

## GAP

Reporte Trimestral

25 de abril de 2022

### Sorprende favorablemente el control en gastos

- El reporte de Gap registró importantes avances y una mayor rentabilidad, por arriba de nuestras estimaciones, apoyado por un mejor desempeño en el tráfico de pasajeros y el control en gastos
- El grupo sigue destacando en el sector por tener el mayor crecimiento en EBITDA vs. cifras pre-pandemia, y resaltamos el importante abaratamiento en la valuación tras incorporar las cifras del trimestre

**Sólidos crecimientos operativos y expansión en márgenes.** Gap mostró un incremento en los pasajeros del 1T22 de 69.9% a/a (+5.8% vs. 1T19), debido a una mayor demanda y una todavía baja base comparativa, aunque más normalizada. Lo anterior junto a tarifas más altas aprobadas en los Programas Maestros de Desarrollo, reflejaron un aumento anual en la suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos de 85.4% a \$5,022 millones (+42.2% vs. 1T19), en línea con lo esperado. Por su parte, el apalancamiento operativo llevó a un mayor avance en el EBITDA de 111.0% a \$3,708 millones, que se vio apoyado por el estricto control en costos y gastos, con lo que el margen respectivo, excluyendo cambios contables (sin impacto en el flujo), subió 9.0pp, ubicándose en 73.8%, superando nuestra estimación de 69.0%. Finalmente, el grupo presentó un crecimiento en la utilidad integral atribuible a participación controladora de 70.4% a/a a \$2,222 millones, ante el mejor desempeño operativo. Al integrar los resultados del trimestre, el múltiplo FV/EBITDA registró un interesante abaratamiento de 15.0x a 12.7x.

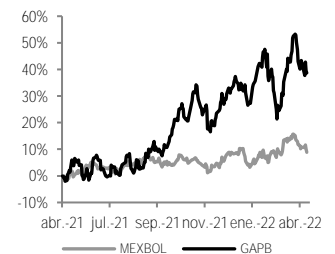
**Se fortalecen las perspectivas favorables.** La compañía ha destacado por mostrar un ritmo de recuperación más acelerado, lo cual da mayor sustento a nuestras expectativas de sólidos crecimientos y una expansión en rentabilidad para el grupo en este 2022. En este sentido, y tras el reporte positivo, estaremos actualizando nuestras estimaciones con implicaciones positivas, no sin dejar de mencionar la valuación actual que luce atractiva y compara favorablemente vs. el promedio de 5 años pre-pandemia de 14.9x.

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

José Espitia  
Subdirector Análisis Bursátil  
jose.espitia@banorte.com

MANTENER	
Precio Actual	\$290.11
PO	\$300.00
Dividendo	\$14.40
Dividendo (%)e	5.0%
Rendimiento Potencial	8.4%
Precio ADS	US\$143.89
PO ADS	US\$141.50
Acciones por ADS	10
Máx - Mín 12m (\$)	332.5 - 196.9
Valor de Mercado (US\$m)	7,328.4
Acciones circulación (m)	511
Flotante	85%
Operatividad Diaria (\$ m)	352.3
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	12.7x
P/U	19.9x
MSCI ESG Rating*	BB

Rendimiento relativo al IPC  
(12 meses)



#### Estados Financieros

Millones de pesos	2020	2021	2022E	2023E
Ingresos	11,866	19,015	23,763	24,941
Utilidad Operativa	3,820	8,857	11,652	12,809
EBITDA	5,820	10,908	14,076	15,671
Margen EBITDA	49.0%	57.4%	59.2%	62.8%
Utilidad Neta	2,165	6,510	7,648	8,207
Margen Neto	18.2%	34.2%	32.2%	32.9%
Activo Total	51,361	55,323	56,456	58,466
Disponible	14,445	13,333	12,211	12,678
Pasivo Total	28,508	34,894	36,782	38,153
Deuda	24,381	27,920	31,355	31,279
Capital	22,853	20,429	19,674	20,313

#### Múltiplos y razones financieras

	2020	2021	2022E	2023E
FV/EBITDA	27.3x	15.0x	12.0x	10.7x
P/U	70.4x	22.8x	19.4x	18.0x
P/VL	7.0x	7.7x	8.0x	7.7x
ROE	9.9%	33.8%	41.3%	42.9%
ROA	4.2%	11.8%	13.5%	14.0%
EBITDA/Intereses	4.0x	6.5x	8.5x	9.3x
Deuda Neta/EBITDA	1.7x	1.3x	1.4x	1.2x
Deuda/Capital	1.1x	1.4x	1.6x	1.5x

Fuente: Banorte

## Gap – Resultados 1T22

Cifras en millones de pesos

Concepto	1T21	1T22	Var %	1T22e	Var % vs Estim.
Ventas	3,638	6,013	65.3%	5,815	3.4%
Utilidad de Operación	1,254	3,144	150.6%	2,924	7.5%
Ebitda	1,757	3,708	111.0%	3,444	7.7%
Utilidad Neta	1,304	2,222	70.4%	1,659	33.9%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	34.5%	52.3%	17.8pp	50.3%	2.0pp
Margen Ebitda	48.3%	61.7%	13.4pp	59.2%	2.4pp
Margen Neto	35.9%	37.0%	1.1pp	28.5%	8.4pp
UPA	\$2.49	\$4.35	74.9%	\$3.53	23.4%

## Estado de Resultados (Millones)

Año	2021	2021	2022	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% a/a	% t/t
Ventas Netas	3,638.0	5,188.4	6,012.6	65.3%	15.9%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	3,638.0	5,188.4	6,012.6	65.3%	15.9%
Gastos Generales	2,383.5	2,452.8	2,868.7	20.4%	17.0%
Utilidad de Operación	1,254.5	2,735.6	3,143.9	150.6%	14.9%
Margen Operativo	34.5%	52.7%	52.3%	17.8pp	(0.4pp)
Depreciación Operativa	502.7	519.4	564.5	12.3%	8.7%
EBITDA	1,757.2	3,255.0	3,708.4	111.0%	13.9%
Margen EBITDA	48.3%	62.7%	61.7%	13.4pp	(1.1pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(79.3)	(328.4)	(272.9)	244.2%	-16.9%
Intereses Pagados	385.0	486.4	473.5	23.0%	-2.7%
Intereses Ganados	87.0	73.2	142.6	63.9%	94.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	202.6	76.8	52.7	-74.0%	-31.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	0.0%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,175.2	2,407.2	2,870.9	144.3%	19.3%
Provisión para Impuestos	137.6	604.8	543.5	295.0%	-10.1%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta e Integral	1,037.6	1,802.4	2,327.5	124.3%	29.1%
Participación Minoritaria	(12.6)	22.3	35.9	N.A.	60.9%
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	1,304.3	1,922.5	2,221.9	70.4%	15.6%
Margen Neto	35.9%	37.1%	37.0%	1.1pp	(0.1pp)
UPA	2.489	3.753	4.352	74.9%	16.0%

## Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	17,209.3	16,397.6	19,927.3	15.8%	21.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	14,728.4	13,332.9	16,899.9	14.7%	26.8%
Activos No Circulantes	34,719.4	38,925.5	38,982.8	12.3%	0.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,308.0	3,049.2	3,292.8	42.7%	8.0%
Activos Intangibles (Neto)	25,769.7	28,394.8	27,833.6	8.0%	-2.0%
Activo Total	51,928.7	55,323.1	58,910.1	13.4%	6.5%
Pasivo Circulante	4,992.8	9,363.0	6,162.0	23.4%	-34.2%
Deuda de Corto Plazo	3,674.3	3,976.5	2,471.2	-32.7%	-37.9%
Proveedores	694.7	3,128.9	2,010.9	189.5%	-35.7%
Pasivo a Largo Plazo	22,104.1	25,531.5	30,383.1	37.5%	19.0%
Deuda de Largo Plazo	20,866.4	23,896.2	28,747.5	37.8%	20.3%
Pasivo Total	28,096.9	34,894.5	36,740.0	30.8%	5.3%
Capital Contable	23,831.8	20,428.6	22,170.1	-7.0%	8.5%
Participación Minoritaria	1,072.9	1,140.2	1,159.2	8.1%	1.7%
Capital Contable Mayoritario	22,758.9	19,288.4	21,010.9	-7.7%	8.9%
Pasivo y Capital	51,928.7	55,323.1	58,910.1	13.4%	6.5%
Deuda Neta	9,802.9	14,528.0	14,307.5	46.0%	-1.5%

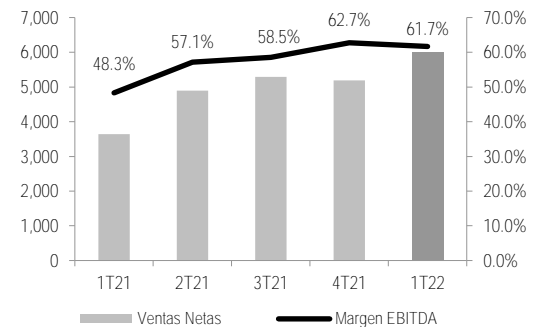
## Estado de Flujo de Efectivo

Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones	1,808.9	3,524.5	2,168.6
Flujos de actividades de inversión	(826.1)	(2,160.3)	(1,140.2)
Flujos de actividades de financiamiento	(680.9)	1,238.0	2,630.4
Efectos de la variación con la tasa de cambio	(18.0)	79.9	(91.8)
Incremento (disminución) efectivo	283.8	2,682.0	3,567.0

Fuente: Banorte, BMV

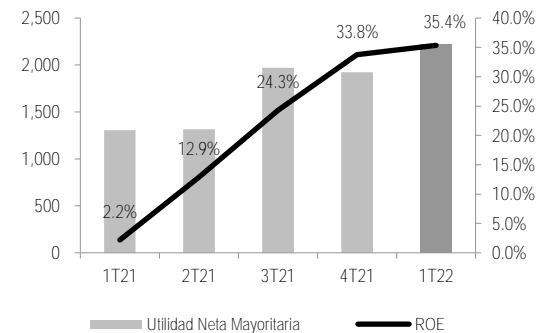
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



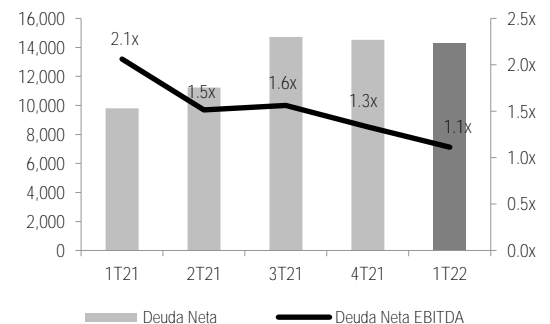
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldivar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, David Alejandro Arenas Sánchez, Leslie Thalia Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal y Daniel Sebastián Sosa Aguilar certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, fungen con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

### Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
GAPB	22/02/2022	Mantener	\$300.00
GAPB	27/10/2021	Compra	\$300.00
GAPB	28/04/2021	Compra	\$245.00
GAPB	24/02/2021	Mantener	\$233.00

### MSCI ESG Rating scale

CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
Rezagado			Promedio		Líder	

\*El MSCI ESG Rating es un indicador que evalúa a las compañías en métricas de Ambiente, Sociedad y Gobernanza (ESG por sus siglas en inglés).

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
David Alejandro Arenas Sánchez	Subdirector Análisis Bursátil	david.arenas.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899