

# NORTE 19: Inicio de Cobertura

**El mayor operador, desarrollador y dueño de hoteles de negocios en México acelerará su crecimiento y rentabilidad a través de las nuevas oportunidades de negocio de desarrollo, puesta en marcha, operación y servicios de tecnología para el sector hotelero**

HCITY*	COMPRA
Valor Intrínseco (P\$)	\$ 11.00
Precio Actual (P\$)	\$ 4.40
Min / Máx (12 M)	3.96 - 7.67
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.00
Rend. Esperado	150.0%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	1,814
Valor de la Empresa (Mill. de P\$)	5,491
Acciones en Circulación	412.3
Acciones Flotantes	87.0%
Importe Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 1.18



## TESIS DE INVERSIÓN

*Estamos iniciando cobertura en las acciones de “Promotora de Hoteles Norte 19, S.A.B. de C.V. (“Norte 19”; BMV: HCITY\*), anteriormente conocida como Hoteles City Express S.A.B. de C.V., el operador, desarrollador y dueño de hoteles de negocios en México, con una recomendación de COMPRA y valor intrínseco estimado de P\$11.0/acción.*

**Favorables perspectivas.** “Norte 19” está bien posicionada para seguir beneficiándose de la importante expansión del segmento de negocios y placer ya que es el mayor operador, desarrollador y propietario de hoteles de negocios en México con 152 hoteles. La empresa está llevando a cabo un proceso de optimización de su portafolio que incluye mejoras en la operación a través de incrementos en tarifas y ocupación, mayores márgenes derivado de mejoras en la operación y las sinergias obtenidas a través de la relación estratégica con “Marriott International”, y la venta de activos improductivos. Consideramos que la alianza con “Marriott International Inc.”, que incluyó la venta de las marcas “City Express” por US\$100 millones, detonará el crecimiento de “Norte 19” en varias áreas de negocio tales como desarrollo, supervisión, construcción y operación de hoteles de otras marcas y diferentes segmentos, y la potencial venta de servicios de tecnología y distribución para la industria turística en la región.

**Atractiva valuación.** Las acciones de “Norte 19” cotizan a un P/VL de 0.3 veces, VE/EBITDA de 6.0 veces y a un P/U de 11.5 veces estimados para 2024, los cuales se encuentran a un gran descuento contra sus contrapartes internacionales.

**Precio objetivo.** Establecimos un valor intrínseco estimado de P\$11.0/acción para los próximos 12 meses con base en un modelo de flujos descontados, el cual incluye una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.3% y un costo de capital (“WACC”) de 12.9%.

**Martin Lara**

+5255-6413-8563

[martin.lara@miranda-gr.com](mailto:martin.lara@miranda-gr.com)

En nuestra opinión, “Norte 19” ofrece una muy atractiva oportunidad de inversión. Estos son los principales puntos que respaldan esta afirmación:

- **Historial de éxito:** La compañía tiene un largo y exitoso historial en la gestión rentable de hoteles en México.
- **Crecimiento futuro:** El crecimiento futuro de “Norte 19” está ligado a dos mega tendencias en curso. México capturando más comercio global debido al “Nearshoring” desde los EE.UU., y un incremento en los dólares de turismo provenientes de los EE.UU.
- **Valuación atractiva:** La valuación es atractiva con un P/VL de 0.3 veces, un EV/EBITDA de 6.0 veces y un P/E de 11.5 veces estimados para 2024.
- **Sólido balance general:** Tras la venta de marcas a “Marriott International”, el balance general de la compañía es robusto y defensivo.
- **Explotación de plataforma:** La empresa está aprovechando su experiencia vendiendo acceso a su plataforma tecnológica a otras cadenas hoteleras, lo cual debería ser un negocio de alto margen y ligero en activos.

En resumen, “Norte 19” se posiciona como una excelente oportunidad de inversión, respaldada por su experiencia en gestión hotelera, su potencial de crecimiento vinculado a tendencias globales y una valoración atractiva.

## PRINCIPALES VENTAJAS DE NORTE 19

**Atractivo portafolio de hoteles.** “Norte 19” es el mayor propietario, operador y desarrollador de hoteles en el segmento de negocios en México con 152 hoteles y 17,533 cuartos. Cuenta con presencia en 75 ciudades de México, Colombia, Chile y Costa Rica. La empresa también ofrece servicios de desarrollo y construcción de hoteles y soluciones tecnológicas para la administración y operación de hoteles de terceros.

“Norte 19” es dueña y opera el portafolio hotelero de mayor crecimiento en México, con una tasa anual promedio del 17.6% en el número de cuartos durante el periodo comprendido entre 2003 y 2024. Ha sido el desarrollador más rápido de la región con una apertura cada 7.3 semanas en promedio. Sin embargo, la empresa está tomando una postura más conservadora con respecto al desarrollo de hoteles propios dada su estrategia “asset light” con la finalidad de maximizar el ROIC. Se enfocará en eficientizar sus operaciones por medio de una mayor rentabilidad en los hoteles existentes, así como la venta de activos no estratégicos.



La venta de las marcas “City Express” y del programa de lealtad a “Marriott International” detonará una estrategia “asset light” y por lo tanto un mayor apalancamiento operativo derivado del crecimiento a través de la venta de contratos de operación, desarrollo y servicios de tecnología a otras marcas, así como a hoteles independientes. En mayo de 2023, “Norte 19” llevó a cabo la venta de sus cinco marcas insignia “City Express”, “City Express Suites”, “City Express Plus”, “City Express Junior” y “City Centro”, así como de su programa de lealtad “City Premios”, a “Marriott International, Inc.” por un monto de US\$100 millones. Como resultado de esta transacción, “Norte 19” se convirtió en el mayor operador de hoteles de la marca “Marriott” de la región.

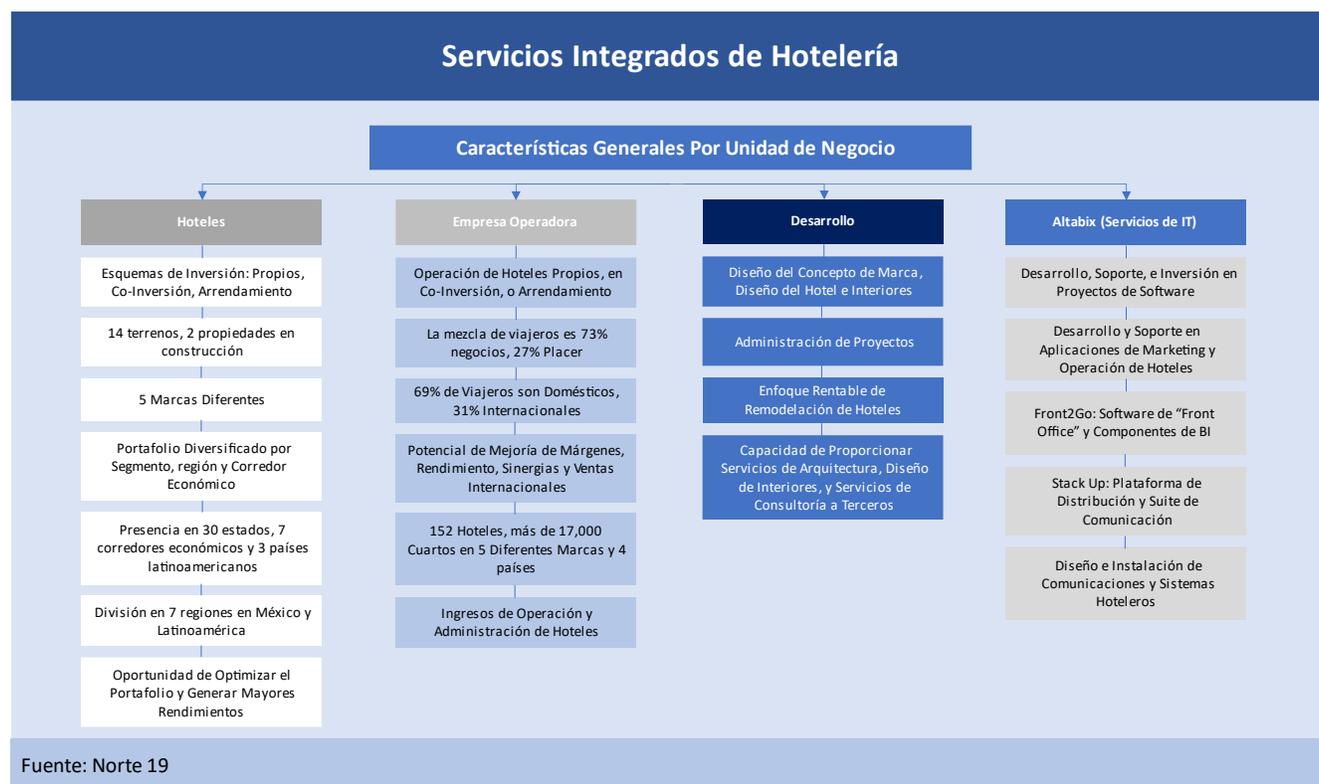
“Norte 19” y “Marriott International” expandirán y fortalecerán conjuntamente la distribución de la marca “City Express” en Latinoamérica y el Caribe. Todos los hoteles “City Express” ahora cuentan con la firma “By Marriott”, lo cual les ayudará a ampliar su cobertura en los segmentos de negocios domésticos e internacional, y en el de viajeros de placer nacionales e internacionales. La estructura de ingresos de hoteles consolidados de “Norte 19” permanecerá sin cambios. Sin embargo, “Norte 19” transfirió sus ingresos de franquicia (4.5% de ingresos totales con un EBITDA de US\$8.5 millones) a “Marriott International”, lo cual espera compensar con las sinergias obtenidas en el negocio hotelero y la reducción en el pago de intereses derivado del prepago de deuda por P\$800 millones al crédito sindicado.

Creemos que “Norte 19” se beneficiará de esta alianza de la siguiente manera:

1. La transacción incluyó un pago de US\$100 millones de “Marriott International” a “Norte 19”, que fue fundamental para que la empresa se desapalancará en un entorno de alza de tasas de interés. Esta transacción redujo significativamente la deuda de la empresa, mejorando el perfil de vencimientos, la razón de Deuda Neta/EBITDA, así como los covenants asociados a la deuda. Aunque “Norte 19” ahora le paga regalías a Marriott International por el uso de la marca “City Express by Marriott”, se espera que a nivel flujo de operación compense estos recursos en un periodo de 15-18 meses con las sinergias obtenidas por la reducción de los honorarios pagados a las OTA’s, menores pagos de intereses, mayores ingresos por la red de distribución de Marriott (sobre todo de viajeros internacionales) y potencialmente un incremento en contratos de administración y desarrollo de hoteles. Los resultados iniciales después de la venta de las marcas indican que la empresa va por buen camino.
2. **Mayores ingresos hoteleros.** “Norte 19” podrá generar mayores ingresos al captar un mayor número de viajeros internacionales. Antes de esta transacción, los huéspedes internacionales de la empresa representaban el 20% de los huéspedes totales, mientras que en la actualidad representan alrededor del 31%. Creemos que este porcentaje podría alcanzar por lo menos 40% durante los próximos años.
3. **Mayores ingresos de operación y desarrollo/construcción.** Al mismo tiempo, “Norte 19” fue reconocida como propietario, operador, constructor, administrador de proyectos y supervisor preferente en Latinoamérica y El Caribe para las propiedades afiliadas a las marcas “City Express” y “Marriott” dentro del segmento “Select” y “Full Service”. Esto significa que “Norte 19” podrá crecer de manera acelerada en otras regiones fuera de México, reduciendo así su dependencia de este país. “Norte 19” también podrá desarrollar hoteles de otras marcas locales e internacionales, aprovechando su estructura, economías de escala y amplio conocimiento en este negocio.
4. Sinergias entre “Norte 19” y “Marriott International”. Posterior a la venta de las marcas, Norte 19 se conectó a las plataformas de distribución de “Marriott”, con lo cual se espera que comiencen a generarse ahorros en los gastos de alrededor de 2 puntos porcentuales en la utilidad de operación, después de un periodo de transición en 2023. Las principales ventajas son: i) menor costo de distribución por parte de las OTA’s; ii) sistemas de yield management optimizado y gestión de tarifa propiedad por propiedad; iii) Programa de Lealtad “Bonvoy” con “Marriott International” con más de 160 millones de usuarios; iv) convenios corporativos y cuentas globales en conjunto con “Marriott” que representan alrededor del 40% de los cuartos noche ocupados; y, v) convenios y alianzas comerciales que generan ventas.

**Plataforma única e integrada en la industria hotelera.** “Norte 19” participa en el desarrollo, propiedad y administración de hoteles de servicio Selecto y Limitado y desarrolló internamente una plataforma de tecnología de vanguardia para la distribución y gestión de activos hoteleros. La empresa planea

proporcionar este tipo de servicios a otras cadenas hoteleras internacionales, no sólo a “Marriott International” así como a hoteles independientes, lo cual creemos que detonará su crecimiento en este negocio. Esperamos que estas alianzas se materialicen durante los próximos meses. Las operadoras más similares a nivel internacional son Westmount (no opera en México), HighGate (está entrando a México), y AimBridge (opera entre otros, los hoteles de Fibra Inn). Sin embargo, cuentan con un menor nivel de integración y por lo tanto no ofrecen el abanico de servicios que Norte 19 tiene disponible.



Creemos que existe una importante oportunidad de incrementar la participación de los negocios integrados de “Norte 19”.

**Empresa operadora.** Esta división actualmente opera 152 hoteles con 17,533 cuartos localizados en 75 ciudades en los segmentos “Select” y “Medio”. Además, cuenta con la certificación de varias cadenas internacionales para operar hoteles “Full Service”. Planea recuperar los ingresos perdidos con la asociación con Marriott (4.5% de los ingresos consolidados) en un periodo de 15-18 meses a nivel hoteles y flujo de efectivo por medio de varias iniciativas que incluyen: i) reducción de intereses por el prepago de P\$800 millones, y mayores intereses ganados derivados de la inversión de los recursos obtenidos; ii) sinergias en los costos de distribución, sobre todo en las OTA’s, y, iii) sinergias en el costo de operación de hoteles. Creemos que existe un potencial de crecimiento significativo en este negocio

debido a que en la región operan varias marcas de prestigio que requieren este tipo de servicios de un operador calificado.

“Norte 19” cuenta con la aprobación como desarrollador y operador de las propiedades existentes y nuevas por parte de varias cadenas internacionales como IHG Resorts, Choice Hotels, Wyndham Hotels & Resorts, Hilton, Marriott International y Accor.



**Negocio de desarrollo y construcción.** La División de Desarrollo ha jugado un papel muy importante en el posicionamiento y crecimiento de la marca “City Express” en 4 países debido a la integración de sus equipos de construcción y supervisión, además de la colaboración con proveedores y contratistas. Esto le ha permitido desarrollar 8 propiedades en promedio anual durante los últimos 20 años, controlando costos de inversión, presupuestos y tiempos de ejecución en cada uno de los proyectos.

**Plataforma de tecnología de operación y distribución innovadora y disruptiva.** “Web Hospitality Services”, sociedad entre “Altaxis” (subsidiaria de “Norte 19”) y una empresa internacional experimentada en el desarrollo de software y aplicaciones, desarrolló “Front2Go” una plataforma

tecnológica que proporciona servicios de “Front office” a más de 27,000 cuartos, de los cuales 17,533 son de las marcas “City Express” y el resto de otras marcas.

“Front2Go” es la plataforma que contribuyó a que “Norte 19” fuera la mayor empresa hotelera en cuanto a número de cuartos en su segmento en México y Latinoamérica. Tiene presencia en México, EE.UU., Colombia, Costa Rica, Uruguay y República Dominicana. Se espera que en el futuro llegue a Brasil, Argentina, Perú y Bolivia. Los principales beneficios de “Front2Go” son la reducción de equipo e infraestructura tecnológica al 80%, actualizaciones automáticas, niveles de seguridad certificados, implementación y capacitación remota, productividad, reportes y conectividad.

Durante el resto del año, la empresa espera tener lista la aplicación “Stack Up Suite Ecosystem”, la cual está basada en la plataforma “Front2Go” más 7 módulos adicionales que pueden ser parametrizados por cada cliente para optimizar la operación de hoteles de la cadena, así como independientes. Consideramos que existe una importante oportunidad para proporcionar servicios tecnológicos a cadenas hoteleras (incluyendo all-inclusive), hoteles independientes en México y en otros países, y agencias de viajes en línea (“OTA’s” por sus siglas en inglés).

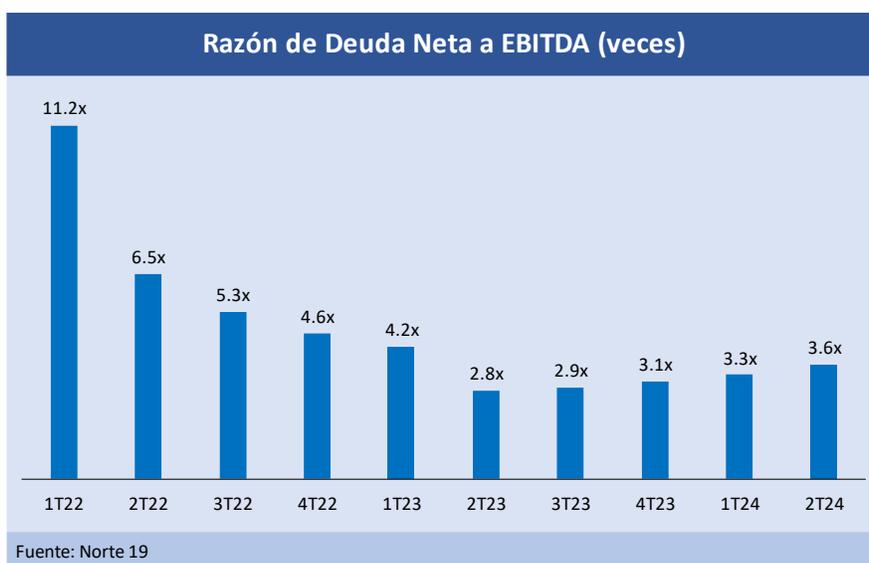


**Fondo de Venture Capital.** “Norte 19” es propietario de un fondo de Venture Capital que invierte en nuevas empresas (start-ups) de la industria de hospitalidad. De esta manera, la empresa incorpora tecnología de vanguardia en sus plataformas existentes. El capital invertido es de US\$4.9 millones en 10 empresas que proporcionan servicios de: i) plataforma PMS; ii) Metasearch; iii) Venture Capital; iv)

Group Booking, e, v) e-learning. Invertirá US\$2.5 millones para llevar la plataforma Stack-up al siguiente nivel, lo cual se espera que esté listo durante el resto del año.

**Estrategia de desapalancamiento.** “Norte 19” prepagó P\$800 millones al crédito sindicado con parte de los recursos que obtuvo con la venta de sus marcas a “Marriott International”. Además, la empresa vendió activos improductivos por un monto de P\$760 millones. Estas transacciones, así como el crecimiento natural de la empresa, contribuyeron a que el apalancamiento se redujera desde un nivel de 11.2 veces en el 1T22 a 3.6 veces en el 2T24.

“Norte 19” es dueña de 13 terrenos en México con un valor de P\$568 millones y de un terreno en Chile con un valor de P\$32 millones. La empresa ha mencionado que parte de la estrategia es la desinversión de estas propiedades, para prepagar sus créditos, reduciendo así su apalancamiento de forma adicional.



**Estrategia de sostenibilidad.** La estrategia de sostenibilidad de “Norte 19” se basa en tres pilares estratégicos: i) creación de valor económico; ii) conservación del medio ambiente; así como, iii) contribución al bienestar social. La empresa cuenta con una Política y Comité de Sostenibilidad, lleva a cabo prácticas de liderazgo en protección al medio ambiente y certificación internacional de hoteles, está comprometida con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (“ODS”) 2030 de la ONU y ha generado un impacto favorable en las comunidades en donde opera. Ha obtenido certificaciones internacionales y domésticas como LEED-EB-O&M, EDGE, “The Global Compact”, “Empresa Socialmente Responsable”, “Safe Hotels Covid Clean”, “Sustainable Water Hotel” y “Distinctive “S” Sustainability Guarantee.

El pasado 5 de junio, “Norte 19” publicó su análisis de Sostenibilidad 2023, el cual está preparado bajo los estándares del “Global Reporting Initiative” 2021 (“GRI” por sus siglas en inglés). También detalla las normas de cumplimiento en conformidad con los principios de inclusión de grupos de interés, el Contexto de sostenibilidad, Materialidad y Exhaustividad.

Además, detalla el cumplimiento con las “Normas Contables de Sostenibilidad” (“SASB”, por sus siglas en inglés) para el sector de hoteles y alojamientos, el “Carbon Disclosure Project” (“CDP”, por sus siglas en inglés) para el inventario de emisiones, los 10 principios del Pacto Mundial y la empresa alinea sus programas e iniciativas con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (“ODS”) de la Agenda 2030.

La empresa también presentó una actualización del análisis de estrés hídrico donde identifica las zonas con mayores desafíos de agua en 2023, con el objetivo de gestionar adecuadamente los riesgos. Del mismo modo, presentó una actualización de su estudio de riesgos en relación con el cambio climático, siguiendo las recomendaciones de la “Task Force on Climate-Related Financial Disclosures” (TCFD).

**Los principales logros en Sostenibilidad de 2023 incluyeron:**

- Inversión social de P\$4.8 millones, destinando el 60% en especie con la donación de 1,922 noches de hospedaje y el 40% restante como inversión económica para proyectos sociales y de compensación de emisiones.
- Alianzas con 30 organizaciones e instituciones que trabajan en beneficio del medio ambiente y la sociedad.
- Fomento a la participación de 989 voluntarios de 100 hoteles a través del Programa de Voluntariado Ambiental.
- Reducción de 2.37% en el uso de agua.
- Operación de 43 hoteles con uso de Gas Natural al cierre del 2023, lo que le permitió a la empresa contar con acciones encaminadas a la transición energética.
- Las acciones contribuyen al avance de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos en la Agenda 2030 de la ONU (Organización de las Naciones Unidas).
- Beneficio a 104,000 personas en diversas comunidades

**Las metas de Sostenibilidad para 2025 incluyen:**

- Incrementar en 80% la participación de los hoteles en el programa de voluntariado ambiental;
- Disminuir en 5% en consumo de agua y 3% en consumo de luz;
- Continuar con el compromiso activo en la incorporación y seguimiento de estándares internacionales en materia de ESG (Environmental, Social and Governance);
- Implementar iniciativas que ayuden a la estrategia en la captura de carbono y su mitigación.

**Sólido Gobierno Corporativo.** La estructura de gobierno corporativo de “Norte 19” incluye:

- Consejo de Administración con 11 miembros de los cuales 10 son independientes. Además, el 82% son hombres y el 18% son mujeres;
- Comité de Auditoría (100% independiente);
- Comité de Prácticas Societarias (100% independiente);
- Comité de Planeación y Finanzas;
- Comité de Adquisición y Construcción;
- Comité de Compensación;
- Comité de Nominaciones.

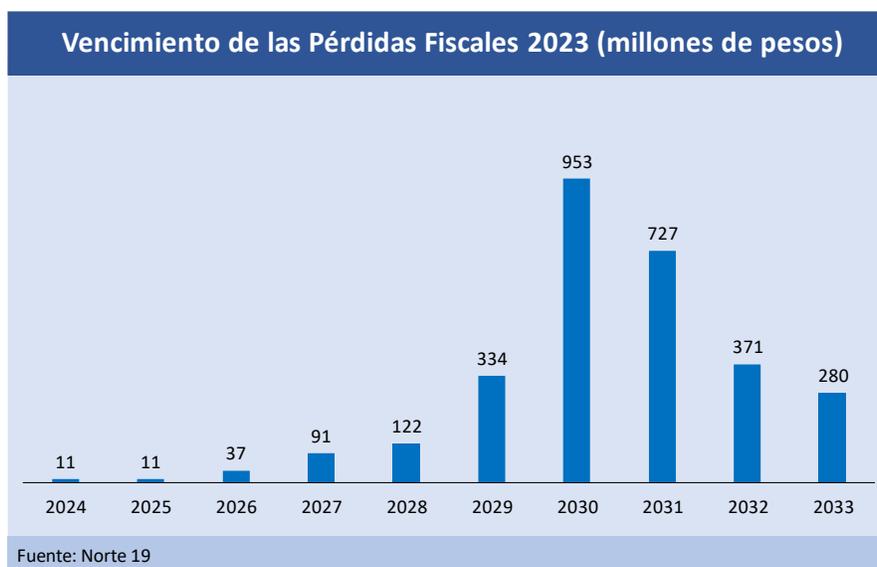
**Administración con reconocida trayectoria de creación de valor.** En nuestra opinión, la administración de “Norte 19” es uno de los principales activos de la empresa ya que ha sido responsable de generar un importante crecimiento anual compuesto de 17.6% en el número de cuartos durante el periodo comprendido entre 2003 y 2024, de la alianza con “Marriott International” que incluyó la venta de las marcas por US\$100 millones, así como del desarrollo de exitoso modelo de negocios de la empresa. **Los principales directivos de “Norte 19” son:**

- **Luis Eduardo Barrios Sánchez:** Presidente del Consejo de Administración y Director General. Cuenta con más de 25 años de experiencia en la industria hotelera y ocupó diversos cargos de nivel directivo en Grupo Posadas, entre ellos Director de Finanzas y Director General, antes de participar en la constitución de “Norte 19” en 2002. A partir del próximo 2 de septiembre será Presidente del Consejo y Presidente Ejecutivo. Se enfocará en el crecimiento de los negocios alternos, incluyendo la venta de contratos de administración a terceros, el desarrollo y expansión de la plataforma de tecnología, así como la gestión de la relación con los inversionistas.
- **Leonardo Schlesinger Grandi:** El pasado 18 de julio, “Norte 19” anunció su nombramiento como nuevo Director General de la empresa a partir del próximo 2 de septiembre. El Sr. Schlesinger cuenta con una trayectoria profesional de más de 30 años en Estados Unidos, Londres, Chile, Brasil y México. Ha trabajado en empresas multinacionales como Sun Chemical, Citigroup y Cigna, así como en reconocidas empresas latinoamericanas y mexicanas como Grupo Nueva, Masisa y Tresalia, desempeñando cargos de liderazgo y alta dirección. Recientemente se desempeñó como CEO de Aliat Universidades, una plataforma educativa con más de 50 mil estudiantes.
- **Baltasar Artero:** Director de Desarrollo. El ingeniero Artero cuenta con más de 17 años liderando equipos en construcción, desarrollo de negocio y gestión de proyectos en empresas multinacionales en sectores como hoteles, aeropuertos, generación de energía, petróleo y gas, e industrial.

- **Santiago Parra Gutiérrez:** Director de Finanzas y Administración. Se incorporó a la empresa en 2008 como Gerente de Finanzas Corporativas y ha desempeñado varios puestos dentro de la empresa, incluyendo la Dirección de Desarrollo de Nuevos Negocios y la Dirección de Finanzas Corporativas. En febrero de 2022, fue nombrado como Director de Finanzas y Administración. El Sr. Parra cuenta con una formación en Ingeniería Química y una Maestría en Administración de Empresas.
- **Carlos Adams:** Director de Servicios de Franquicia. En 2002 se integró a Hoteles City Express como Director de Promoción de Franquicias para promover el concepto de este modelo innovador en la industria de la hospitalidad y de bienes raíces. Inició su carrera en agencias de viaje, y en 1992 se integra al ramo hotelero como gerente de Franquicias en IHG, en donde permaneció seis años. Posteriormente trabajó como Director de Franquicias de Grupo Fratur, franquiciatario maestro de las marcas Days Inn y Howard Johnson.
- **Alberto Granados Salazar:** Director de Operaciones. Ha ocupado diversas posiciones dentro de “Norte 19” desde 2004, incluyendo Gerente General de hoteles y posiciones relacionadas con ventas y operaciones internacionales. Cuenta con más de 20 años de experiencia en la industria de hotelería.
- **Francisco José Fabregat Ramírez:** Director de Tecnología de Información. Se incorporó a la empresa en 2002 y cuenta con más de 20 años de experiencia en la gestión de sistemas de administración de información y desarrollo de infraestructura de sistemas.
- **Clara Paulina Mendoza Romero:** Directora de Mercadotecnia y Publicidad. Se incorporó a la empresa en marzo de 2020 y cuenta con más de treinta años de experiencia en el sector de hospitalidad, trabajando previamente en “IHG Hotels & Resorts” y en distintos puestos gerenciales en diversas cadenas hoteleras de Monterrey y Mérida.
- **Héctor Vázquez:** Director de Finanzas Corporativas, Tesorería y Relación con Inversionistas. se incorporó a “Norte 19” desde mayo de 2019. Anteriormente fue analista bursátil de GBM Casa de Bolsa en donde lideró la oferta pública secundaria de “Grupo Hotelero Santa Fé”. Era responsable de la cobertura al sector de Small & Mid Caps, incluido el sector hotelero. Héctor ha desempeñado un papel clave en los procesos de emisión de capital y deuda en “Hoteles City Express”, así como en las negociaciones y la diligencia debida en la relación estratégica creada entre “Hoteles City” y “Marriott International”. El Sr. Vazquez, cuenta con una formación en Dirección Financiera por el Instituto Tecnológico Autónomo de México.

**Pérdidas fiscales.** “Norte 19” registró P\$2,935 millones de pérdidas fiscales de años anteriores al cierre de 2023, de las cuales la mayor parte vence entre 2030 y 2031. Estas pérdidas representan un beneficio fiscal el cual podría reducir el porcentaje de ISR que la empresa pague durante los próximos años.

---



**Posibilidad de listar a Fibra Stay (“FSTAY”) en el mediano plazo.** Por el momento, “Norte 19” ha pospuesto sus planes de listar los certificados de FSTAY en la BMV debido a las condiciones de mercado y las altas tasas de interés. La transacción con “Marriott International” redujo la presión para desapalancarse. Sin embargo, consideramos que de lanzar el vehículo de la fibra, se podría dividir la baja liquidez de la acción en dos entidades aún más pequeñas. Si las condiciones cambiaran, es probable que la empresa retome la idea de listar a FSTAY. El plan es capturar y aprovechar el valor de los activos inmobiliarios en el mercado, obtener liquidez para apuntalar su crecimiento, establecer un mecanismo de reciclaje de activos sin dilución para los accionistas, y generar transparencia en cuanto al desempeño y rentabilidad de los hoteles. FSTAY podría contar con 70 propiedades estabilizadas con un valor de P\$8.8 mil millones y deuda de P\$3.0 mil millones. Las acciones flotantes representarán el 95% de las acciones totales. Creemos que esta posible transacción ayudará a mejorar la valuación de las acciones de “Norte 19”. Sin embargo, esta colocación sólo podría ocurrir en el mediano plazo, una vez que las tasas de interés bajen y siempre que hubiera apetito para un FIBRA de tamaño pequeño. El posible listado no forma parte de nuestro caso de valuación.

**PERSPECTIVAS DE LA INDUSTRIA HOTELERA**

**Sólidas perspectivas del turismo mundial.** El número total de llegadas internacionales de turistas a nivel global creció de 680 millones en 2000 a 1,462 millones en 2019, lo cual representó una tasa anual promedio del 4.1%, de acuerdo con la Organización Mundial del Turismo (UNWTO). En 2020 se redujo significativamente por la pandemia, pero se recuperó hasta 1,286 millones en 2023. Esperamos que

este indicador crezca a una tasa anual promedio del 4.1% en el periodo 2024-2030, alcanzando 1,703 millones de turistas.



**Alto potencial de la industria hotelera mexicana.** México está bien posicionado para beneficiarse del futuro crecimiento del turismo mundial, ya que es el sexto país más visitado del mundo y cuenta con una red de hoteles bien establecida en todas las categorías, así como importantes destinos costeros y urbanos.



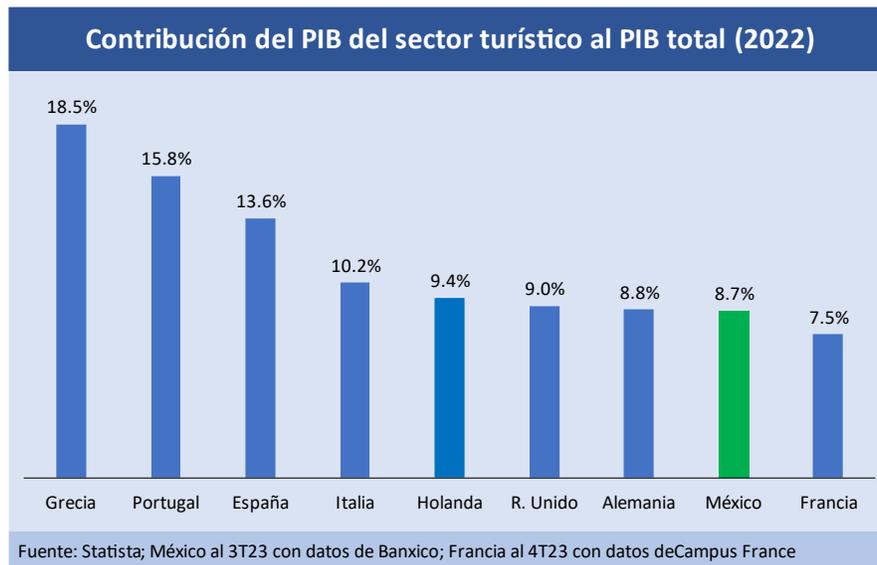
El número de turistas internacionales que ingresaron a México aumentó a una tasa anual promedio de 3.5% durante el período 2015-2023, alcanzando 42.2 millones, de acuerdo con las cifras de la Secretaría de Turismo. Esperamos que este indicador crezca a una tasa anual promedio de 5.7% durante el período 2024-2030 alcanzando 58.7 millones, impulsado por la expansión del turismo internacional.



Los turistas domésticos de México aumentaron a una tasa anual promedio de 2.8% durante el período 2012-2023 alcanzando 63.4 millones, de acuerdo con la Secretaría de Turismo. Anticipamos que este indicador crecerá a una tasa anual promedio del 4.1% en el periodo 2024-2030 a 84 millones, apoyado en el crecimiento poblacional, un mayor ingreso disponible y una expansión del PIB a una tasa anual promedio de 2.5% en términos reales.



Existe un importante potencial de crecimiento en la industria hotelera ya que el PIB turístico representó 8.7% del PIB total de México al 3T23, por debajo de otros países con una alta vocación turística como Grecia (18.5%), Portugal (15.8%), España (13.6%), Italia (10.2%), con datos de la OCDE.



La penetración de la industria hotelera mexicana es muy baja con solamente 3 cuartos por cada mil habitantes, muy por debajo de los EE.UU. con 13, Canadá con 12, España con 12 o Australia con 11.



**Fragmentación de la industria hotelera mexicana.** En México existen 30 cadenas hoteleras con 117 marcas, 1,127 hoteles y más de 250 mil cuartos, de acuerdo con los datos de la Asociación Nacional de

Cadenas Hoteleras. Las principales cadenas con hoteles urbanos son “Marriott”, “Grupo Posadas”, “IHG”, “Hilton”, “Accor”, “NH”, “Wyndham”, “Hyatt” y “Hilton” con 745 hoteles. Sin embargo, existen alrededor de 836 mil cuartos de hotel en total en el país ya que el porcentaje de hoteles independientes es de alrededor del 75% de los cuartos existentes, significativamente superior al 34% en los EE.UU. Esto significa que existe un amplio potencial de crecimiento para los hoteles de cadena.

### **PERSPECTIVAS DE NORTE 19**

Proyectamos que los ingresos, EBITDA y utilidad neta de “Norte 19” se incrementarán a una tasa anual promedio del 11%, 14% y 37%, respectivamente, durante el periodo 2024-2029 con base en los siguientes supuestos:

- Creemos que el negocio tradicional de operación hotelera (152 hoteles en total y 114 hoteles consolidados) seguirá beneficiándose de la expansión del segmento de negocios y placer en México (anticipamos una tasa anual promedio de crecimiento de 4.1% en el número de viajeros domésticos durante los próximos años), del potencial de viajeros internacionales por la alianza con “Marriott International”, de incrementos de tarifas por arriba de la inflación, así como de mayores ingresos y una mayor productividad de las propiedades derivado de la asociación con “Marriott International Inc”. Las aperturas incluyen el “City Plus” Monterrey Centro con 140 habitaciones en el 2T24 y el “City Express” Tijuana El Florido con 123 habitaciones que está programado para el 4T24. En 2025, esperamos que la empresa abra el “City Plus” Mérida Siglo XXI con 136 habitaciones. Estas tres propiedades requerirán de una inversión adicional de P\$148 millones. Posteriormente, anticipamos que la empresa abrirá un hotel propio por año dada la estrategia “asset light”, aunque creemos que esta expansión podría acelerarse eventualmente si las tasas de interés bajaran. Como resultado, esperamos que “Norte 19” opere un total de 120 hoteles consolidados con más de 14,000 cuartos a finales de 2029. Por otro lado, la integración de las plataformas con “Marriott” está generando sinergias de alrededor de 2 puntos porcentuales en la utilidad de operación, lo cual creemos que mejorará la rentabilidad de este negocio en el futuro;
- En el negocio de hoteles administrados, “Norte 19” tiene relación con 6 cadenas internacionales, que incluyen la posible operación de hoteles “Full Service” con contratos más rentables que los actuales por un mayor precio y tamaño. En estos momentos está en pláticas con 14 proyectos. Esperamos que la empresa gane por lo menos 3 contratos nuevos (además de los de los hoteles propios) durante el resto del año y 5 contratos nuevos por año a partir de 2025, aprovechando su amplio conocimiento y capacidad en este segmento;
- La División de Desarrollo y Construcción está trabajando en la construcción de tres proyectos propios y en ciertas remodelaciones. La estrategia de esta División es apalancar la integración con “Marriott International” y con otras marcas para desarrollar nuevos proyectos aprovechando el status de “desarrollador preferente”. De hecho, la empresa se encuentra en pláticas en 13 proyectos que incluyen siete de desarrollo, uno para la coordinación del

desarrollo, y uno para el diseño y equipamiento. Recientemente firmó un contrato para el proyecto arquitectónico ejecutivo del CE Plus by Marriott Viaducto. Esperamos que registre ingresos de por lo menos P\$100 millones a partir de 2025 con un margen del 37% antes de reembolsos a la operadora, equivalente a alrededor de 30%, el cual deberá mejorar gradualmente a 40%. Estamos asumiendo una tasa anual promedio de crecimiento del 10% a partir de 2026;

- A principios de 2025, “Norte 19” planea comenzar a ofrecer el servicio de “software-as-a-service” a hoteles independientes y cadenas hoteleras nacionales por medio del “Stackup Suite System Suite”, que incluye la plataforma “Front2Go” y 7 módulos adicionales. Esperamos que el negocio de “software-as-a-service” registre ingresos de P\$50 millones a partir de 2025 (con una tasa anual promedio de crecimiento de 15%) con un margen del 33% debido a que requiere bajos gastos de operación ya que la plataforma se encuentra prácticamente desarrollada;
- Estimamos que la tasa de impuestos de “Norte 19” será aproximadamente del 20% durante los próximos años ya que la empresa contaba con P\$2,935 millones de pérdidas fiscales al cierre de 2023, que puede aplicar en el futuro;
- Anticipamos que las inversiones en activos hoteleros de “Norte 19” se reducirán significativamente durante los próximos años debido a la estrategia “asset light”. Durante el periodo 2021-2023 la razón de Capex a ingresos fue de 10% en promedio por año. En 2024 esperamos que la empresa registre un Capex de mantenimiento de alrededor de 4.5% de los ingresos totales más una inversión de P\$148 millones en la terminación de los tres hoteles propios (Monterrey, Tijuana y Mérida). Posteriormente, proyectamos que el Capex de mantenimiento se mantendrá en 4.5% de los ingresos totales y que la empresa invertirá alrededor de P\$182 millones en la construcción de un nuevo hotel propio por año de 140 cuartos (a un costo de P\$1.3 millones por cuarto). Por otro lado, anticipamos que la empresa venderá sus terrenos no estratégicos con un valor de P\$600 millones entre 2024 y 2025. Como resultado, “Norte 19” reducirá su apalancamiento del nivel de 3.6 veces a finales del 2T24 a menos de 3.0 veces a finales de 2024 y a 2.1 veces a finales del 2029. Creemos que esto también le permitirá pagar dividendos.

## VALUACIÓN

### Desempeño vs. S&P / BMV IPC

Las acciones de “Norte 19” (BMV: HCITY\*) han registrado un desempeño inferior al del S&P / BMV IPC durante los últimos 12 meses a pesar del resultado de los activos y la exitosa venta de las marcas “City Express” a “Marriott International”, la cual creemos que no ha sido bien entendida por los mercados. Esperamos presenten un desempeño superior al del principal índice bursátil en el futuro debido a los sólidos fundamentos de la empresa, y la atractiva valuación de sus acciones.

**HCITY \* vs. S&P / BMV IPC**



Fuente: Bloomberg

**Múltiplos históricos**

Las acciones de “Norte 19” operan a un EV/EBITDA proyectado de 6.0 veces y a un P/U estimado de 11.5 veces, los cuales se encuentran por debajo de los promedios históricos de 10.5 veces y 25.2 veces, respectivamente, como se puede apreciar en las siguientes gráficas.

**Desempeño Histórico de Múltiplos de las Acciones de “Norte 19” (HCITY \*)**



**Valuación – Sector Hotelero Internacional**

Los múltiplos de las acciones de “Norte 19” también se encuentran por debajo de los promedios de 6.5 veces y 15.9 veces, respectivamente, de las cadenas hoteleras de los mercados emergentes, y por debajo de los promedios de 15.5 veces y 26.5 veces, respectivamente, de las de mercados desarrollados.

## Valuación - Sector Hotelero Internacional

Empresa	País	Precio (USD)	Valor Mercado	VE/EBITDA			P/U			EBITDA Δ%		Deuda Neta /		Margen EBITDA	Rend. Div.	
		13-Aug-24	(Mill. USD)	U12M	2024E	2025E	U12M	2024E	2025E	P/VL	2024E	2025E	EBITDA			ROE
<i>Mercados Emergentes</i>																
HOTELES CITY EXPRESS SAB DE	México	\$ 0.23	96	6.5x	6.0x	4.8x	45.9x	11.5x	6.4x	0.3x	6%	18%	3.6x	n.a.	26.4	-
GRUPO HOTELERO SANTA FE SAB	México	\$ 0.21	149	9.5x	9.4x	7.6x	n.a.	n.a.	20.9x	0.5x	-12%	22%	3.4x	n.a.	22.4	-
H WORLD GROUP LTD-ADR	China	\$ 29.09	9,273	14.7x	8.6x	7.6x	17.7x	15.5x	13.2x	5.4x	-31%	13%	4.4x	31.3x	28.5	2.2
GENTING BHD	Malasia	\$ 1.01	3,885	3.5x	3.0x	2.5x	12.7x	10.1x	8.3x	0.3x	4%	7%	1.7x	4.3x	33.5	3.4
KINGDOM HOLDING CO	A. Saudita	\$ 2.26	8,363	49.8x	14.6x	13.0x	22.9x	28.4x	26.9x	0.8x	197%	8%	-18.9x	4.1x	28.8	3.3
SHANGRI-LA ASIA LTD	Hong Kong	\$ 0.64	2,287	16.6x	12.5x	11.7x	12.4x	10.8x	8.9x	0.4x	25%	6%	11.6x	3.5x	21.6	3.0
SH JINJIANG INTL HOTELS - B	China	\$ 1.49	3,176	n.a.	6.9x	6.4x	21.4x	15.8x	14.6x	1.3x	-10%	4%	3.2x	6.3x	28.1	4.7
BTG HOTELS GROUP CO LTD-A	China	\$ 1.67	1,863	n.a.	4.9x	4.7x	15.9x	14.6x	12.9x	1.2x	-17%	3%	2.4x	7.7x	41.0	1.8
<b>Total / Promedio Mdos. Emergentes</b>			<b>28,997</b>	<b>11.9x</b>	<b>6.5x</b>	<b>5.8x</b>	<b>17.6x</b>	<b>15.9x</b>	<b>13.7x</b>	<b>0.9x</b>	<b>-4%</b>	<b>8%</b>	<b>1.1x</b>	<b>9.5x</b>	<b>29.1</b>	<b>2.6</b>
<i>Mercados Desarrollados</i>																
ORIENTAL LAND CO LTD	Japón	\$ 26.82	48,768	34.1x	27.5x	24.3x	62.0x	54.0x	48.5x	8.2x	17%	12%	-0.7x	12.9x	33.3	0.4
MARRIOTT INTERNATIONAL -CL A	EE.UU.	\$ 216.43	60,930	17.9x	15.0x	14.2x	20.8x	22.9x	21.1x	n.a.	16%	7%	3.3x	n.a.	17.1	1.2
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS IN	EE.UU.	\$ 205.16	50,557	24.8x	17.8x	16.7x	41.8x	29.2x	26.2x	-16.4x	37%	8%	4.2x	n.a.	22.7	0.3
ACCOR SA	Francia	\$ 37.46	9,126	10.7x	9.3x	8.5x	13.2x	14.7x	13.5x	1.7x	11%	9%	2.7x	13.3x	19.6	3.5
INTERCONTINENTAL HOTELS GROU	R. Unido	\$ 94.04	15,035	16.7x	15.0x	13.9x	23.6x	21.7x	19.8x	-6.8x	7%	8%	2.6x	n.a.	n.a.	1.7
HYATT HOTELS CORP - CL A	EE.UU.	\$ 135.46	13,672	21.7x	13.6x	12.3x	14.0x	30.0x	31.0x	3.5x	31%	8%	3.0x	25.9x	10.9	0.4
WYNDHAM HOTELS & RESORTS INC	EE.UU.	\$ 73.03	5,768	15.1x	11.8x	11.4x	22.6x	17.0x	16.0x	9.3x	18%	4%	4.4x	33.9x	38.6	2.1
CHOICE HOTELS INTL INC	EE.UU.	\$ 118.17	5,579	15.7x	12.6x	12.3x	23.3x	18.0x	17.5x	n.a.	20%	1%	3.9x	n.a.	30.5	1.0
MINOR HOTELS EUROPE & AMERIC	España	\$ 4.58	1,998	n.a.	6.3x	5.8x	n.a.	11.9x	11.2x	1.7x	1%	2%	3.3x	16.1x	29.2	n.a.
MELIA HOTELS INTERNACIONAL	España	\$ 6.86	1,511	7.4x	7.0x	6.6x	11.7x	10.8x	10.1x	1.6x	11%	3%	4.7x	21.8x	25.4	n.a.
<b>Total / Promedio Mdos. Desarrollados</b>			<b>212,944</b>	<b>20.2x</b>	<b>15.5x</b>	<b>14.5x</b>	<b>27.1x</b>	<b>26.5x</b>	<b>24.5x</b>	<b>20.8x</b>	<b>19%</b>	<b>7%</b>	<b>3.1x</b>	<b>20.7x</b>	<b>25.2</b>	<b>1.3</b>

Fuente: Bloomberg

## Modelo de Flujos Descontados

Establecimos un valor intrínseco estimado de P\$11.00/acción para los próximos 12 meses con base en el modelo de flujos descontados, el cual incluye la tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.3% en términos nominales, así como un costo de capital (“WACC” por sus siglas en inglés) de 12.9%.

## Modelo de Flujos Descontados

(Cifras en Millones de Pesos)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Perp.
UT. OPERACIÓN	866	997	1,167	1,361	1,565	1,616
Tasa de Impuestos	20%	20%	20%	20%	20%	30%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	-173	-199	-233	-272	-313	-323
NOPLAT	692	798	933	1,088	1,252	1,293
Depreciación	445	467	490	515	541	558
Cambios Cap. Trabajo	-25	-24	-25	-26	-26	-27
CAPEX	-377	-405	-434	-466	-499	-755
FCFF	735	836	965	1,112	1,267	1,069
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						3.3%
VP del Periodo Explicito (2025 - 2029E)						3,356
Valor de la Perpetuidad						11,126
VP de la Perpetuidad						5,382
Valor de la Empresa						8,738
Deuda Neta						3,587
Interés Minoritario						1,215
Valor de Mercado						3,935
Terrenos						600
Valor de Mercado Ajustado						4,535
<i>Acciones en Circ.</i>						412
Precio Objetivo						P\$ 11.00
Precio de Mercado Actual						P\$ 4.40
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						150.0%
VE/EBITDA Estimado						6.9x
P/U Estimado						15.9x
Costo Promedio de la Deuda						14.1%
Tasa de Impuestos de LP						30.0%
Costo de Deuda Después de Impuestos						9.9%
Costo de Capital						15.3%
Premio por Riesgo de Mdo.						7.4%
Tasa Libre de Riesgo						10.1%
Beta						0.70
% Deuda Total						35.4%
% Capital						64.6%
WACC						12.9%

## Análisis de sensibilidad

Desarrollamos un análisis de sensibilidad del valor intrínseco estimado basado en diferentes niveles de múltiplos EV/EBITDA y P/U, comparados contra diferentes niveles de EBITDA y de utilidad neta, respectivamente. Nuestro valor intrínseco estimado implica que las acciones de “Norte 19” cotizarán a un VE/EBITDA estimado de 6.9 veces y a un P/U proyectado de 15.9 veces a finales del año actual, los cuales nos parecen conservadores.

**Análisis de Sensibilidad, EV/EBITDA vs. EBITDA**

	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
<b>EBITDA Proyectado</b>	<b>1,183</b>	<b>1,245</b>	<b>1,310</b>	<b>1,376</b>	<b>1,445</b>
<b>EV/EBITDA Objetivo</b>					
5.4x	4.57	5.38	6.23	7.09	7.98
5.9x	6.00	6.89	7.82	8.75	9.73
6.4x	7.44	8.40	9.41	10.42	11.49
<b>6.9x</b>	<b>8.87</b>	<b>9.91</b>	<b>11.00</b>	<b>12.09</b>	<b>13.24</b>
7.4x	10.31	11.42	12.59	13.76	14.99
7.9x	11.74	12.93	14.18	15.43	16.74

**Análisis de Sensibilidad, P/U vs. Ut. Neta**

	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
<b>Ut. Neta Proyectada</b>	<b>257</b>	<b>270</b>	<b>284</b>	<b>299</b>	<b>314</b>
<b>P/U Objetivo</b>					
12.9x	8.06	8.48	8.93	9.38	9.85
13.9x	8.68	9.14	9.62	10.10	10.61
14.9x	9.30	9.79	10.31	10.83	11.37
<b>15.9x</b>	<b>9.93</b>	<b>10.45</b>	<b>11.00</b>	<b>11.55</b>	<b>12.13</b>
16.9x	10.55	11.10	11.69	12.27	12.89
17.9x	11.17	11.76	12.38	13.00	13.65

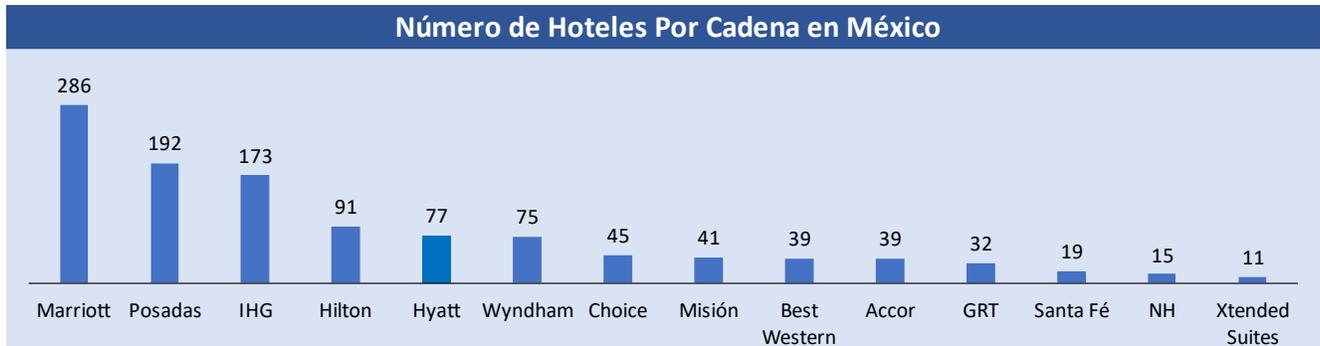
**DESCRIPCIÓN DE “NORTE 19”**

“Promotora de Hoteles Norte 19” (anteriormente “Hoteles City Express”), fue fundada en 2002 en la Ciudad de México como una empresa desarrolladora y operadora de hoteles de la marca “City Express”, una de las más exitosas de la región. En mayo de 2023, vendió sus cinco marcas insignia a Marriott International por US\$100 millones. En la actualidad, opera 152 hoteles que cumplen con estándares internacionales en los segmentos medio, servicio selecto y servicio completo con presencia en 75 ciudades de México, Colombia, Chile y Costa Rica. La empresa también proporciona servicios de desarrollo, construcción de hoteles y servicios tecnológicos enfocados en la industria hospitalaria.



					
Descripción	Marca Insignia Servicios Esenciales Segmento Económico	Producto City Express en Ubicaciones Premium	Marca de Segmento Económico Misma Calidad Pero con Cuartos Más Pequeños	Marca de Estancia Prolongada Diseño Tipo Departamento	Producto Esencial en Centros de Ciudad y Acabados Premium
Tamaño de Cuarto Promedio	23 M2 (248 ft2)	25 M2 (269 ft2)	17 M2 (183 ft2)	30 M2 (323 ft2)	30 M2 (323 ft2)
Tarifa Promedio Diaria	P\$760 - 1,800	P\$950 - 2,210	P\$715 - 1,480	P\$980 - 2,675	P\$1,490 - 2,475
Cuartos Por Hotel	100 -150	70 - 150	105 -134	26 - 120	35 - 80
# de Hoteles	89	27	22	11	3
# de Cuartos	10,549	3,699	2,467	601	217

“Norte 19” es el mayor operador de hoteles de servicio selecto para Marriott en la región.



Fuente: Norte 19



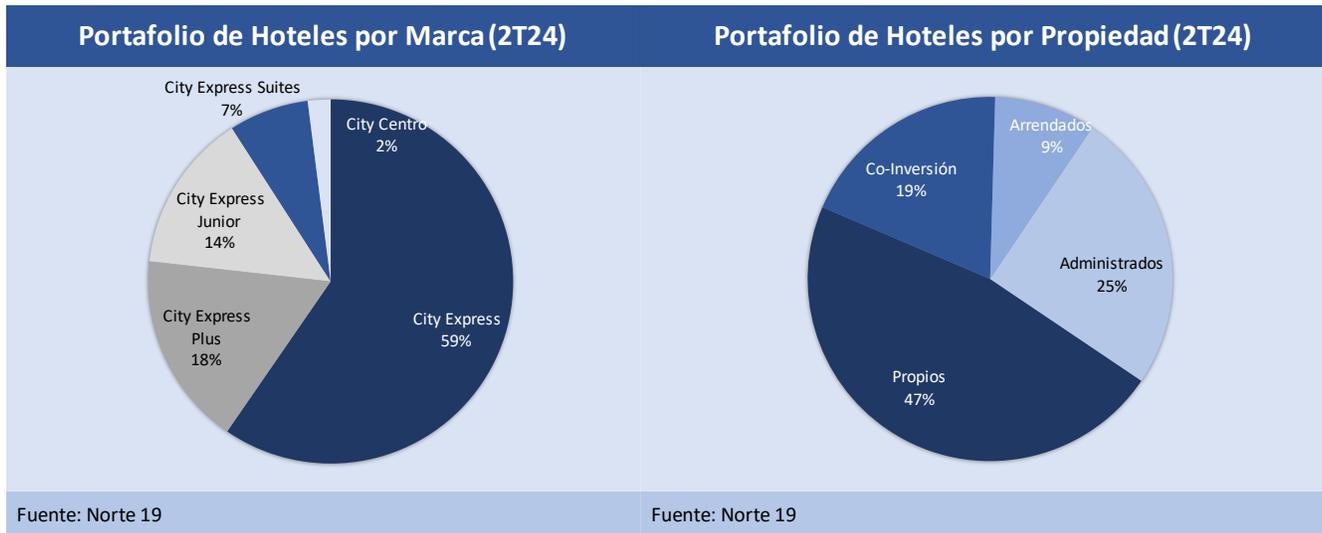
Fuente: Norte 19

El portafolio de “Norte 19” se ha visto favorecido por su exposición a diferentes actividades económicas, marcas y estructuras.

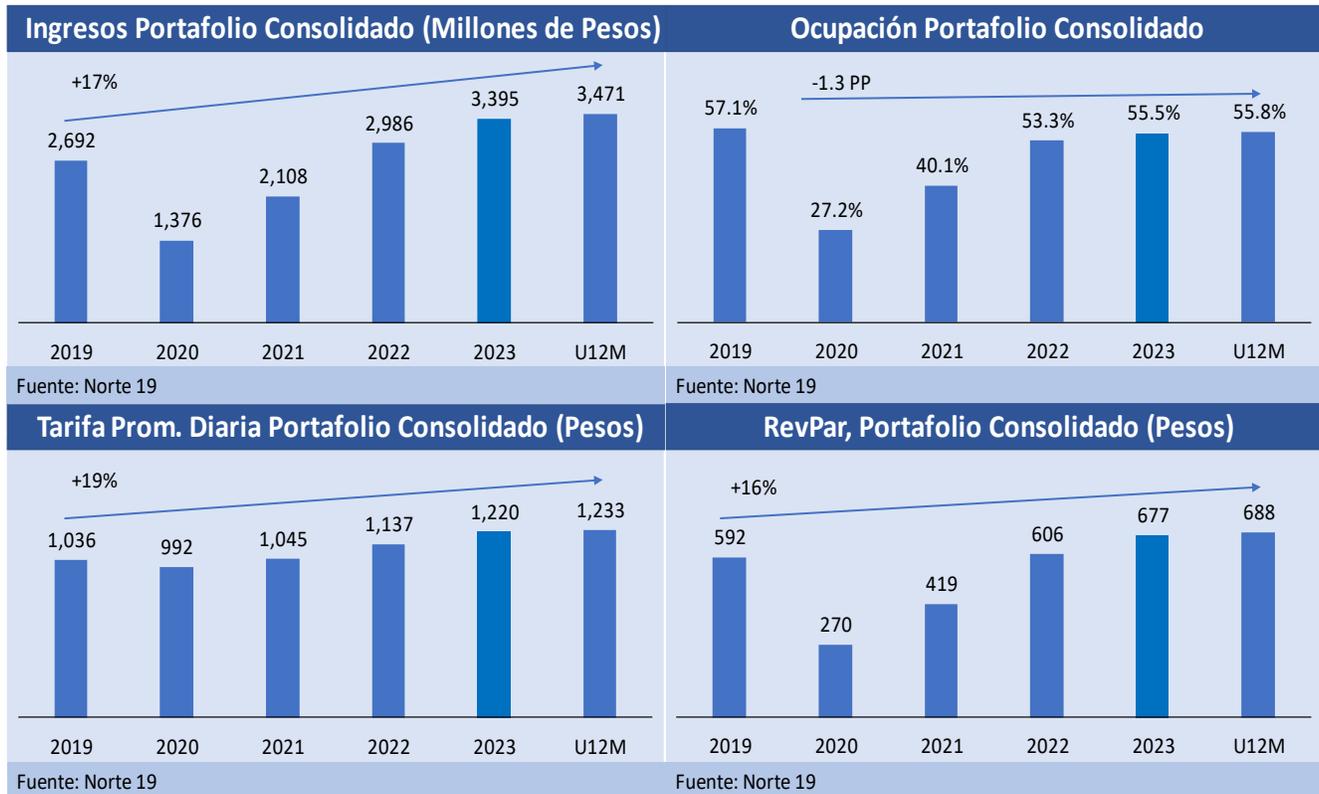


Fuente: Norte 19

Fuente: Norte 19



La empresa ha mantenido un desempeño satisfactorio después de la pandemia con un importante crecimiento en la mayoría de los indicadores operativos, impulsados principalmente por una mayor tarifa promedio diaria (“ADR” por sus siglas en inglés).



“Norte 19” llevó a cabo su oferta pública inicial como Hoteles City Express en la BMV el 13 de junio de 2013 a un precio de P\$24.0/acción. En octubre de 2014, lanzó una oferta pública subsecuente a un precio de P\$23.50/acción. En julio de 2021, después del cierre temporal de los hoteles durante la pandemia del COVID, llevó a cabo una oferta de suscripción a un precio de P\$7.0/acción para fortalecer su hoja de balance.

Actualmente, la empresa cuenta con 412,327,262 acciones totales en circulación, con un importe promedio operado diario de P\$1.2 millones durante los últimos 6 meses. El management es propietario del 3% de las acciones en circulación, mientras que la empresa ha recomprado alrededor del 10% de las acciones (que espera colocar en el futuro con algún inversionista estratégico), por lo cual el restante 87% son las acciones flotantes. Los accionistas institucionales importantes incluyen a los fondos de BBVA con 5.1% de las acciones, Actinver fondos con 1.79% y Dimensional Fund Advisors con 1.06%, de acuerdo con información de Bloomberg.

## PRINCIPALES RIESGOS

**Exposición a la situación macroeconómica de México y otros países latinoamericanos.** “Norte 19” está expuesta a la inflación prevaeciente, así como a las fluctuaciones en las tasas de interés, tipo de cambio, mercado accionario y mercado de derivados.

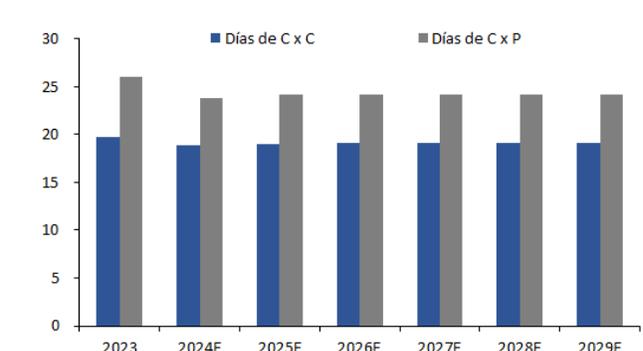
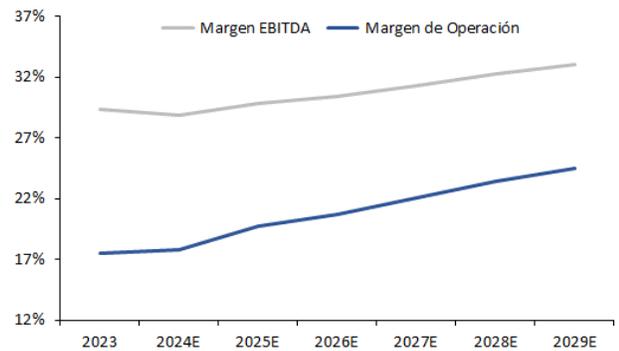
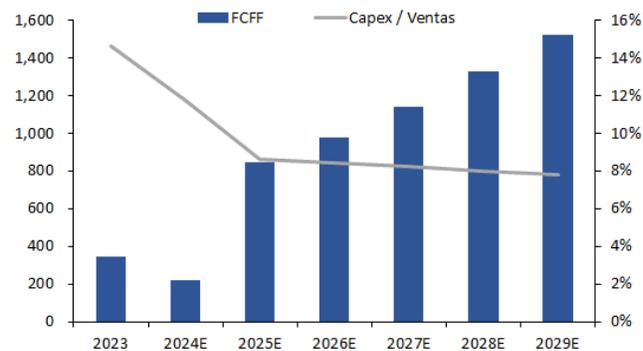
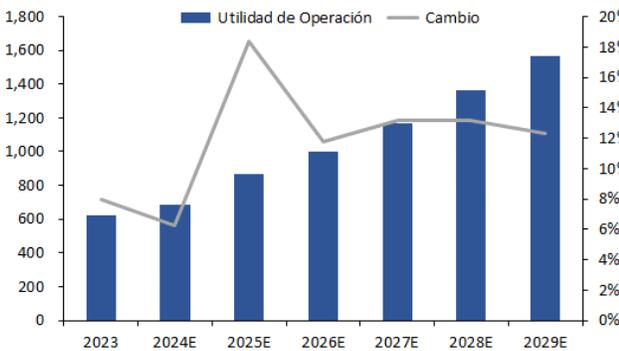
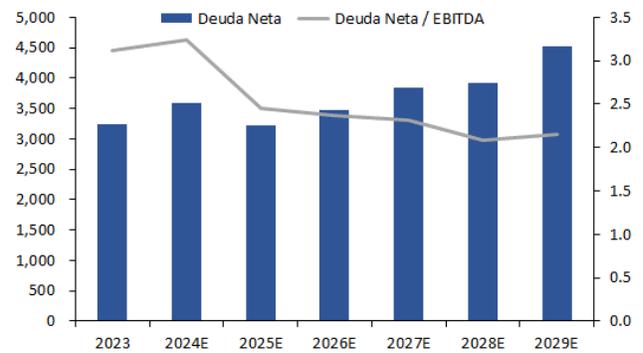
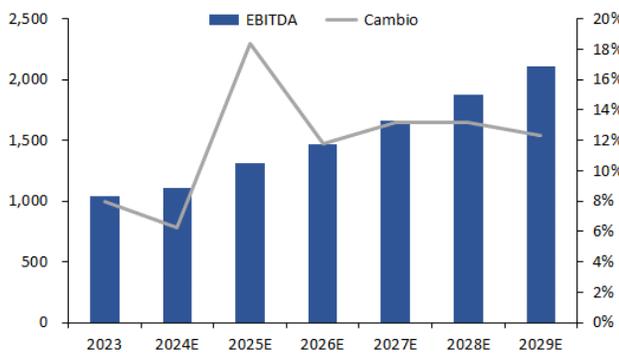
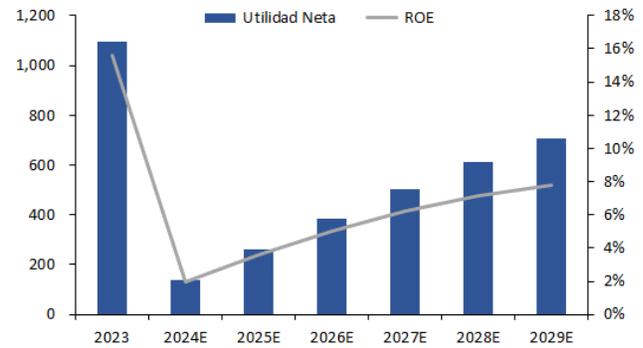
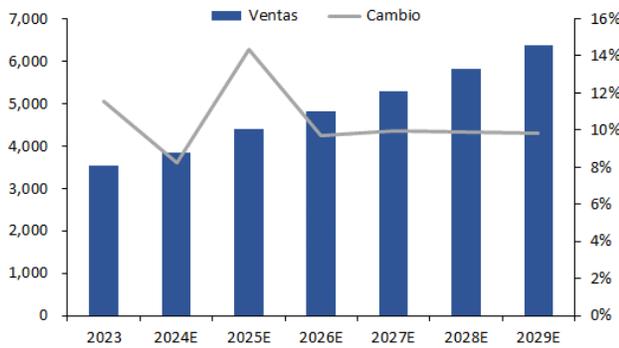
**Competencia.** Existe una importante competencia por parte de cadenas hoteleras internacionales en todos los países en donde “Norte 19” opera.

**Cancelación de la alianza con “Marriott International”.** Sin embargo, creemos que es poco probable dado que “Norte 19” es el mayor operador de hoteles de Marriott en la región.

**Cambios en las políticas gubernamentales / fiscales / ambientales.** Los cambios regulatorios adversos podrían hacer que la competencia se incrementara. Cualquier alza en las tasas de impuestos, o el establecimiento de nuevos impuestos de cualquier tipo, podría afectar el desempeño de la empresa.

**Falta de cumplimiento en los covenants financieros en el 4T23.** Sin embargo, la empresa obtuvo una dispensa hasta el 4T24.

(Cifras en Millones de P\$)



**PROYECCIONES FINANCIERAS**

<b>PRINCIPALES INDICADORES OPERATIVOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
Ingresos Totales	3,544	3,836	4,388	4,813	5,291	5,814	6,385
Costos y Gastos Generales	-2,499	-2,726	-3,074	-3,344	-3,630	-3,935	-4,275
EBITDA Ajustado	1,045	1,110	1,314	1,468	1,661	1,879	2,110
Margen EBITDA Ajustado	29.5%	28.9%	29.9%	30.5%	31.4%	32.3%	33.0%
Otros Gastos No-Recurrentes	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA	1,041	1,107	1,310	1,464	1,657	1,875	2,106
Margen EBITDA	29.4%	28.8%	29.9%	30.4%	31.3%	32.3%	33.0%
<b>Hoteles Consolidados</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>116</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>119</b>	<b>120</b>
Cuartos al Final del Periodo	13,140	13,283	13,542	13,682	13,822	13,962	14,102
Ocupación Promedio (%)	55.5%	55.7%	56.2%	56.7%	57.2%	57.7%	58.2%
ADR (P\$)		1,320	1,412	1,510	1,616	1,729	1,850
RevPar (P\$)		736	794	857	925	998	1,077
Ingresos	3,421	3,799	4,169	4,535	4,946	5,393	5,879
Costos y Gastos Generales	-2,436	-2,688	-2,943	-3,178	-3,425	-3,690	-3,977
EBITDA Ajustado	985	1,111	1,227	1,357	1,521	1,703	1,903
Margen EBITDA Ajustado	28.8%	29.3%	29.4%	29.9%	30.8%	31.6%	32.4%
Otros Gastos No-Recurrentes	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA	981	1,108	1,223	1,353	1,518	1,699	1,899
Margen EBITDA	28.7%	29.2%	29.3%	29.8%	30.7%	31.5%	32.3%
<b>Hoteles en Administración</b>	<b>152</b>	<b>155</b>	<b>162</b>	<b>168</b>	<b>174</b>	<b>180</b>	<b>186</b>
Cuartos en Operación	17,503	17,833	18,592	19,232	19,872	20,512	21,152
Ocupación Promedio (%)	55.6%	54.8%	55.3%	55.8%	56.3%	56.8%	57.3%
ADR (P\$)	1,215	1,553	1,637	1,735	1,839	1,950	2,067
RevPar (P\$)	676	851	905	968	1,035	1,107	1,184
Ingresos	654	628	689	762	842	931	1,027
Costos y Gastos Generales	-593	-630	-647	-705	-769	-838	-913
EBITDA Ajustado	60	-2	42	57	74	93	114
Margen EBITDA Ajustado	9.2%	-0.3%	6.1%	7.4%	8.8%	10.0%	11.1%
Otros Gastos No-Recurrentes	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	60	-2	42	57	74	93	114
Margen EBITDA	9.2%	-0.3%	6.1%	7.4%	8.8%	10.0%	11.1%
<b>Desarrollo, Construcción y Plataformas</b>							
Ingresos	0	0	150	167	187	209	233
Costos y Gastos Generales	0	0	-105	-113	-122	-125	-140
EBITDA Ajustado	0	0	45	54	65	84	93
Margen EBITDA Ajustado	0.0%	0.0%	30.0%	32.5%	35.0%	40.0%	40.0%
Otros Gastos No-Recurrentes	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	0	0	45	54	65	84	93
Margen EBITDA	0.0%	0.0%	30.0%	32.5%	35.0%	40.0%	40.0%
Ajuste IFRS Ventas	-531	-591	-621	-652	-685	-719	-755
Ajuste IFRS Costos y gastos	531	591	621	652	685	719	755

(Cifras en Millones de Pesos)

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
Ventas	3,544	3,836	4,388	4,813	5,291	5,814	6,385
Costo de Ventas	-2,425	-2,757	-3,105	-3,377	-3,681	-4,010	-4,366
Utilidad Bruta	1,119	1,079	1,282	1,435	1,610	1,804	2,019
<i>Margen Bruto</i>	<i>31.6%</i>	<i>28.1%</i>	<i>29.2%</i>	<i>29.8%</i>	<i>30.4%</i>	<i>31.0%</i>	<i>31.6%</i>
Gastos Generales	-496	-393	-413	-434	-439	-439	-450
Utilidad de Operación	619	683	866	997	1,167	1,361	1,565
<i>Margen de Operación</i>	<i>17.5%</i>	<i>17.8%</i>	<i>19.7%</i>	<i>20.7%</i>	<i>22.0%</i>	<i>23.4%</i>	<i>24.5%</i>
Depreciación y Amortización	-422	-424	-445	-467	-490	-515	-541
EBITDA	1,041	1,107	1,310	1,464	1,657	1,875	2,106
<i>Margen EBITDA</i>	<i>29.4%</i>	<i>28.8%</i>	<i>29.9%</i>	<i>30.4%</i>	<i>31.3%</i>	<i>32.3%</i>	<i>33.0%</i>
Ganancia Financiera	93	45	58	77	85	93	103
Costo Financiero	-761	-567	-568	-553	-574	-627	-713
Ut. Antes de Impuestos	-49	161	356	522	678	827	955
ISR y PTU	40	-3	-71	-104	-136	-165	-191
Operaciones Discontinuas	1,114	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	1,105	158	284	417	542	662	764
<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
ACTIVO TOTAL	14,110	13,878	14,189	14,939	15,926	16,749	18,211
Activo Circulante	1,587	1,631	2,087	2,266	2,464	2,678	2,911
Activo de Largo Plazo	12,523	12,247	12,102	12,674	13,462	14,071	15,300
PASIVO TOTAL	5,977	5,509	5,568	5,984	6,524	6,791	7,604
Pasivo Circulante	1,175	852	912	1,327	1,867	2,134	2,947
Pasivo de Largo Plazo	4,803	4,657	4,657	4,657	4,657	4,657	4,657
DEUDA TOTAL	4,253	4,585	4,619	5,016	5,536	5,781	6,571
Deuda Neta	3,244	3,587	3,215	3,476	3,842	3,920	4,528
CAPITAL CONTABLE TOTAL	8,133	8,369	8,621	8,955	9,403	9,958	10,607
Cap. Contable Part. Controladora	7,009	7,154	7,370	7,655	8,037	8,512	9,067
Interés Minoritario	1,124	1,215	1,252	1,300	1,365	1,446	1,540
<b>ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>
Utilidad Neta	1,105	158	284	417	542	662	764
Part. Rel. con Act. de Inversión	-74	898	917	939	963	987	1,013
Flujo de Efvo. Antes de Imp.	1,031	998	1,328	745	691	1,065	654
Cambios en el Cap. de Trabajo	-162	-389	-25	-24	-25	-26	-26
Flujo de Efvo. de Operación	869	609	1,303	721	666	1,039	628
Flujo de Efvo. Act. Inversión	1,236	-404	-325	-352	-382	-413	-447
Flujo de Efvo. de Financ.	-2,065	-195	-536	-197	-96	-423	38
Incr. (Decr.) Neto en Caja e Inv. Temp.	93	6	442	171	189	203	218
Caja e Inv. Temp. Inicio del Periodo	917	1,010	997	1,404	1,540	1,693	1,860
Caja e Inv. Temp. Final del Periodo	1,010	997	1,404	1,540	1,693	1,860	2,043

**CITY EXPRESS**  
BY MARRIOTT



**CITY EXPRESS PLUS**  
BY MARRIOTT



**CITY EXPRESS**  
suites  
BY MARRIOTT



**CITY EXPRESS**  
junior  
BY MARRIOTT



---

**DISCLAIMER**

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research (“Miranda GR”) para Corporación Actinver, S.A.B. de C.V. La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que la presente recomendación personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte fue obtenida por fuentes públicas y/o privadas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con la misma.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en todo o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda GR recibe honorarios por parte de Promotora de Hoteles Norte 19, S.A.B. de C.V. (“Norte 19”) por servicios de analista independiente. Las empresas o Fibras bajo coberturas no tendrán oportunidad de influir en las recomendaciones, proyecciones o valor intrínseco que Miranda GR establezca en sus reportes.