

## Gap

Reporte Trimestral

26 de octubre 2017

### Resultados del 3T17 en línea con lo esperado

- Gap continuó con crecimientos en el 3T17. El margen EBITDA, sin tomar en cuenta ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, varió marginalmente -0.1pp y se ubicó en 69.8%
- Los ingresos operativos aumentaron 13.0% vs. 3T16 ante el alza en el tráfico de pasajeros de 10.2% A/A en sus 13 aeropuertos. Lo anterior a pesar de un impacto negativo por fenómenos naturales
- Introducimos nuestro PO 2018E de P\$210 con recomendación de Compra. Para 2018 estimamos un alza en el tráfico de pasajeros de 5.5%, en EBITDA de 7.9% y un margen EBITDA de 70.3%

**Reporte en línea en el 3T17.** Gap reportó sus resultados al 3T17 con crecimientos en ingresos, utilidad operativa, EBITDA y utilidad neta e integral mayoritaria de 6.3%, 15.8%, 12.9% y 25.0%, ubicándose en P\$3,034m, P\$1,525m, P\$1,874m y P\$1,143m, respectivamente. Salvo la utilidad neta mayoritaria que fue mejor a lo estimada, los números estuvieron alineados a nuestras expectativas. El margen EBITDA (sin cambios contables) se mantuvo en niveles elevados, ubicándose en 69.8% (-0.1pp vs. 3T16).

**Establecemos nuestro PO 2018E de P\$210 con recomendación de Compra.** Dicho PO fue obtenido con el método de valuación DCF y representa un múltiplo FV/EBITDA 2018E de 14.9x, por debajo del múltiplo promedio de 5 años (16.4x), y otorga un rendimiento de 17.2%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 3.1%, ofrece un retorno potencial total de 20.3%. Para 2018 estimamos un incremento en los pasajeros totales de 5.5%, en los ingresos totales de 1.5%, en los ingresos operativos de 7.7% (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), en el EBITDA de 7.9% y un margen EBITDA (sin cambios contables) de 70.3%.

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

#### José Espitia

Subdirector  
Aerolíneas/Aeropuertos/Cemento/  
Fibras/Infraestructura  
jose.espitia@banorte.com

#### Hugo Gómez

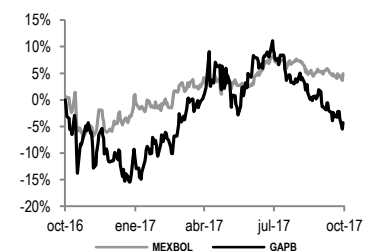
Subdirector Deuda Corporativa  
hugo.gomez@banorte.com

#### COMPRA

Precio Actual	\$179.16
<b>PO 2018</b>	<b>\$210.00</b>
Dividendo estimado	P\$6.0
Dividendo (%e)	3.1%
Rendimiento Potencial	20.3%
Precio ADS	US\$93.30
PO2018 ADS	<b>US\$112.90</b>
Acciones por ADS	10
Máx - Mín 12m (P\$)	211.95 - 156.2
Valor de Mercado (US\$m)	5,230.58
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (P\$ m)	145.8
<b>Múltiplos 12m</b>	
FV/EBITDA	14.0x
P/U	22.8x

#### Rendimiento relativo al IPC

(12 meses)



#### Estados Financieros

	2015	2016	2017E	2018E
Ingresos	8,107	11,108	12,424	12,608
Utilidad Operativa	4,089	5,235	6,347	6,869
EBITDA	5,245	6,583	7,766	8,378
Margen EBITDA	64.7%	59.3%	62.5%	66.5%
Utilidad Neta May.	3,142	3,948	4,197	4,609
Margen Neto	38.8%	35.5%	33.8%	36.6%
Activo Total	31,473	36,051	37,900	38,657
Disponible	2,996	5,188	6,677	6,524
Pasivo Total	9,317	13,647	19,388	19,756
Deuda	6,550	9,814	12,883	12,815
Capital	22,156	22,405	18,513	18,902

#### Múltiplos y razones financieras

	2015	2016	2017E	2018E
FV/EBITDA	20.5x	16.1x	13.9x	12.9x
P/U	32.3x	25.5x	23.9x	21.8x
P/VL	4.7x	4.7x	5.7x	5.6x
ROE	15.0%	19.0%	21.4%	27.4%
ROA	10.4%	11.4%	11.3%	12.3%
EBITDA/ intereses	43.2x	51.2x	25.2x	43.0x
Deuda Neta/EBITDA	0.7x	0.7x	0.9x	0.8x
Deuda/Capital	0.3x	0.4x	0.7x	0.7x

Fuente: Banorte-Ixe

### Gap – Resultados 3T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	3T16	3T17	Var %	3T17e	Var % vs Estim.
Ventas	2,854	3,034	6.3%	3,069	-1.2%
Utilidad de Operación	1,317	1,525	15.8%	1,545	-1.3%
Ebitda	1,661	1,874	12.9%	1,892	-0.9%
Utilidad Neta	914	1,143	25.0%	1,035	10.4%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	46.2%	50.3%	4.1pp	50.3%	-0.1pp
Margen Ebitda	58.2%	61.8%	3.6pp	61.6%	0.1pp
Margen Neto	32.0%	37.7%	5.6pp	33.7%	3.9pp
UPA	\$1.63	\$2.04	25.0%	\$1.85	10.4%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2016	2017	2017	Variación	Variación
Trimestre	3	2	3	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,853.8</b>	<b>3,095.0</b>	<b>3,033.6</b>	<b>6.3%</b>	<b>-2.0%</b>
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	2,853.8	3,095.0	3,033.6	6.3%	-2.0%
Gastos Generales	1,536.6	1,486.3	1,508.7	-1.8%	1.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>1,317.2</b>	<b>1,608.7</b>	<b>1,524.9</b>	<b>15.8%</b>	<b>-5.2%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>46.2%</b>	<b>52.0%</b>	<b>50.3%</b>	<b>4.1pp</b>	<b>(1.7pp)</b>
Depreciación Operativa	343.6	350.6	349.3	1.7%	-0.4%
<b>EBITDA</b>	<b>1,660.8</b>	<b>1,959.3</b>	<b>1,874.3</b>	<b>12.9%</b>	<b>-4.3%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>58.2%</b>	<b>63.3%</b>	<b>61.8%</b>	<b>3.6pp</b>	<b>(1.5pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(101.8)</b>	<b>46.1</b>	<b>(110.3)</b>	<b>8.3%</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados	157.5	147.9	157.9	0.2%	6.8%
Intereses Ganados	136.5	99.9	108.0	-20.9%	8.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(80.8)	129.6	(61.6)	-23.8%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(7.4)	(1.3)	6.5	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>1,208.0</b>	<b>1,653.5</b>	<b>1,421.1</b>	<b>17.6%</b>	<b>-14.1%</b>
Provisión para Impuestos	368.5	520.9	336.6	-8.7%	-35.4%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta e Integral</b>	<b>839.5</b>	<b>1,132.7</b>	<b>1,084.5</b>	<b>29.2%</b>	<b>-4.2%</b>
Participación Minoritaria	15.5	21.1	20.5	31.8%	-2.9%
<b>Utilidad Neta e Integral Mayoritaria</b>	<b>914.1</b>	<b>998.3</b>	<b>1,142.9</b>	<b>25.0%</b>	<b>14.5%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.3%</b>	<b>37.7%</b>	<b>5.6pp</b>	<b>5.4pp</b>
<b>UPA</b>	<b>1.629</b>	<b>1.780</b>	<b>2.037</b>	<b>25.0%</b>	<b>14.5%</b>

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>6,203.5</b>	<b>7,598.7</b>	<b>7,152.7</b>	<b>15.3%</b>	<b>-5.9%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,313.1	6,658.4	6,141.9	15.6%	-7.8%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>28,919.1</b>	<b>29,375.5</b>	<b>29,677.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.0%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,541.9	1,514.9	1,523.3	-1.2%	0.5%
Activos Intangibles (Neto)	21,874.5	22,251.6	22,511.7	2.9%	1.2%
<b>Activo Total</b>	<b>35,122.7</b>	<b>36,974.2</b>	<b>36,830.2</b>	<b>4.9%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>2,633.6</b>	<b>4,872.8</b>	<b>3,507.3</b>	<b>33.2%</b>	<b>-28.0%</b>
Deuda de Corto Plazo	72.2	66.2	67.3	-6.7%	1.7%
Proveedores	349.5	531.8	659.4	88.7%	24.0%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>11,321.7</b>	<b>12,493.7</b>	<b>12,541.7</b>	<b>10.8%</b>	<b>0.4%</b>
Deuda de Largo Plazo	9,475.1	10,552.4	10,548.9	11.3%	0.0%
<b>Pasivo Total</b>	<b>13,955.3</b>	<b>17,366.6</b>	<b>16,049.0</b>	<b>15.0%</b>	<b>-7.6%</b>
Capital Contable	21,167.4	19,607.6	20,781.2	-1.8%	6.0%
Participación Minoritaria	1,016.1	952.9	983.6	-3.2%	3.2%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>20,151.3</b>	<b>18,654.7</b>	<b>19,797.5</b>	<b>-1.8%</b>	<b>6.1%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>35,122.7</b>	<b>36,974.2</b>	<b>36,830.2</b>	<b>4.9%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>4,242.6</b>	<b>3,968.3</b>	<b>4,482.2</b>	<b>5.6%</b>	<b>12.9%</b>

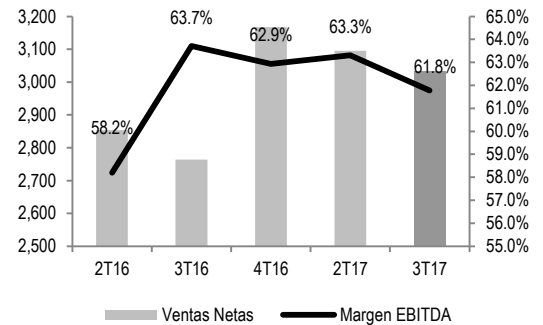
### Estado de Flujo de Efectivo

Flujos generado en la Operación	1,547.8	1,304.9	1,712.2
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(379.6)	(363.1)	(433.2)
Flujo neto de actividades de financiamiento	29.9	(326.2)	(1,792.8)
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,198.1</b>	<b>565.5</b>	<b>(516.5)</b>

Fuente: Banorte Ixe, BMV

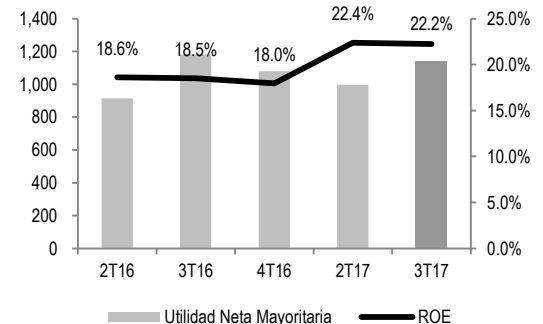
### Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



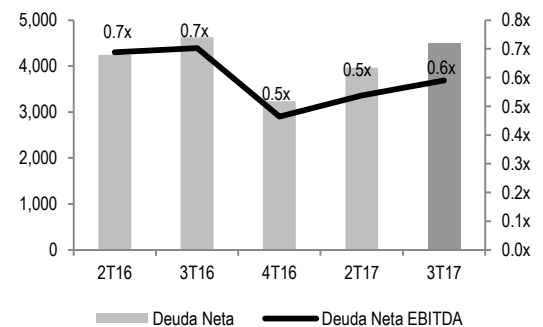
### Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



**Aumento en los ingresos operativos de 13.0% vs. 3T16, impulsado por el crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 10.2%.** El número de pasajeros totales de Gap en el 3T17 tuvo un buen incremento de 10.2%. El tráfico total de pasajeros de los 12 aeropuertos que opera en México presentó un crecimiento de 10.0% a pesar de fenómenos naturales que afectaron la operación en algunos aeropuertos de la compañía a finales de agosto y en septiembre. El sólido desempeño en pasajeros es resultado de las acciones realizadas por diversas aerolíneas para abrir rutas, aumentar frecuencias y expandir su flota –aerolíneas de bajo costo buscan ganar un mercado potencial al competir con líneas de autobuses de primera clase, que podríamos esperar continúe hacia adelante. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ registró un sólido aumento de 11.7% en sus pasajeros totales.

Considerando lo anterior, los ingresos por la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un crecimiento de 13.0% (-1.3% vs. nuestro estimado), con un alza en los aeronáuticos de 13.4% y en los no aeronáuticos de 12.0%. En este periodo se presentó una disminución en los ingresos por adiciones a bienes concesionados –que se reconocen por cambios contables, pero que no tienen impacto en el flujo de efectivo, ni en el resultado de operación de la compañía– de 27.0%. En el agregado, los ingresos totales de Gap subieron 6.3% vs. 3T16.

**La rentabilidad de la compañía (sin cambios contables) se mantuvo en niveles elevados, en línea.** El margen de operación aumentó 4.1pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 50.3%. En la misma línea, el margen EBITDA se incrementó en 3.6pp, con lo cual se ubicó en 61.8%. Lo anterior se debió a que el alza en los ingresos totales fue de 6.3%, mientras que el total de costos y gastos de operación presentó una disminución de 1.8%. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ tuvo un mayor margen EBITDA, ubicándose en 53.3% (vs. 50.9% en el 3T16).

Hay que señalar que sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, los resultados indican un margen operativo de 56.8% y un margen EBITDA de 69.8% vs. el 3T16 con márgenes operativo y de EBITDA de 55.5% y 69.9%, respectivamente. Nuestros estimados eran de 56.8% y 69.6%, respectivamente.

**La utilidad neta e integral mayoritaria aumentó 25.0% vs. 3T16.** La utilidad integral atribuible a participación controladora tuvo un alza de 25.0%, ante los mejores resultados operativos y menores impuestos (-8.7% vs. 3T16), parcialmente compensados por un mayor costo financiero (+8.3% vs. 3T16) y una disminución en la ganancia cambiaria por conversión en moneda extranjera (-19.2% vs. 3T16).

Cabe mencionar que el total de la deuda bancaria del grupo al 3T17 ascendió a P\$10,624m con una razón Deuda Neta/EBITDA 12m de 0.6x vs. 0.5x en el 2T17.

**Eventos recientes.** El grupo señaló que el Consejo de Administración de la compañía aprobó la constitución de una nueva subsidiaria que llevará a cabo la construcción y operación de un hotel en el aeropuerto de Guadalajara, que

contará con 180 habitaciones de categoría *Select Service* y representará una inversión aproximada de P\$270m. El hotel será operado por un grupo hotelero internacional, propietario de la marca. Se espera que el hotel pueda entrar en funcionamiento durante 2019.

## Estimados 2017 y 2018

Incorporando los resultados del 3T17, para 2017 estimamos un crecimiento en pasajeros totales de 11.1%, en ingresos operativos de 17.4% y en EBITDA de 18.0% con un margen EBITDA de 70.1% sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos / EBITDA). Dichos crecimientos están por arriba de la guía de la empresa.

Para 2018, esperamos que los pasajeros totales tengan un crecimiento de 5.5%, los ingresos totales de 1.5% y los ingresos operativos de 7.7% (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos). Por otro lado, proyectamos un incremento en el EBITDA de 7.9% y un margen EBITDA sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados de 70.3%.

## Valuación y PO 2018E de P\$210

A través del método de DCF, nuestro nuevo precio objetivo para 2018E es de P\$210 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2018E de 14.9x, por debajo del múltiplo promedio de 5 años (16.4x). En nuestros supuestos consideramos un WACC de 11.4%; costo promedio de la deuda de 6.4%; Beta de 0.9; tasa libre de riesgo de 7.2%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y un múltiplo FV/EBITDA terminal de 14.2x (similar al múltiplo actual) para el valor de la perpetuidad. Nuestros resultados nos muestran un rendimiento de 17.2%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 3.1%, ofrece un retorno potencial total de 20.3%.

### GAP-DCF

Millones de pesos

Concepto	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad (2023e)
EBITDA	8,971	9,647	10,410	11,177	12,085	
Capital de trabajo (-)	195	219	282	295	480	
Capex (-)	508	1,474	1,371	1,371	1,371	
Impuestos (-)	2,006	2,172	2,247	2,453	2,679	
Flujo Libre de Efectivo	6,263	5,782	6,510	7,058	7,555	171,364
						Acciones (millones)
						561
						P\$
						PO DCF
						210.0
Valor DCF	117,809					Precio Actual
						179.2
Market Cap. Actual	100,509					Rendimiento Potencial
						17.2%

Fuente: Banorte-Ixe / Los números presentados toman en cuenta la parte proporcional de la participación de Gap en DCA.

## Recomendación Deuda Corporativa

**Opinión crediticia de Gap: Bien.** Mantenemos nuestra opinión crediticia en Bien con base en los sólidos resultados al tercer trimestre de 2017, con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, EBITDA y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de +6.3%, +15.8%, +12.9% y 25.0% vs 3T16, ubicándose en P\$3,033.6m, P\$1,524.9m, P\$1,874.3m y P\$1,142.8m, respectivamente. Gap no tiene vencimientos importantes en 2017, cuenta con una caja (P\$6,141.9m) y un apropiado flujo de efectivo que nos hacen confirmar que su capacidad de pago es lo suficientemente sólida para hacer frente a todas sus obligaciones.

**Nuestra recomendación sobre las emisiones GAP 15, 15-2, 16 y 17.** Con la opinión crediticia por resultados al 3T17 de ‘Bien’ para las series 15 / 15-2 / 16 y 17, emitimos las siguientes recomendaciones fundamentadas únicamente en un análisis de valor relativo con respecto a emisiones de similar calificación y tasa de referencia:

Cambiamos nuestra recomendación de las emisiones **GAP 16 / 17**, respectivamente, de **Mantener<sup>1</sup> a Aumentar<sup>1</sup>** derivado que sus rendimientos se encuentran por encima de la curva de la muestra (emisiones quirografarias ‘AAA’, TIIIE28). Por su parte, reiteramos nuestra recomendación de GAP 15 a **Disminuir<sup>1</sup>**, derivado que se encuentra por debajo de la muestra comparable. Asimismo, ratificamos la recomendación de **Aumentar** la participación en **GAP 15-2**, derivado que su rendimiento es superior a la curva de la muestra (emisiones quirografarias ‘AAA’, Fija).

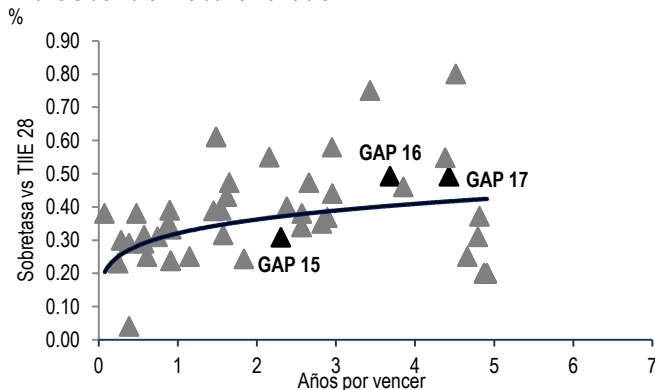
### Emisiones Quirografarias de GAP – Información de Mercado

\$mdp

Emisión	DxV	Fecha Venc	Monto Circ	Tasa de Interés	Est *	Cpn (%)	VNA	Precio Limpio	Yield (%)	Spread (%)	Var. (pb) 1 mes 1 Trim	Calificación S&P/Moody's/Fitch/HR	Recomend.
GAP15*	841	14-feb-20	2,200	TIIIE28 +0.24%	No	7.62%	100	99.85	7.69%	0.31%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
GAP16	1,345	02-jul-21	1,500	TIIIE28 +0.49%	No	7.87%	100	99.99	7.88%	0.49%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Aumentar
GAP17	1,617	31-mar-22	1,500	TIIIE28 +0.49%	No	7.87%	100	99.99	7.88%	0.49%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Aumentar
GAP15-2	2,661	07-feb-25	1,500	FIJA : 7.08%	No	7.08%	100	90.87	8.78%	1.65%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Aumentar

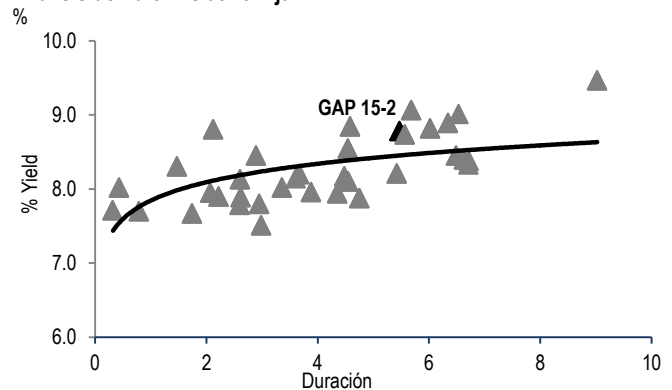
Fuente: Banorte-Ixe, BMV, Calificadoras y VALMER, al 26 de octubre de 2017. NA: No Aplica. \* Incluye Reapertura

### Análisis de Valor Relativo Variable



Fuente: VALMER, al 26 de octubre de 2017.

### Análisis de Valor Relativo Fija



Fuente: VALMER, al 26 de octubre de 2017.

<sup>1</sup> NOTA: las recomendaciones (Aumentar/Mantener/ Disminuir) son independiente a la capacidad de pago del emisor la cual es de Bien. Está fundamentada únicamente en una decisión de inversión, en busca de un mayor rendimiento.

## Evento Relevante

**Es importante recordar que Gap buscará una nueva colocación por \$2,300mdp (GAP 17-2) para los primeros días de noviembre.** La emisión estará referenciada a TIEE28 más una sobretasa por determinarse, un plazo de aproximadamente 5 años, amortizará en una sólo exhibición al vencimiento (*bullet*) y contará con calificaciones de 'mx AAA / Aaa.mx' por parte de S&P y Moody's, respectivamente. Se espera que los recursos del bono sean destinados en su totalidad para cumplir con sus necesidades de inversión en activos de conformidad con el Plan Maestro de Desarrollo de Gap.

## Calificaciones

**Standard & Poor's** (11 May 2017) confirmó sus calificaciones de riesgo crediticio y de sus emisiones de deuda existentes de largo plazo en escala nacional –CaVal– de 'mxAAA' y de corto plazo de 'mxA-1+' de GAP. La perspectiva de la calificación de riesgo crediticio es estable. De acuerdo con la agencia, durante 2016 y al cierre del primer trimestre de 2017, la generación interna de fondos de GAP se mantuvo sólida, impulsada principalmente por el incremento en el tráfico de pasajeros (crecimiento de 17% en 2016 y de 11% al primer trimestre de 2017) y esperan que dicha tendencia se mantenga en adelante. Entre los factores que apoyan su expectativa de crecimiento se encuentra la apertura de nuevas rutas de vuelo; la mayor utilización de las vías aéreas frente a las terrestres, motivado principalmente por temas de seguridad; una baja en el precio de los pasajes y el continuo crecimiento de la economía mexicana. S&P espera que el tráfico total de pasajeros aumente un 7% en 2017, con un crecimiento promedio de aproximadamente 5% en el largo plazo. Los planes de crecimiento de las aerolíneas respaldan tal expectativa, ya que implicará la apertura de nuevas rutas y frecuencias, y prevemos que esto impulsará principalmente el tráfico nacional de pasajeros, y también repercutirá en el tráfico de pasajeros internacionales hacia los destinos turísticos de México.

**Moody's** (26 Oct 2017) subió las calificaciones de emisor y de deuda de Grupo Aeroportuario del Pacífico S.A.B. de C.V. (Gap) y sus emisiones GAP 15 / 15-2 / 16 / 17 / 17-2 a 'A3' de 'Baa1' (Escala Global, moneda local) y 'Aaa.mx' de 'Aa1.mx' (Escala Nacional de México). La perspectiva es estable. De acuerdo con la agencia, el alza refleja el fuerte desempeño financiero de Gap impulsado por sólidas tendencias de pasajeros que se espera continúen. También señaló que durante los últimos tres años (2014-2016), el tráfico incrementó un promedio de 12.2% anualmente en los aeropuertos mexicanos de GAP. Considerando el Sangster International Airport ("MBJ") en Montego Bay, que fue adquirido en 2015, el tráfico incrementó 16.5% durante este período. A septiembre de 2017, el tráfico continúa mostrando una tendencia fuerte, con un crecimiento de 11.9%. En su mayoría, el tráfico de GAP son viajeros de origen y destino, y en promedio, 44% son pasajeros internacionales (a septiembre de 2017).

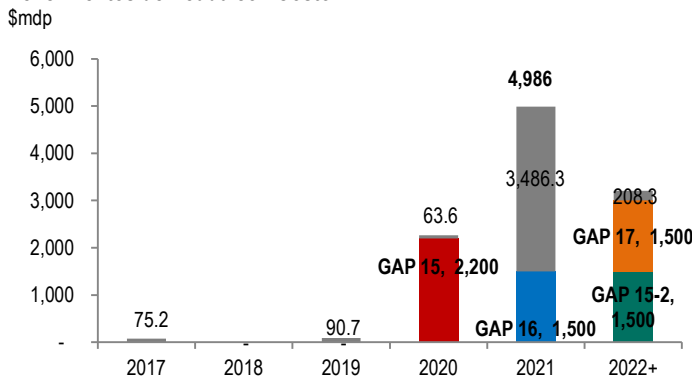
**Detonadores de cambio de calificación:**

**Standard & Poor’s** podría tomar una acción de calificación negativa si GAP presentara un desempeño financiero por debajo de sus expectativas, como consecuencia, por ejemplo, de una caída significativa en los niveles de tráfico de pasajeros o un incremento en el nivel de endeudamiento esperado, que derive en indicadores de deuda neta a EBITDA por encima de 3.0x y FFO a deuda neta por debajo del 30%, y /o en un debilitamiento significativo de la posición de liquidez de la compañía. Por otro lado, la empresa cuenta con las calificaciones más altas en la escala nacional.

**Moody’s** resalta que podría generarse presión a la baja en las calificaciones en escala global y nacional si debido a una disminución sostenida del tráfico de pasajeros, o a sobregiros importantes en inversiones de capital y a un apalancamiento excesivo, los indicadores crediticios de Gap se debilitan de manera sostenida llevando al de Cobertura de intereses con efectivo a quedar consistentemente por debajo de 5.0 veces, o al de Fondos operativos/Deuda a quedar sostenidamente por debajo de 30%. Por su parte, dado que la calificación de ‘A3’ está al mismo nivel que la calificación soberana de México, no es factible que experimente presión al alza en el corto plazo.

**Sin perspectivas de cambios.** Cómo habíamos señalado en reportes anteriores, derivado de los buenos resultados en los últimos trimestres esperábamos una acción positiva por parte de Moody’s en el corto plazo, que se cumplió el 26 de octubre. Tomando en cuenta que para ambas agencias un movimiento a la baja en la calificación de Gap se sustentaría en el incremento del apalancamiento o reducciones en Flujo de la Operación, aunado a los resultados de la empresa que presentan sólidos avances en Ingresos y EBITDA respecto a trimestres anteriores, esperamos estabilidad en las calificaciones nacionales de S&P y Moody’s de la empresa en el mediano plazo.

**Vencimientos de Deuda con Costo**



Fuente: Banorte Ixe con información de Reporte BMV.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge 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	26/10/2017	Compra	P\$210.00
GAPB	26/07/2017	Compra	P\$220.00
GAPB	26/04/2017	Compra	P\$205.00
GAPB	03/01/2017	Compra	P\$195.00

### Historial de Recomendación de Emisiones (12 meses)

Emisiones	Fecha	Opinión Crediticia / Recomendación
GAP 15 / 15-2 / 16 / 17	26-10-2017	Bien / Dis (15) / Aum (15-2/16/17)
GAP 15 / 15-2 / 16 / 17	26-07-2017	Bien / Dis (15) / Man (16/17) / Aum (15-2)
GAP 15 / 15-2 / 16	26-04-2017	Bien / Mantener
GAP 15 / 15-2 / 16	23-02-2017	Bien / Mantener

**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454