RESUMEN

	Empresa	Pond.
Crecimiento	Positivo	✓
Rentabilidad	Positivo	✓
Sector	Positivo	✓
Estruct. Fin.	Positivo	✓
Dividendos	Positivo	
Administración	Positivo	✓
	Valor	Pond.
Valuación	Positivo	✓
Bursatilidad	Positivo	

RENDIMIENTO ESPERADO

	Emisora	IPyC
Precio Actual	49.8	42,861
P. O. 2016	66.0	50,900
Var % (Nominal)	32.5%	18.8%
Diferencia	13.8%	

INDICADORES DE MERCADO

	Emisora
U12M: Min-Max	9.65 – 24.58
Market Cap (P\$ mn)	24,487 3
Free Float	42%

ESTIMADOS / VALUACIÓN / SOLIDEZ

	2014	2015e	2016e
Ventas	22,800	31,187	35,018
Var %	45.1%	36.8%	12.3%
Ebitda	2,793	4,038	4,669
Var %	37.0%	44.6%	15.6%
Mgn Ebitda	12.3%	12.9%	13.3%
Apalanc.	3.6	3.2	2.8

“No hay amor más sincero que el que sentimos hacia la comida”
George Bernard Shaw

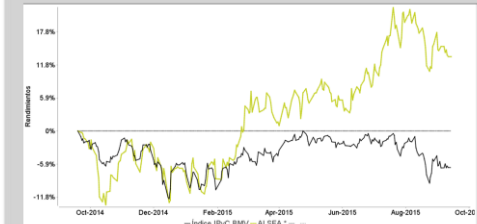
José María Flores B.
jfloresb@vepormas.com.mx
56251500 ext.1451

Septiembre 14, 2015

ESTRATEGIA BX+

PABX+	En IPyC	Condición
5.5%	0.0%	FAVORITA

Alsea vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA



5 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas
para su inversión en Bolsa

MÁS DETALLES DE LO QUE VIENE PARA ALSEA

VIPS, ENFOCADOS A LA OPTIMIZACIÓN

Desde que se concretó la adquisición de Vips (2S14), Alsea se concentró en integrar dicha operación a su plataforma de negocio y en implementar una serie de estrategias enfocadas a incrementar la productividad y rentabilidad de la operación destacando:

- Cierre de aquellas unidades con niveles operativos inferiores a los del promedio o transformaciones a otros formatos y marcas Alsea más adecuados para la zona (ej: la unida en Masaryk, México D.F. se convirtió en P.F Changs).
- Se incorporó el sistema de gestión Alsea.
- Se inició el cambio de imagen buscando ampliar mercado objetivo (atraer jóvenes).

Para 2016 vemos un mayor enfoque en dichas estrategias y la posibilidad de utilizar el espacio dentro de algunas de las unidades más grandes para incorporar otros formatos (Starbucks es el ejemplo más claro). Consideramos que dicho enfoque en la rentabilidad pudiera ser altamente benéfico para Alsea reflejándose en el margen consolidado debido al gran aporte de Vips dentro del Ebitda (19% al 2T15).

VIPS CON OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

Asimismo, se aprovecharán las oportunidades que presenta Vips entre las que destacan:

- Incrementar presencia en centros comerciales.
- Expandirse a Aeropuertos.
- Exportar la marca a EUA y Latinoamérica (mediano a largo plazo) con relativa facilidad dada la gran fortaleza y reconocimiento de la marca.

OPORTUNIDADES DENTRO DE ZENA

A pesar de que la administración de Zena ya es altamente eficiente y se han visto resultados mejores a los estimados durante el 1T15 y 2T12 en VMT mientras se mantienen niveles operativos durante la actual situación por la que atraviesa España, existen oportunidades de incrementar la rentabilidad de dicha operación.

- Implementación de estrategias que incrementen el tráfico de usuarios y ticket promedio.
- Mayor productividad por empleado.
- Creación de una tercera cocina industrial que funcionará como soporte en producción de algunas materias (principalmente masa para pizza y pan) generando ahorros en los costos de la cadena de suministro.

LARGO PLAZO, MÁS ALLÁ DE 2016

AXO, UN VISTAZO AL POTENCIAL FUTURO DE ALSEA

En 2013 Alsea adquirió el 25% de Grupo Axo, el operador líder de marcas internacionales de ropa, cosméticos y hogar en México la cual cuenta con un amplio portafolio en una industria que presenta grandes oportunidades tanto en México como en Latinoamérica. Consideramos que por la proporción de la participación, dicho proyecto es por ahora una prueba sin embargo deja ver el interés de Alsea por convertirse en una operadora de caja chica diversificada tanto en segmentos de comida como de marcas de consumo. Ello les permitirá lograr una mayor penetración en los mercados en donde participa así como un mayor poder de negociación en centros comerciales e incrementar su conocimiento sobre el comportamiento de los consumidores. Esperamos actualizaciones sobre el proyecto en 2016.

VALUACIÓN: PO 2016 DE P\$ 66.0

Nuestro P.O 2016 de P\$66.0 es el promedio de 2 métodos de valuación a fin de incorporar tanto el momento de la industria (valuación por múltiplos) así como las estimaciones de los próximos años (valuación DCF).

Múltiplos: Asumimos conservadoramente un múltiplo FV/EBITDA de 13.0x, 16% menor al actual de la nuestra muestra de comparables (15.5x), a pesar de que Alsea cuenta con un mejor margen EBITDA y un mayor crecimiento en el mismo rubro para 2016. **El PO'16 por este método es de P\$ 64.5.**

Alsea – Comparativo Sectorial (USD\$mn) 2016, Múltiplos en veces (x)

Empresas	País	Market Cap	Mgn Ebitda	Mgn Neto	Apalanc.	FV/EBITDA	P/E	P/BV	% Ebitda 2016e	% Ut. Neta 2016e
Gsanborns	México	3,632	12.7%	7.1%	5.4	11.2	21.1	2.1	9.9%	12.2%
Arcos Dorados	Argentina	747	4.9%	-3.3%	12.4	9.3	-6.4	1.9	-2.0%	NP
YUM!	EUA	35,113	16.3%	7.0%	3.8	19.4	38.4	21.5	14.4%	14.7%
Jack in the Box	EUA	2,905	17.6%	6.6%	7.8	15.9	29.7	18.2	10.8%	11.6%
Sonic Corp	EUA	1,437	26.6%	9.6%	6.1	13	25.2	77.2	7.5%	10.3%
Brinker	EUA	3,401	13.6%	5.6%	1.2	11	20.2	NP	10.0%	8.4%
Starbucks	EUA	83,977	23.7%	14.6%	1.6	20.2	31.2	14.3	15.1%	17.1%
Buffalo W. Wings	EUA	3,817	14.7%	5.6%	NP	15.1	41.2	6.1	24.3%	28.3%
Chipotle	EUA	22,711	21.2%	11.6%	2.5	24.3	44.1	10.1	17.7%	18.6%
Mediana			16.3%	7.0%	1.3	15.5	29.7	18.9	10.8%	14.7%
Alsea	México	2,486	12.5%	3.1%	3.2	16	47.3	4.3	15.6%	31.3%
Alsea vs. Mediana			-3.8ppt	-3.9ppt	148.1%	2.9%	59.1%	-77.5%	4.8ppt	16.6ppt

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJO DE EFECTIVO

Para determinar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 5.8%, utilizamos un costo ponderado de la Deuda de 3.0% y un costo de capital de 9.3%. En este último caso, utilizamos un bono a largo plazo de EUA (2.2%) más el CDS de México (2.1%), un premio por riesgo mercado de 5.5% y una Beta de 0.90. La tasa de crecimiento a perpetuidad asumida es de 1.5% **Por este método, el PO'16 es de P\$ 67.5.**

Alsea - Valuación por DCF (P\$mn) 2015

Concepto	2017e	2018e	2019e	2020e	2020e
Flujos Libres de Efectivo	-2,193	-1,448	903	2,472	3,927
Valor Presente de Flujos	-2,073	-1,294	763	1,974	2,965
Flujos de Eftvo.	2,335				
Perpetuidad	65,833	Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)			5.8%
(-) Deuda Neta	11,578				838
Valor Justo Capital	56,590				67.5
			Acciones en circulación (mn)		
			Valor por Acción (P\$)		

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

¿POR QUÉ LABORATORIO?

Por qué nos percibimos y actuamos no únicamente como un área de análisis

El laboratorio es un lugar dotado de los medios necesarios para realizar **investigaciones, prácticas y trabajos** de carácter científico, tecnológico o técnico; está equipado de instrumentos de medida o equipos para dichos fines y prácticas diversas. Se realizan pruebas hasta obtener resultados satisfactorios para el usuario.

También puede ser un aula o dependencia de cualquier centro docente.

Su importancia en cualquier especialidad radica en el hecho de que las **condiciones ambientales están controladas y normalizadas** de modo que:

1. **Se puede asegurar que no se producen influencias extrañas (independencia) que alteren el resultado del experimento o medición: control.**
2. **Se garantiza que el experimento o medición es repetible, es decir, cualquier otro laboratorio podría repetir el proceso y obtener el mismo resultado: normalización (metodología y proceso).**

REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las "Disposiciones").

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Gabriel Treviño Castillo Juan Eduardo Hernández S. Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Dolores María Ramón Correa, Mónica Pamela Díaz Loubet, Mariana Paola Ramírez Montes y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las "Disposiciones" en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

CATEGORÍAS Y CRITERIOS DE OPINIÓN

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp

GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS, S.A. de C.V.
DIRECCIÓN

Tomas Christian Ehrenberg Aldford	Director General de Grupo Financiero	55 11021800 x 1807	tehrenberg@vepormas.com.mx
Maria del Carmen Bea Suarez Cue	Director General Banco	55 11021800 x 1950	msuarez@vepormas.com.mx
Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	DGA Tesorería y Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Alfredo Rabell Mañon	DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 1876	arabell@vepormas.com.mx
Francisco Javier Gutiérrez Escoto	Director de Región	55 11021800 x 1910	fgutierrez@vepormas.com.mx
Enrique Fernando Espinosa Teja	Director de Banca Corporativa	55 11021800 x 1854	eespinosa@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	ligonzalez@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx

ANÁLISIS BURSÁTIL

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Analista / Consumo Discrecional / GAP / Gps. Inds.	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Gabriel Treviño Castillo	Analista / Alimentos / Bebidas	55 56251500 x 1709	gtrevino@vepormas.com.mx
Juan Eduardo Hernández S.	Analista / Financiero / Telecomunicaciones	55 56251500 x 1530	jehernandezs@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx

ESTRATEGIA ECONOMICA

José Isaac Velasco Orozco	Economista Senior	55 56251500 x 1682	jvelasco@vepormas.com.mx
Dolores María Ramón Correa	Economista Jr.	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
Mónica Pamela Díaz Loubet	Economista Jr.	55 56251500 x 1767	mpdiaz@vepormas.com.mx
Mariana Paola Ramírez Montes	Economista Jr.	55 56251500 x 1725	mpramirez@vepormas.com.mx

ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx