



¡BursaTris!

BX+

ALSEA: REITERAMOS RECOMENDACIÓN

LA NOTICIA: REVISAMOS EL PO'17 A LA BAJA DADA LA INCERTIDUMBRE

Revisamos nuestros estimados y actualizamos variables en nuestra valuación de Alsea (*ver detalle en páginas 2 y 3*) con el fin de incorporar el contexto de incertidumbre que nos ha llevado a adoptar posturas más conservadoras. Como consecuencia ajustamos nuestro **PO'17 a P\$75.2 (de P\$83.0)** pero reiteramos la compañía como **Emisora Favorita**. **Nuestro nuevo PO'17 implica un potencial del 23.7% vs. el 10.2% del IPyC para el mismo periodo.** Dada la caída que ha presentado el precio de la acción, percibimos un buen punto de entrada debido a los fundamentales de la empresa.

HISTORIA DE CRECIMIENTO EN UN SECTOR DEFENSIVO

Debido al contexto actual identificamos el consumo discrecional como el más defensivo dado que el comercial es altamente dependiente de las remesas. Aunque esto no se cumple para todas las emisoras enfocadas al consumo discrecional, Alsea es una de las más defensivas y atractivas. La emisora, ha venido y seguirá mostrando crecimientos orgánicos por encima del sector (2017e: 8.5% Alsea vs. 6.0% Antad), esto gracias a una adecuada diversificación de formatos, geográfica, etc. Sumado a la constante apertura de unidades (140+ en 2017) y a una ejecución exitosa del modelo de negocios (además de crecer), Alsea podría mejorar sus márgenes Ebitda a 13.7% en 2017 (13.5% 2016e). Respecto al efecto por la depreciación del peso, cabe destacar que tiene cobertura natural de sus costos dolarizados (~20%), con sus ingresos en euros (~19%).

CRECIMIENTOS INORGÁNICOS CON DEUDA SANA

Alsea es el operador de restaurantes líder en Latinoamérica y España apoyado por crecimientos inorgánicos. La compañía ha mantenido un nivel de deuda sano (2.5x actual), aún con adquisiciones que ayudaron a la compañía a doblar su tamaño como: Vip's y Zena (2014). Finalmente, vemos un riesgo en el alza de tasas mexicanas, ya que ~67% de la deuda total está a tasa variable; esto último podría afectar el nivel de costos financieros.

ESTIMADOS FINANCIEROS

Edo de Resultados(P\$m)	2016e	Crecimiento	Margen	2017e	Crecimiento	Margen	2018e	Crecimiento	Margen	2019e	Crecimiento	Margen
Ventas	37,646	16.6%		42,627	13.2%		48,190	13.0%		54,179	12.4%	
Utilidad de Operación	2,745	16.6%	7.3%	3,231	17.7%	7.6%	3,681	13.9%	7.6%	4,144	12.6%	7.6%
Ebitda	5,069	17.8%	13.5%	5,828	15.0%	13.7%	6,577	12.9%	13.6%	7,374	12.1%	13.6%
Utilidad Neta	834	-19.2%	2.2%	1,149	37.7%	2.7%	1,357	18.1%	2.8%	1,530	12.7%	2.8%

Fuente: Grupo Financiero BX+/Reportes de la compañía

VALUACIÓN: NUEVO PO 2017 - P\$75.2

La valuación es el resultado del promedio entre una valuación por múltiplos y una por descuento de flujos de efectivo (*ver detalle en páginas 2 y 3*). En ambas asumimos múltiplos y ajustamos variables para incorporar el contexto de incertidumbre que viven los mercados. **El resultado del ejercicio es: P\$75.2.**

IMPACTO DE LA NOTA	Positivo
RECOMENDACIÓN	Favorita
PRECIO OBJETIVO 2016 (\$PO)	75.2
POTENCIAL \$PO	23.7%
POTENCIAL IPyC	10.2%
PESO EN IPyC	1.2%
VAR PRECIO EN EL AÑO	1.6%
VAR IPyC EN EL AÑO	5.1%

José Eduardo Coello K.
jcoello@vepormas.com
 5625 1500 ext. 1709

Noviembre 17, 2016

@AyEveporMas

CATEGORÍA
EMPRESAS Y SECTORES

TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA: ¡Un TRIS!

OBJETIVO DEL REPORTE
Comentario breve y oportuno
de un evento sucedido en los
últimos minutos.

VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

En este caso decidimos valorar Alsea utilizando el múltiplo FV/Ebitda y prescindir del P/E debido a la alta volatilidad de las monedas en los países donde opera (principalmente LatAm) lo cual afectaría la Utilidad Neta. Asimismo un múltiplo FV/Ebitda de 11.7x es 9.3% menor al actual y 15.2% superior al promedio de sus comparables (*ver tabla a continuación*). Cabe mencionar que históricamente esta diferencia entre Alsea y el sector ha sido de 25.1%. Todo lo anterior refleja una posición más conservadora de nuestra parte tomando en cuenta el contexto retador actual. **Con este ejercicio nuestro PO'17 es: P\$70.5.**

COMPARATIVO SECTORIAL INTERNACIONAL

Emisora	Mgn Ebitda	Mgn Neto	FV/EBITDA	P/E	P/BV	% Ebitda 2017E	% Ut. Neta 2017E	Apalancamiento
Yum!	23.2%	11.7%	9.9	16.8	-	0.8%	2.5%	1.2
Jack In The Box	20.5%	8.2%	13.8	27.7	-	13.5%	17.3%	2.4
Sonic Corp	27.9%	10.6%	10.2	20.4	-	-8.3%	-12.3%	3.1
Brinker	14.7%	6.1%	9.0	15.8	-	-7.0%	-17.7%	2.3
Starbucks	24.7%	13.2%	15.5	28.5	13.5	10.9%	8.0%	0.3
Domino's Pizza	19.9%	8.7%	20.5	38.4	-	13.5%	16.6%	4.8
Buffalo Wild Wings	15.4%	5.5%	10.2	28.3	4.7	12.5%	12.4%	0.2
Arcos Dorados	10.2%	1.4%	5.8	26.7	3.3	14.9%	-40.4%	2.7
Cmr	10.8%	1.4%	9.1	82.1	2.3	-	-	1.3
Telepizza	16.0%	2.6%	-	-	1.0	24.3%	318.1%	-
El Pollo Loco	16.8%	6.8%	10.2	19.4	1.9	7.6%	3.4%	1.9
Mediana Sector	16.8%	6.8%	10.2	27.2	2.8	11.7%	5.7%	2.1
Alsea	13.7%	2.7%	12.9	52.0	5.4	15.0%	37.7%	2.5
Alsea vs. Sector	-3.1%	-4.1%	26.9%	91.1%	95.0%	3.3%	32.0%	0.2

Fuente: Grupo Financiero BX+/Bloomberg

VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO (DCF)

Respecto la valuación por **DCF**, el ejercicio está basado en un horizonte de cinco años. Asumimos un Costo de Capital de 10.3%, que es producto de una beta ajustada de 0.97x, el CDS (Credit Default Swap) a 10 años de México de 2.7%, el bono a 10 años en EUA de 2.2% y una prima por riesgo de mercado de 5.5%. En el caso del valor residual, utilizamos un múltiplo P/FCF de 29.3x que implica un premio de 13% sobre el sector. Cabe recordar que históricamente esta diferencia entre Asea y el sector ha sido de 28.8%. **Con este ejercicio nuestro PO'17 es: P\$79.8.**

PO 2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Resid.
FCF	1,001,115	1,621,813	2,180,474	2,701,614	3,226,139	94,528,773
	1	2	3	4	5	5
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	
WACC	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Discounted FCF	943,297	1,439,890	1,824,079	2,129,512	2,396,095	70,207,749

Residual con Múltiplo	
NPV	78,940,621
Deuda Neta	12,216,618
Equity Fair Value	66,724,003
Número de Accs. (mn)	835,922
Precio Objetivo (P\$)	79.8

Fuente: Grupo Financiero BX+

¿POR QUÉ LABORATORIO?

Porque 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, José Eduardo Coello Kunz, Rafael Antonio Camacho Peláez, Verónica Uribe Boyzo, Juan Antonio Mendiola Carmona, Mariana Paola Ramírez Montes y Maricela Martínez Álvarez, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepor.com, 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

Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500	
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1537	cponce@vepormas.com
Javier Domenech Macias	Director de Tesorería y Mercados	55 56251500	
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	ligonzalez@vepormas.com
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	icalderon@vepormas.com

ANÁLISIS BURSÁTIL

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251500 x 1515	rheredia@vepormas.com
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251500 x 1514	lrivas@vepormas.com
Marco Medina Zaragoza	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com
José María Flores Barrera	Analista / Grupos Industriales / Aeropuertos	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com
José Eduardo Coello Kunz	Analista / Consumo Discrecional / Minoristas	55 56251700 x 1709	jcoello@vepormas.com
Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista / Alimentos y Bebidas / Internacional	55 56251500 x 1530	racamacho@vepormas.com
Verónica Uribe Boyzo	Analista / Financieras / Telecomunicaciones	55 56251500 x 1465	vuribeb@vepormas.com
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1508	jmendiola@vepormas.com
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	mmartineza@vepormas.com

ESTRATEGIA ECONÓMICA

Mariana Paola Ramírez Montes	Economista	55 56251500 x 1725	mpramirez@vepormas.com
------------------------------	------------	--------------------	--

ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251500 x 1513	masanchez@vepormas.com
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251500 x 1526	gledesma@vepormas.com
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1536	rhernandez@vepormas.com
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	jfernandez@vepormas.com
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251500 x 1534	hreyes@vepormas.com

COMUNICACIÓN Y RELACIONES PÚBLICAS

Adolfo Ruiz Guzmán	Comunicación y Relaciones Públicas / DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 32056	aruiz@vepormas.com
--------------------	---	---------------------	--