

## Evento Relevante de Calificadoras



FECHA: 18/06/2014

### BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V., INFORMA:

<b>CLAVE DE COTIZACIÓN</b>	ALSEA
<b>RAZÓN SOCIAL</b>	ALSEA, S.A.B. DE C.V.
<b>LUGAR</b>	México, D.F.

### ASUNTO

HR Ratings ratificó la calificación de Largo Plazo de HR A+ y la Observación Negativa para Alsea, S.A.B. de C.V.

### EVENTO RELEVANTE

México, D.F., (18 de junio de 2014) - HR Ratings ratificó la calificación de Largo Plazo de "HR A+" manteniendo la Observación Negativa para Alsea, S.A.B. de C.V. (Alsea y/o la Empresa). La calificación asignada de HR A+ significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo "+" representa una posición de fortaleza relativa, dentro de la misma escala de calificación.

La ratificación en la calificación de Alsea se debe a los bajos años de pago de la deuda neta de la Empresa, así como un sólido DSCR esperado para los siguientes años. Adicionalmente, la Empresa ha venido mejorando su margen EBITDA, vía una mejora en la mezcla de negocios. Sin embargo, aun no se han obtenido los recursos financieros para hacer frente al vencimiento del crédito puente en septiembre de 2014 por la adquisición de VIPS, además del riesgo a futuro esperado por la integración de la operación. Los recursos se esperan obtener vía una oferta pública de acciones, no obstante si dicha oferta no es exitosa la Empresa se verá presionada para hacer frente a sus obligaciones financieras en el corto plazo. En el momento que Alsea liquide dicho crédito puente, HR Ratings evaluará la Observación Negativa y calificación corporativa.

#### Calificación del Emisor

Alsea S.A.B. de C.V. (Alsea y/o La Empresa) se dedica a los establecimientos de comida rápida y casual dining, tales como Domino's Pizza, Starbucks Coffee, Burger King, Chili's Grill & Bar, California Pizza Kitchen, P.F. Chang's China Bistro, Pei Wei Asian Diner, Italianni's y The Cheesecake Factory. Cuenta con operaciones principalmente en México. Sin embargo busca desarrollar su modelo de negocios en diversos países de América del Sur. Actualmente tiene presencia en Argentina, Chile y Colombia, y próximamente Brazil. Sus marcas están respaldadas a través de un Centro de Servicios Compartidos, el cual brinda los procesos administrativos y de desarrollo, así como la cadena de suministro. La Empresa cuenta con más de 30,000 colaboradores en los países en donde tiene operaciones al 1T14.

Durante el 2T14 la Empresa concretó la adquisición de la cadena de restaurantes de Wal-Mart que está compuesta por las marcas VIPS, El Portón, Ragazzi y La Finca, siendo VIPS la marca preponderante. Asimismo, se estarán incorporando alrededor de 18,000 empleados de dichas marcas, elevando el total de empleados de Alsea a más de 50,000 empleados.

Entre los factores que fundamentan nuestra calificación se encuentran:

Oferta pública por P\$6,000.0m con la opción de una sobreasignación del 15% (P\$6,900.0m), con el objetivo de reducir su deuda total y crédito puente por la compra de VIPS.

Sanos niveles de DSCR cerrando en 1.0x al 1T14 (vs. 1.7x al 1T13), esperando que para 2015 y 2016 presente mejores niveles, posterior a la amortización del crédito puente.

Incremento en los niveles de años de pago de la deuda neta con relación a EBITDA y FLE al 1T14, cerrando en 2.2 años y 6.2 años (vs. 0.9 años y 2.0 años al 1T13). Esto debido al aumento en los niveles de deuda neta cerrando en P\$4,579.9m al 1T14

FECHA: 18/06/2014

---

(vs. P\$1,566.9m al 1T13), representando un incremento de 192.3%. Esto sin tomar en cuenta la deuda adquirida por la compra de VIPS.

Riesgo operativo inherente a la incorporación de VIPS, representando un aumento en términos de personal y unidades de 66.7% y 19.2% con relación al cierre de Alsea al 1T14, además del aumento de 160.4% en términos de deuda total con relación al 1T14.

Mejora en el EBITDA 12m cerrando en niveles de P\$2,036.7m al 1T14 (vs. P\$1,692.3m al 1T13), incrementando 20.4%. Esto se debe al enfoque del crecimiento en la marca Starbucks y el segmento de comida casual que aportan un mejor margen EBITDA, presentando al 1T14 un margen EBITDA 12m de 12.5% (vs. 12.1% al 1T13).

Amplia integración vertical vía el servicio de DIA y del Centro de Servicios Compartidos.

Mayor CAPEX esperado para el 2014 en niveles de P\$1,541.7m (vs. P\$1,127.5m en 2013), aumentando en 36.7%. Esto se debe a las nuevas aperturas de las distintas marcas de acuerdo con lo que establecen los diferentes contratos de cada marca.

Mejora en la operación en Latinoamérica, presentando un mayor nivel de margen EBITDA al 1T14 de 5.3% (vs. 2.9% al 1T13), debido al incremento en unidades, menor nivel de gastos preoperativos y una mejor mezcla de negocios por la adquisición de Starbucks Chile.

Elevado nivel de competencia en el segmento de comida rápida, acompañado de un menor nivel de consumo durante el 1T14, debido a condiciones macroeconómicas de menor dinamismo.

Diversificación de ingresos contando con un amplio portafolio de marcas, en donde la marca de mayor participación representa el 35.5% de los ingresos totales de la Empresa.

### Eventos Relevantes

#### Adquisición de VIPS y Fondeo de la Operación

El 10 de septiembre de 2013 Alsea anunció la adquisición del 100.0% de VIPS, la cadena de restaurantes de Wal-Mart de México S.A.B. de C.V. (Walmex). Esta cadena está compuesta por 360 restaurantes, de las cuales 262 son unidades de la marca VIPS, 90 unidades de la marca El Portón, 6 unidades de la marca Ragazzi y 2 unidades de la marca La Finca, distribuidas a lo largo de 65 ciudades en la República Mexicana. La operación de VIPS al cierre del 4T13 representó ventas durante los últimos doce meses (UDM) por P\$6,124.5 m y un EBITDA PROFORMA de P\$963.0m, dándonos un margen EBITDA de 15.7% (vs. 12.8% en 2013 para Alsea), así como un flujo libre de efectivo (FLE) PROFORMA por P\$674.1m.

El monto original de la operación está pactado en P\$8,200.0m y Alsea lo fondeará vía deuda bancaria adicional, compuesta por un crédito puente a 12 meses por P\$5,200.0m con vencimiento en septiembre de 2014 y un contrato de crédito sindicado a largo plazo por P\$3,000.0m a 5 años con un calendario de pagos parciales de tipo ascendente contando con un periodo de gracia de un año.

Asimismo, el 5 de marzo de 2014, Alsea informó que recibió la resolución de la Comisión Federal de Competencia Económica (COFECE) por la adquisición de VIPS a Walmex. Sin embargo esta operación estuvo sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones:

Que se elimine la cláusula de exclusividad de 54 contratos de arrendamiento con centros comerciales.

Que Alsea presente una lista con todos los contratos de arrendamiento que se tengan con centros comerciales, incluyendo información sobre dichos contratos y los arrendadores.

Que Alsea publique en su página web que tiene ciertas obligaciones relacionadas con no establecer exclusividades en los contratos de arrendamiento con centros comerciales, así como otras obligaciones y que Alsea no sujete la renta de un local en centros comerciales, a la condición de que le renten otros espacios en dicho centro comercial.

Que Alsea asuma la condición de impedir que de los accionistas de control, consejeros y directivos participen en órganos de decisión de negocios que tengan como objeto desarrollar y operar centros comerciales.

FECHA: 18/06/2014

---

Aalsea estará obligada a proporcionar información y documentación periódica para que la COFECE pueda verificar el cumplimiento de las condiciones.

Posterior a la solicitud de información adicional por parte de la COFECE, Aalsea entregó la documentación requerida el 9 de abril de 2014. El 9 de mayo de 2014 la adquisición se concretó, representando un incremento del 179.0% en la deuda neta de la Empresa y cerrando con ello en P\$12,779.9m con relación al cierre del 1T14 (vs. P\$4,579.9m al 1T14 sin VIPS) en términos PROFORMA. En términos de años de pago de la deuda neta a EBITDA y a FLE se estimaría cerrar en niveles de 4.3 años y 11.5 años respectivamente (vs. 2.2 años y 6.2 años al 1T14 sin VIPS). De igual forma, VIPS representaría un incremento del 39.0% en las ventas y un 47.3% en el EBITDA de la Empresa al cierre del 2013.

A partir de la autorización de la compra de VIPS, Aalsea ha delineado un plan de negocios que se compone de 5 fases en las que se analizará la operación de VIPS para volverla más eficiente y que cumpla con los estándares de Aalsea. A continuación se delinean las 5 fases:

### Primera Fase (Pre-cierre)

Esta fase se refiere a una etapa de planeación, donde la Empresa analizará la manera más eficiente para llevar a cabo la incorporación de dichas marcas a su portafolio, delineando el plan de integración que se deberá seguir. Asimismo, Aalsea definirá los acuerdos de transición que se deben llevar a cabo.

### Segunda Fase (Integración)

En esta fase se llevará a cabo la incorporación de las diferentes marcas al portafolio de Aalsea, contando con el apoyo de Walmex. Walmex está sujeto a brindarle soporte a Aalsea por seis meses a partir de la adquisición para la operación de los restaurantes y un año en cuanto a la producción de algunos productos clave de VIPS. Adicionalmente, se integrarán aproximadamente 18,000 empleados de VIPS a la Empresa, los cuales se buscarán adaptar a la cultura de la Empresa.

Otro factor importante que se está analizando es la logística para abastecer los restaurantes, para lo cual la Empresa está evaluando diversas soluciones sin llegar aún a una decisión. Entre estas acciones se está considerando la expansión de su centro de distribución actual, la adquisición de un terreno en el norte de la ciudad o la venta del centro de distribución actual y la construcción o renta de un centro más grande al norte de la ciudad.

### Tercera Fase (Transición)

Esta fase tiene como objetivo que las nuevas marcas cumplan con los estándares de Aalsea, comenzando a implementar mejoras en la operación así como llevar a cabo una reestructuración en términos de salarios e incentivos. Asimismo, en esta fase la Empresa implementará los sistemas que utiliza actualmente (Oracle), con el objetivo de homologar los reportes generados por las unidades de VIPS y las unidades de Aalsea. De igual forma, mientras VIPS comienza a adaptarse a la cultura de Aalsea, la Empresa continuará estudiando el negocio en aras de obtener un mayor rendimiento.

### Cuarta Fase (Optimización)

En este periodo de optimización, Aalsea se enfocará en continuar incorporando las marcas de VIPS y El Portón, buscando que sean más eficientes y que cumplan con los estándares de la Empresa. En cuanto a las marcas La Finca y Ragazzi, estas entrarán a un proceso de reconversión donde la Empresa analizará que estrategia resulta más óptima: abrir algún otro formato del portafolio de Aalsea o vender la propiedad, en caso de que sea propia. También se iniciará un proceso de revisión del menú actual de VIPS, para identificar platillos que pudieran actualizar o eliminar para hacer más eficiente el menú.

### Quinta Fase (Expansión)

En la última fase la Empresa está considerando un proceso de expansión de unidades para hacer crecer la presencia de VIPS en México, como en nuevos mercados en donde perciban una oportunidad de negocios para el formato de VIPS o El Portón. Se estima que las primeras tres fases y las últimas dos se lleven un tiempo aproximado de alrededor de 1 año cada una.

La incorporación de VIPS representará un aumento en ingresos, así como un mejor nivel de margen EBITDA, sin embargo existen diversos riesgos ligados a dicha transacción. El principal riesgo en el corto plazo es el aumento en el nivel de deuda total de Aalsea por P\$8,200.0m, principalmente la proporción ligada al crédito puente que vence durante septiembre del 2014 por P\$5,200.0m. La manera como se resuelva este vencimiento, determinará el sentido de la calificación de la Empresa.

FECHA: 18/06/2014

---

Adicionalmente, por el tamaño de VIPS en términos de personal y unidades, existe un riesgo operativo significativo por la integración del personal y administración. Entre dichos riesgos está la capacidad de incorporar dicha operación al Centro de Servicios Compartidos (CSC) de la Empresa, así como la migración hacia las políticas de trabajo y sistemas de información de Alsea.

Con la intención de reducir su nivel de endeudamiento posterior a la adquisición de VIPS vía el crédito puente por P\$5,200.0m, Alsea está contemplando realizar una oferta pública primaria subsecuente por aproximadamente P\$6,000.0m con una opción de sobreasignación del 15.0% de la oferta base (P\$6,900.0m). El destino de los recursos será para el prepago de la deuda adquirida para la compra de VIPS, y cualquier remanente será utilizado para la sustitución de deuda. Considerando un escenario en el que se lograra colocar la oferta base más la sobreasignación, el nivel de deuda neta PROFORMA por la adquisición de VIPS pasaría de P\$12,779.9m a niveles de P\$5,879.9m representando una disminución del -54.0% con relación al cierre del 1T14.

En relación a la oferta de acciones, la familia Torrado planea adquirir entre el 5.0% y 7.0% de las nuevas acciones. Por lo tanto, después de dicha oferta de acciones y contemplando la sobreasignación, la participación de la familia Torrado en el capital accionario de la Empresa se diluirá pasando a representar alrededor del 40.0% (vs. 47.3% previo a la oferta) y el float en el mercado pasaría a representar más del 50.0% (vs. 48.9% previo a la oferta).

HR Ratings estará muy atento a dicha transacción, debido al beneficio financiero esperado en términos de pago de intereses que Alsea obtendría, así como por la mejora en el servicio de la deuda, una vez amortizado el crédito puente por P\$5,200.0m con vencimiento en septiembre de 2014. Se espera que dicha oferta se lleve a cabo previo al vencimiento del crédito.

#### Adquisición de Participación Accionaria de Grupo Axo

El 24 de junio de 2013, Alsea anunció la adquisición del 25.0% de la participación accionaria de Grupo Axo, empresa que comercializa y distribuye 16 marcas internacionales de ropa, cosméticos y hogar desde hace más de 19 años en México. La compra fue por P\$745.1m y se fondeo vía las líneas de crédito bancarias de la Empresa. Esta operación se ve reflejada dentro del balance general de Alsea como inversión en acciones de compañías asociadas por P\$794.4m al 1T14, así como en el estado de resultados vía el rubro de participación en los resultados de compañías asociadas por P\$5.7m al 1T14.

El objetivo de esta operación es incursionar en otros sectores de retail, buscando generar sinergias y eficiencias operativas para alcanzar un mayor nivel de rentabilidad. Asimismo, ambas empresas comparten planes de expansión en países similares, lo cual representaría una oportunidad para consolidar proyectos de largo plazo en conjunto. Con base en lo anterior, se espera que la Empresa aproveche dichas sinergias para fortalecer su crecimiento, al igual que recibir un ingreso mayor vía su participación en subsidiarias no consolidadas.

#### Adquisición de la Participación Accionaria de Starbucks Coffee Chile y Argentina

El 24 de septiembre de 2013 surtió efecto la adquisición del 82.0% restante sobre la participación accionaria de Starbucks Coffee Chile (SCC) por parte de Alsea, pasando del 18.0% al 100.0% de la participación accionaria. Con base en lo anterior, Alsea pasó a administrar 44 tiendas en Chile y se comprometió a cumplir con un plan de desarrollo de tiendas durante los siguientes 5 años. Esta operación fue por un monto equivalente a P\$731.4m y se fondeó vía un financiamiento bancario. A raíz de esta transacción el nivel de inversión en acciones de compañías asociadas por P\$40.3m pasó a formar parte del capital contable de Alsea, generándose un crédito mercantil por P\$643.2m dentro del rubro de activos intangibles al 4T13.

Asimismo, el 17 de julio de 2013, Alsea anunció la adquisición del 18.0% restante de la participación accionaria de Starbucks Coffee Argentina S.R.L. (SCA), pasando del 82.0% al 100.0% de la participación accionaria. Esta operación fue por un monto de P\$44.1m, fondeado vía las líneas bancarias de la Empresa. Adicionalmente, la Empresa pasó a operar las 66 tiendas en Argentina y se comprometió a realizar un plan de expansión durante los próximos 5 años, en función del avance y desempeño de las operaciones.

Con dichas adquisiciones se espera que la Empresa se vea beneficiada al tener un mayor control sobre las nuevas aperturas, principalmente Chile, además de presentar una mejor mezcla de negocios y un aumento en sus niveles de EBITDA. Esto se debe a que Starbucks muestra un mejor margen EBITDA que las demás marcas que maneja la Empresa, a excepción del segmento de comida casual.

FECHA: 18/06/2014

---

### Adquisición de la Participación Accionaria de Café Sirena

El 1 de abril de 2013 Alsea anunció el acuerdo realizado entre Starbucks Coffee International (Starbucks y/o SCI) y la Empresa por la adquisición del 18.0% restante que Starbucks poseía de Café de Sirena S. de R.L. de C.V. (Café Sirena), subsidiaria de Alsea que opera las tiendas de Starbucks en México.

Con esta operación, Alsea pasó a controlar el 100% de la participación accionaria de Café Sirena desde el 82.0%, ampliando el derecho de exclusividad sobre la operación de las tiendas Starbucks en México hasta 2037 y comprometiéndose a cumplir con un plan de apertura de 50 tiendas anualmente durante los próximos 5 años, el cual será revisado posteriormente. Cabe mencionar que esta operación no modifica los actuales términos y condiciones de la operación de Alsea. Esta operación se financia vía financiamiento bancario adicional por un monto de P\$201.4m. Con dicha adquisición, la Empresa reducirá su participación minoritaria, aumentando su nivel de EBITDA, además de ampliar el plazo de la franquicia maestra de Starbucks.

### Asociación entre Alsea y Nutressa

El 26 de agosto de 2013 Alsea informó sobre la firma de un acuerdo entre Starbucks Coffee International y la Empresa para incorporar la marca Starbucks dentro del mercado colombiano. De acuerdo con el contrato firmado, se pactó llevar a cabo la apertura de 51 tiendas durante los siguientes 5 años, con derechos de exclusividad hasta el 2033.

Para lo anterior se pactó realizar una asociación entre Alsea y Grupo Nutressa, manteniendo la primera el 70.0% de participación accionaria sobre la empresa conjunta y la segunda el 30.0% restante. Actualmente Alsea mantiene operaciones en Colombia vía los formatos de Domino's (38 unidades), Burger King (16 unidades) y P.F. Chang's (1 unidad). Grupo Nutressa se fundó en 1920, cuenta con más de 30,000 empleados y es líder en alimentos dentro de Colombia. De acuerdo con el plan de expansión de la Empresa, se estima iniciar operaciones en Colombia antes de que concluya el 3T14.

### Emisión de Certificados Bursátiles de Largo Plazo - Alsea 13

El 20 de junio de 2013 se llevó a cabo la emisión de certificados bursátiles de largo plazo con clave de pizarra ALSEA 13 (Alsea 13 y/o la Emisión) por un monto total de P\$2,500.0m a un plazo de 5 años con fecha de vencimiento el 14 de junio 2018. La Emisión se colocó a una tasa de interés TIIE 28 días más una sobretasa de 75 puntos bases. La Emisión se habrá de amortizar vía un solo pago al vencimiento de la misma. El objetivo de la Emisión fue para el prepago de deuda, así como para mejorar el perfil de vencimientos y el costo de fondeo de la misma. Esta Emisión se realizó al amparo de un programa de certificados bursátiles de largo plazo con carácter revolvente (el Programa) por P\$3,500.0m o su equivalente en unidades de inversión (UDIs), el cual fue autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 17 de junio de 2013. Actualmente están disponibles P\$1,000.0m de dicho Programa.

### Renovación de derechos exclusivos de Chili's

El 25 de marzo de 2014, Alsea informó que renovó el contrato de exclusividad para operar la marca Chili's Grill & Bar en la Ciudad de México y estados vecinos hasta el cierre de 2018. Esta renovación contempla los mismos términos en cuanto a las regalías y cuotas de apertura actuales. Con esta operación Alsea se comprometió a tener un mínimo de 56 restaurantes Chili's operando al 31 de diciembre de 2018. A la fecha, la Empresa cuenta con 40 restaurantes operando, por lo que se espera que Alsea abra alrededor de 4 restaurantes al año entre 2015-2018.

### Evolución del Portafolio de Marcas

Alsea cuenta con nueve diferentes marcas que se engloban dentro del segmento de comida rápida y comida casual. El segmento de comida casual incorpora las marcas: Chili's, CPK, P.F. Chang's, PEI WEI, Italianni's y The Cheesecake Factory (este último aun no está operando). La marca que presentó mayor crecimiento fue Burger King, con un 29.7% de las unidades al 1T14 (vs. 15.4% al 1T13). Lo anterior se debe a la adquisición de la Franquicia Maestra de Burger King en México que concluyó el 1 de abril de 2013, por lo cual Alsea adquirió 97 unidades de dicha marca. Por lo anterior, las demás marcas y el segmento de comida casual disminuyeron su peso dentro del portafolio, siendo la que más disminuyó Domino's Pizza representando el 33.5% al 1T14 (vs. 42.6% al 1T13). En términos de unidades podríamos observar un crecimiento en todos los canales, aunque en el caso de Domino's Pizza a un menor ritmo, lo cual está en línea con los compromisos que tiene Alsea de continuar con su plan de aperturas para los siguientes años para las distintas marcas y refleja una mayor maduración por parte del segmento de Domino's Pizza.

De manera regional el principal mercado para Alsea al 1T14 sigue siendo México representando en términos de unidades el



FECHA: 18/06/2014

84.4% (vs. 82.3% al 1T13), seguido de Argentina representando el 7.8% (vs. 9.1% al 1T13), Chile con el 4.9% (vs. 5.5% al 1T13) y Colombia con el 3.0% (vs. 3.1% al 1T13). Es importante mencionar que la Empresa espera seguir creciendo en Latinoamérica. Sin embargo debido al crecimiento de la operación en México por la incorporación de 97 unidades correspondientes a Burger King, no se percibe aún dicha estrategia de negocios. Esto lleva a que se mantenga un total de unidades en México de 1,587 (vs. 1,178 unidades al 1T13) y 294 unidades en Latinoamérica (vs. 253 unidades al 1T13).

### Apertura de Tiendas y Sucursales

Al 1T14 Alsea opera 1,881 unidades; 1,427 unidades corporativas y 454 subfranquicias (Burger King 226 unidades, Domino's 215 unidades, Italianni's 11 unidades y CPK 2 unidades). Al cierre del 1T14, se ha llevado a cabo un crecimiento neto de 450 unidades (vs. 90 unidades al 1T13) durante los UDM, creciendo 31.4% con relación al 1T13. Este incremento incluye el crecimiento orgánico de la Empresa, así como por el incremento ligado a la adquisición de diversas marcas. En cuanto a aperturas se llevó a cabo un incremento de 258 tiendas corporativas en los UDM, de las cuales 112 unidades pertenecen a Burger King (contando la incorporación de 97 unidades de BKW), 109 unidades de Starbucks (contando la incorporación de las 44 unidades de Starbucks Chile), 26 unidades del segmento de comida casual y 11 unidades de Domino's.

Para los siguientes años se espera que el nivel de crecimiento sea similar, presentando un aumento importante en las unidades de Starbucks (87 unidades por año). El crecimiento en el resto de las marcas estará definido por los planes de expansión acordados con los respectivos corporativos. La Empresa espera abrir el primer Cheesecake Factory durante el 3T14. Con el objetivo de continuar su expansión por Latinoamérica, la Empresa planea la apertura de las primeras 2 unidades de PF Chang's en Brasil durante el mes de junio, al igual que el primer Starbucks en Colombia durante el 3T14.

### Análisis de Riesgos Cuantitativos

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa en donde se evaluaron las métricas financieras y efectivo disponible, bajo un escenario base y uno de estrés. Las proyecciones abarcan desde el 2T14 al 4T16. En la primera tabla del documento adjunto se presentan los resultados obtenidos para cada uno de los escenarios.

#### Escenario Base

El escenario base contempla un crecimiento anual promedio de 22.7% en ventas totales desde 2014 hasta 2016. Esto se debe principalmente a la adquisición de VIPS por parte de Alsea, así como el plan de expansión que la Empresa contempla para los siguientes años. Se estima un CAPEX anual promedio para el periodo proyectado de P\$1,887.5m (vs. P\$880.2m de 2010 a 2013). Asimismo, se considera la oferta pública por P\$6,900.0m con la opción de sobreasignación con el fin de liquidar el crédito puente de VIPS y disminuir los niveles de deuda. Dicho supuesto es esencial para las proyecciones realizadas por HR Ratings dado que afecta los niveles de endeudamiento de forma sustancial. Bajo este escenario se contempla un mayor margen operativo debido a un continuo crecimiento en las marcas de comida casual y Starbucks, formato que ofrecen un mayor margen operativo que las marcas de comida rápida.

#### Escenario de Estrés

El escenario de estrés contempla un crecimiento en ventas más lento de 21.4% en promedio anual de 2014 a 2016 (vs. 22.7% en el escenario base), proveniente de un menor crecimiento en VMT presionando los márgenes operativos. En este escenario se considera el mismo CAPEX que en el escenario base, ya que la apertura de tiendas permanece igual debido a las obligaciones que la Empresa tiene respecto a las nuevas aperturas de cada marca. Asimismo, se considera la oferta pública por un monto de P\$6,000.0m. Sin embargo no se considera la sobreasignación por P\$900.0m (vs. P\$6,900.0m en el escenario base).

#### Ingresos y Márgenes de Operación

Al cierre del 1T14 Alsea presenta ventas acumuladas para los UDM por P\$16,311.8m (vs. P\$13,947.5m al 1T13) incrementando 17.0% durante el periodo. Este crecimiento se debe en parte a la adquisición de las unidades de BKW, al igual que por la apertura de nuevas unidades y por el crecimiento en el nivel de VMT. El costo de ventas de los UDM al 1T14 fue por P\$5,397.7m (vs. P\$4,857.5m al 1T13), lo que representa un aumento de 11.1%. Esto se debe al incremento en el costo de varios de los principales insumos que utiliza la Empresa. Sin embargo, se obtuvo una mejora de 170 pbs sobre el margen bruto (Utilidad Bruta 12m / Ventas Netas 12m) al 1T14 cerrando en niveles de 66.9% (vs. 65.2% al 1T13). Esto se atribuye a una mejor mezcla de negocios y a un incremento en el número de órdenes.

FECHA: 18/06/2014

---

En los UDM el nivel de EBITDA ha crecido cerrando en niveles de P\$2,036.7m al 1T14 (vs. P\$1,692.3m al 1T13) representando un incremento de 20.4%, superior al aumento en ventas, beneficiando su margen EBITDA (EBITDA 12m / Ventas 12m) con un incremento por 40 pbs cerrando en niveles de 12.5% al 1T14 (vs. 12.1% al 1T13). Esto se debe a un crecimiento enfocado en la marca Starbucks, así como el segmento de comida casual, los cuales aportan un mejor margen EBITDA.

La rotación de Ventas (Ventas 12m / Inmuebles, Plantas y Equipo Promedio 12m) en los UDM cerró al 1T14 en 3.5x (vs. 3.6x al 1T13). Al 1T14 Alsea presentó un nivel de CAPEX de los UDM de P\$1,265.0m (vs. P\$814.6m al 1T13), representando un incremento de 55.3%.

### Deuda Neta y Flujo Libre de Efectivo

La deuda total de Alsea al 1T14 fue de P\$5,110.7m (vs. P\$2,416.1m al 1T13), incrementando 111.5%. Si se incorpora el Efectivo e Inversiones Temporales por P\$530.8m al 1T14 (vs. P\$849.2m al 1T13), obtenemos una deuda neta de P\$4,579.9m (vs. P\$1,566.9m al 1T13), representando un incremento de 192.3%. Al comparar el nivel de deuda neta con el nivel de EBITDA 12m obtenemos una razón de años de pago de la deuda de 2.2 años al 1T14 (vs. 0.9 años al 1T13). Con base en el Flujo Libre de Efectivo (FLE) de los UDM al 1T14 fue de P\$737.2m (vs. -P\$1,639.8m al 1T13), lo que refleja un incremento del 145.0%. Si se compara el nivel de años de pago de la deuda neta con relación al FLE nos da una razón de 6.2 años (vs. 2.0 años al 1T13). En cuanto a la cobertura del servicio de la deuda (DSCR por sus siglas en inglés) de la Empresa, podemos observar niveles de DSCR de 1.0x al 1T14 (vs. 1.7x al 1T13).

### Conclusiones

De acuerdo al análisis de riesgos efectuado por HR Ratings, se ratificó la calificación corporativa de largo plazo de "HR A+" para Alsea, S.A.B. de C.V., manteniendo la Observación Negativa.

Entre las fortalezas que impactaron la calificación se puede mencionar los sanos niveles de DSCR mayores a la unidad, lo cual refleja la capacidad de la Empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras. También, es importante resaltar que la Empresa ha seguido incrementando sus niveles de EBITDA, al enfocar su crecimiento en las marcas que presentan un mejor margen EBITDA, como es el caso de Starbucks y el segmento de comida casual. Otro factor a considerar, es que cuenta con una amplia integración vertical con el servicio de distribución vía DIA, así como con el apoyo del Centro de Servicios Compartidos. Asimismo, cuenta con un amplio portafolio de marcas que le permite diversificar sus ingresos, representando la de mayor participación el 35.5% de los ingresos totales.

Entre los principales factores de riesgo podemos mencionar el incremento en los niveles de años de pago de la deuda neta con relación a EBITDA y FLE, debido al aumento en la deuda neta. De igual forma, se debe considerar el riesgo operativo por la incorporación de VIPs, al igual que el incremento en la deuda total por P\$8,200.0m. Es importante resaltar que P\$5,200m de dicha deuda vencen en septiembre de 2014, que se esperan liquidar con los recursos obtenidos por medio de la oferta pública por P\$6,900m. Asimismo, cabe mencionar los altos niveles de CAPEX esperados con relación al compromiso de apertura de nuevas unidades. Por último, se toma en cuenta el elevado nivel de competencia que se tiene en el segmento de comida rápida, acompañado de un menor nivel de consumo a principios de año.

ANEXOS del Escenario Base incluidos en el documento adjunto.

ANEXOS del Escenario de Estrés incluidos en el documento adjunto.

### Contactos

Luis R. Quintero  
Director de Deuda Corporativa, HR Ratings  
E-mail: luis.quintero@hrratings.com

María José Arce  
Analista, HR Ratings  
E-mail: mariajose.arce@hrratings.com

FECHA: 18/06/2014

---

Felix Boni  
Director General de Análisis, HR Ratings  
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación Crediticia para empresas Industriales, de Comercio y Servicio, Abril 2008.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior HR A+ / Observación Negativa

Fecha de última acción de calificación 12 de septiembre de 2013

Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación. 1T10 al 1T14

Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas Información financiera trimestral interna e información financiera anual dictaminada (Deloitte).

Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso). N/A

HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso) N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora.

Las calificaciones y/u opiniones otorgadas o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es



FECHA: 18/06/2014

---

responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

### **MERCADO EXTERIOR**