

## Gap

Reporte Trimestral

28 de abril 2016

### Reporte del 1T16 con grandes aumentos, en línea

- Fuertes crecimientos en el 1T16 con integración del Aeropuerto Montego Bay (MBJ), pero disminuye su rentabilidad debido a un menor margen Ebitda de dicho aeropuerto
- Sólido aumento en los ingresos operativos (+53.1% vs. 1T15), impulsados por un alza en el tráfico total de pasajeros de 36.4% vs. 1T15 (tomando en cuenta al aeropuerto MBJ)
- Reiteramos nuestro PO 2016E de P\$170.0 y recomendamos Mantener. Esperamos que la compañía continúe con una alta rentabilidad y el margen EBITDA 2016E sea de 68.2%

**Buen reporte del 1T16.** Gap reportó sus resultados al 1T16 con alzas en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de 58.6%, 48.6%, 47.1% y 50.1%, ubicándose en P\$2,764m, P\$1,276m, P\$1,608m y P\$1,003m, respectivamente. La Utilidad de Operación y el Ebitda estuvieron en línea y la Utilidad Neta e Integral Mayoritaria por arriba.

**Reiteramos nuestro PO 2016E de P\$170.0 y recomendamos Mantener.** Dicho precio representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 17.1x, por debajo del promedio del múltiplo de 1 año (17.3x), y otorga un rendimiento de 7.6%, que aunado al rendimiento del dividendo y reducción de capital de 4.7%, ofrece un retorno potencial total de 12.3%. Para 2016, esperamos que los pasajeros totales tengan un crecimiento de 8.3%, los ingresos totales de 18.6%, los ingresos operativos de 14.7% (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), en tanto que el Ebitda crecería 12.1%. De esta forma, el margen Ebitda se ubicaría en 68.2% (vs. 69.3%e previo 2016). Consideramos que dada la perspectiva positiva del sector hacia adelante los múltiplos se podrían mantener en niveles elevados.

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

#### José Espitia

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

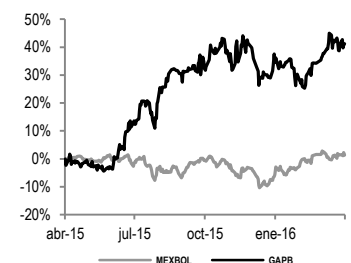
#### Hugo Gómez

Gerente Deuda Corporativa  
hugo.gomez@banorte.com

#### MANTENER

Precio Actual	\$158.00
<b>PO 2016</b>	<b>\$170.00</b>
Dividendo	P\$7.4
Dividendo (%)	4.7%
Rendimiento Potencial	12.3%
Precio ADS	US\$91.37
PO2016 ADS	<b>US\$95.50</b>
Acciones por ADS	10
Máx - Mín 12m (P\$)	167.5 - 106.1
Valor de Mercado (US\$m)	5,138.94
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (P\$ m)	185.0

#### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



#### Estados Financieros

	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	5,546	8,107	9,957	10,084
Utilidad Operativa	2,765	4,089	4,669	5,048
EBITDA	3,690	5,245	5,915	6,350
Margen EBITDA	66.5%	64.7%	59.4%	63.0%
Utilidad Neta May.	2,243	3,142	3,327	3,484
Margen Neto	40.4%	38.8%	33.4%	34.5%
Activo Total	24,286	31,473	33,055	34,537
Disponible	1,596	2,996	2,544	3,152
Pasivo Total	3,000	9,317	12,099	12,447
Deuda	1,719	6,550	7,374	7,267
Capital	21,286	22,156	20,955	22,091

#### Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	24.1x	18.2x	16.0x	14.8x
P/U	39.5x	28.5x	26.6x	25.4x
P/VL	4.2x	4.2x	4.4x	4.2x
ROE	10.6%	15.0%	16.6%	17.6%
ROA	9.2%	10.4%	10.3%	10.6%
EBITDA/ intereses	242.4x	43.2x	18.0x	14.4x
Deuda Neta/EBITDA	0.0x	0.7x	0.9x	0.7x
Deuda/Capital	0.1x	0.3x	0.4x	0.3x

Fuente: Banorte-Ixe

### Gap – Resultados 1T16

(cifras nominales en millones de pesos)

Concepto	1T15	1T16	Var %	1T16e	Var % vs Estim.
Ventas	1,742	2,764	58.6%	2,651	4.3%
Utilidad de Operación	859	1,276	48.6%	1,241	2.8%
Ebitda	1,093	1,608	47.1%	1,552	3.6%
Utilidad Neta	668	1,003	50.1%	893	12.3%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	49.3%	46.2%	-3.1pp	46.8%	-0.6pp
Margen Ebitda	62.7%	58.2%	-4.5pp	58.6%	-0.4pp
Margen Neto	38.3%	36.3%	-2.1pp	33.7%	2.6pp
UPA	\$1.19	\$1.71	43.3%	\$1.59	7.2%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2015	2016	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% A/A	% T/T
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,742.3</b>	<b>2,064.6</b>	<b>2,763.7</b>	<b>58.6%</b>	<b>33.9%</b>
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	1,742.3	2,064.6	2,763.7	58.6%	33.9%
Gastos Generales	883.3	1,036.9	1,487.5	68.4%	43.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>859.0</b>	<b>1,027.7</b>	<b>1,276.3</b>	<b>48.6%</b>	<b>24.2%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>49.3%</b>	<b>49.8%</b>	<b>46.2%</b>	<b>(3.1pp)</b>	<b>(3.6pp)</b>
Depreciación Operativa	234.0	310.5	332.1	41.9%	6.9%
<b>EBITDA</b>	<b>1,093.0</b>	<b>1,338.2</b>	<b>1,608.3</b>	<b>47.1%</b>	<b>20.2%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>62.7%</b>	<b>64.8%</b>	<b>58.2%</b>	<b>(4.5pp)</b>	<b>(6.6pp)</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(8.1)</b>	<b>44.2</b>	<b>(50.1)</b>	<b>&gt;500%</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados	30.1	69.8	82.1	173.2%	17.6%
Intereses Ganados	21.0	29.7	60.0	186.2%	101.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	1.0	84.3	(27.9)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.0	(5.4)	0.0	N.A.	N.A.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>850.9</b>	<b>1,066.5</b>	<b>1,226.2</b>	<b>44.1%</b>	<b>15.0%</b>
Provisión para Impuestos	183.0	170.5	269.3	47.2%	57.9%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0		
<b>Utilidad Neta e Integral</b>	<b>667.9</b>	<b>896.0</b>	<b>956.9</b>	<b>43.3%</b>	<b>6.8%</b>
Participación Minoritaria	0.0	(15.9)	23.8	N.A.	N.A.
<b>Utilidad Neta e Integral Mayoritaria</b>	<b>667.9</b>	<b>982.4</b>	<b>1,002.6</b>	<b>50.1%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>38.3%</b>	<b>47.6%</b>	<b>36.3%</b>	<b>(2.1pp)</b>	<b>(11.3pp)</b>
UPA	1.191	1.597	1.706	43.3%	6.8%

### Estado de Posición Financiera (Millones)

<b>Activo Circulante</b>	<b>3,816.5</b>	<b>3,386.7</b>	<b>5,661.7</b>	<b>48.3%</b>	<b>67.2%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,193.5	2,996.5	4,886.2	53.0%	63.1%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>22,228.8</b>	<b>28,086.7</b>	<b>28,282.2</b>	<b>27.2%</b>	<b>0.7%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	797.0	1,555.6	1,545.2	93.9%	-0.7%
Activos Intangibles (Neto)	16,369.0	21,183.3	21,176.3	29.4%	0.0%
<b>Activo Total</b>	<b>26,045.3</b>	<b>31,473.4</b>	<b>33,943.9</b>	<b>30.3%</b>	<b>7.8%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>792.8</b>	<b>4,658.3</b>	<b>1,641.8</b>	<b>107.1%</b>	<b>-64.8%</b>
Deuda de Corto Plazo	0.0	3,325.2	39.2	N.A.	-98.8%
Proveedores	298.6	586.9	409.9	37.3%	-30.2%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>3,298.7</b>	<b>4,659.0</b>	<b>9,113.0</b>	<b>176.3%</b>	<b>95.6%</b>
Deuda de Largo Plazo	2,600.0	3,021.4	7,409.1	185.0%	145.2%
<b>Pasivo Total</b>	<b>4,091.6</b>	<b>9,317.4</b>	<b>10,754.8</b>	<b>162.9%</b>	<b>15.4%</b>
Capital Contable	21,953.8	22,156.0	23,189.1	5.6%	4.7%
Participación Minoritaria	0.0	882.1	912.6	N.A.	3.5%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>21,953.8</b>	<b>21,274.0</b>	<b>22,276.5</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.7%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>26,045.3</b>	<b>31,473.4</b>	<b>33,943.9</b>	<b>30.3%</b>	<b>7.8%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(593.5)</b>	<b>3,554.0</b>	<b>2,768.3</b>	<b>N.A.</b>	<b>-22.1%</b>

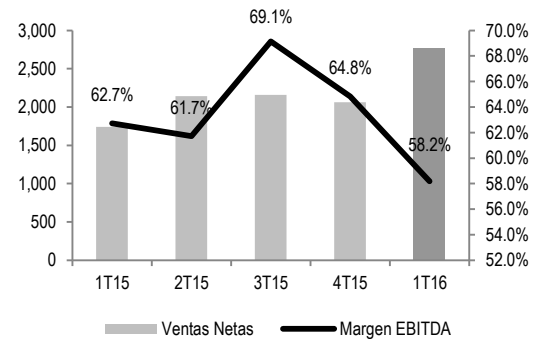
### Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	1,112.5	5,170.2			
Flujos generado en la Operación	(78.2)	(265.5)	1,511.3		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(292.2)	(3,669.9)	(519.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	855.9	166.2	897.8		
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>1,598.0</b>	<b>1,401.0</b>	<b>1,889.7</b>		

Fuente: Banorte Ixe, BMV

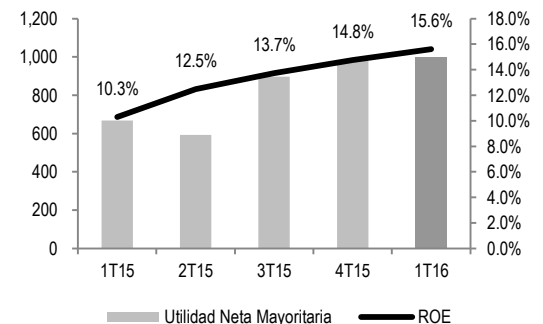
### Ventas y Margen EBITDA

(cifras en millones)



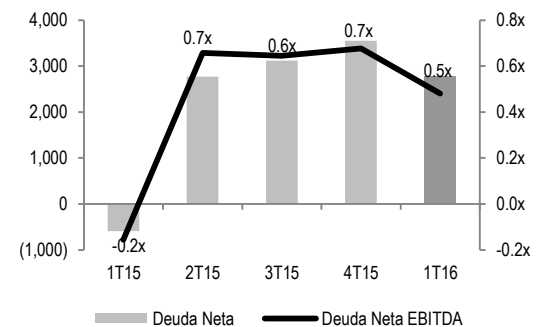
### Utilidad Neta y ROE

(cifras en millones)



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

(millones)



**Gran incremento en los ingresos operativos (+53.1% vs. 1T15) que crecen más que proporcionalmente en relación al aumento en el tráfico de pasajeros (+36.4% vs. 1T15).** El número de pasajeros totales de Gap en el 1T16 tuvo un alza de 36.4% (con la integración del Aeropuerto MBJ). El tráfico total de pasajeros de los 12 aeropuertos que opera en México presentó un aumento de 19.8%, conformado por un alza de 23.4% en los pasajeros nacionales y de 14.5% en los internacionales. El buen 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 los bajos niveles en los precios del petróleo. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ registró un aumento de 4.9% en sus pasajeros totales. Derivado de lo anterior, los ingresos por la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un gran aumento de 53.1% (+3.0% vs. nuestro estimado), con un crecimiento en los aeronáuticos de 53.8% y en los no aeronáuticos de 51.1%. En este periodo se presentó un fuerte incremento 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 91.4%. En el agregado, los ingresos totales de Gap subieron 58.6% vs. 1T15.

**Disminuye la rentabilidad ante un menor crecimiento en ingresos operativos en comparación con los costos y gastos totales (sin cambios contables).** En el consolidado, el margen de operación disminuyó 3.1pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 46.2%. De manera similar, el margen Ebitda tuvo una baja de 4.5pp, con lo cual se ubicó en 58.2%. Lo anterior se debe principalmente a un aumento en los ingresos totales de 50.1% que es menor al presentado en el total de costos y gastos de operación de 68.4%. El Aeropuerto MBJ tuvo una reducción en su margen Ebitda, ubicándose en 53.9% (vs. 55.7% en el 1T16).

Hay que señalar que sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados (cambios contables, IFRIC 12) los resultados indican también una disminución: 55.9% el margen operativo y 70.4% el de Ebitda en el 1T16 vs. 57.6% y 73.3% en el 1T15 (nuestras estimaciones eran de 56.0% y 70.0%, respectivamente).

**Sube la utilidad neta e integral mayoritaria y se ubica por arriba de lo esperado.** La utilidad neta e integral mayoritaria del periodo tuvo un alza de 50.1% ante el aumento en los resultados operativos y una diferencia (positiva) en cambio por conversión en moneda extranjera (resultado de la integración del Aeropuerto MBJ), los cuales fueron parcialmente compensados por un mayor costo financiero, que fueron de P\$50m (vs. P\$8m en el 1T15), y también de impuestos (+47.2% vs. 1T15).

Cabe mencionar que el total de la deuda bancaria del grupo al 1T16 asciende a P\$7,655m con una razón Deuda Neta/Ebitda 12m de 0.5x vs. 0.7x en el 4T15.

## Recomendación Deuda Corporativa

**Opinión crediticia de Gap: Bien.** Mantenemos nuestra opinión crediticia en Bien con base en los sólidos resultados al primer trimestre de 2016, con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, Ebitda y Utilidad Neta e Integral de +58.6%, +48.6%, +47.1% y 50.1% vs 1T15, ubicándose en P\$2,763.7m, P\$1,276.3m, P\$1,608.3m y P\$1,002.6m, respectivamente. Gap no tiene vencimientos importantes, cuenta con una caja (P\$4,886.2m) 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 y 15-2.** Con la opinión crediticia por resultados al 1T16 de ‘Bien’ para las series 15 y 15-2, emitimos las siguientes recomendaciones fundamentadas únicamente en un análisis de valor relativo con respecto a emisiones de similar calificación y tasa de referencia:

Reiteramos nuestra recomendación de la emisión **GAP 15** de **Mantener**<sup>1</sup> derivado que su rendimiento está prácticamente sobre la curva de la muestra (emisiones quirografarias ‘AAA’, TIEE28). Asimismo, ratificamos la recomendación de **Mantener** la participación en **GAP 15-2**, ya que sus rendimientos se encuentran cerca de la curva de la muestra (emisiones quirografarias ‘AAA’, Fija).

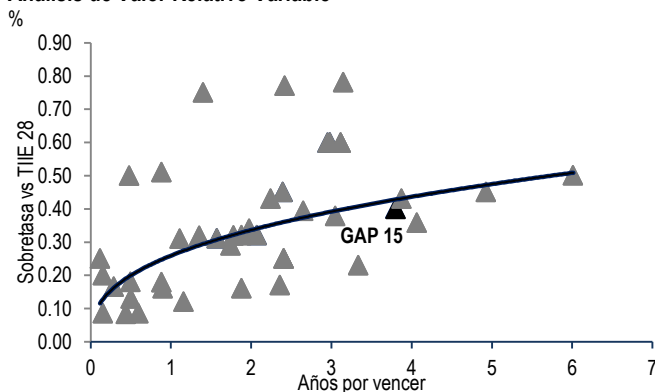
### Emisiones Quirografarias de GAP – Información de Mercado

\$mdp

TV	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/Fitch/HR Rat.	Recomend.
91	GAP15*	1,387	14-feb-20	2,200	TIEE28 +0.24%	No	4.30%	100	99.43	4.47%	0.40%	0.04% 0.16%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	<b>Mantener</b>
91	GAP15-2	3,207	07-feb-25	1,500	FIJA : 7.08%	No	7.08%	100	98.44	7.32%	1.52%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	<b>Mantener</b>

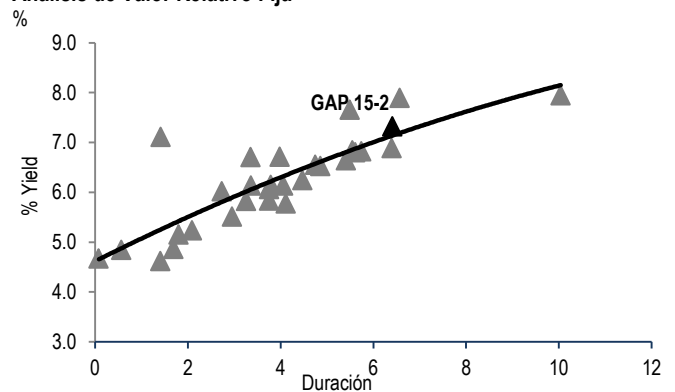
Fuente: Banorte-Ixe, BMW, Calificadoras y VALMER, al 28 de abril de 2016. NA: No Aplica. \* Incluye Reapertura

#### Análisis de Valor Relativo Variable



Fuente: VALMER, al 28 de abril de 2016.

#### Análisis de Valor Relativo Fija



Fuente: VALMER, al 28 de abril de 2016.

<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.

## **Calificaciones**

**Standard & Poor's** (15 Dic 2015) confirmó sus calificaciones de riesgo crediticio de largo y corto plazo en escala nacional -CaVal- de 'mxAAA' y de 'mxA-1+', respectivamente, de Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V. (Gap). La perspectiva es estable. De acuerdo con la agencia, las calificaciones de Gap reflejan la evaluación de su perfil de riesgo del negocio como 'fuerte', su perfil de riesgo financiero 'modesto', liquidez 'adecuada' y administración y gobierno corporativo 'satisfactorios', de acuerdo con la definición de los criterios de la calificadora. El perfil de riesgo del negocio 'fuerte' de Gap refleja el riesgo bajo de la industria de infraestructura de transporte y el riesgo país de México y Jamaica. La posición competitiva de la compañía se beneficia de una alta participación de mercado en la industria, de la diversificación en 12 aeropuertos en México que atienden diferentes mercados (destinos turísticos y ciudades grandes, medianas y pequeñas), además del aeropuerto de Montego Bay, el más grande de Jamaica. Lo anterior, en opinión de S&P, hace menos vulnerable la generación de ingresos de Gap ante un escenario de estrés en alguno de sus mercados. Asimismo, consideramos que el marco normativo en el que opera la empresa es transparente y predecible.

**Moody's** (16 Ene 2016) anunció que las calificaciones de 'Baa1/Aaa.mx' de los certificados bursátiles sénior quirografarios de Grupo Aeroportuario del Pacífico permanecen sin cambio ante los planes de incrementar la emisión; Perspectiva estable. Las calificaciones de emisor de 'Baa1' y 'Aaa.mx' reflejan la sólida posición de mercado que tiene Gap en el país, proporcionando servicios de transporte aéreo en regiones económicamente importantes con competencia relativamente limitada de acuerdo con las concesiones otorgadas por el gobierno federal. Las calificaciones también están soportadas por la sólida situación financiera de Gap. Gap registra sólidos márgenes operativos y su infraestructura física actual le permitirá absorber incrementos de demanda con el programa de inversión de capital que no afecta sus indicadores crediticios clave.

### **Detonadores de cambio de calificación:**

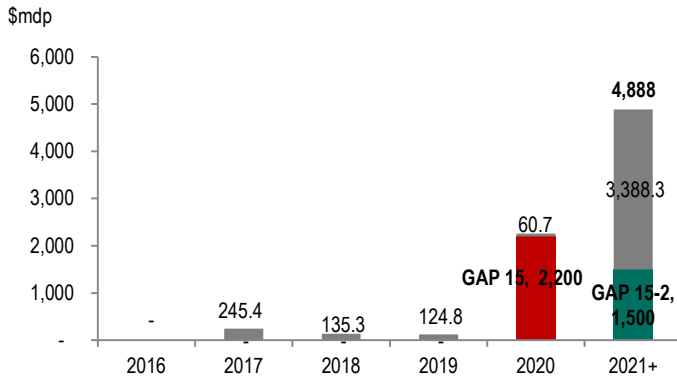
**Standard & Poor's** señala que podría ejercer una acción negativa de calificación si Gap presenta un desempeño financiero por debajo de nuestras expectativas o un incremento significativo en el nivel de endeudamiento, que derive en indicadores de deuda neta a Ebitda por encima de 3.0x (0.48x al 1T16) y FFO a deuda neta por debajo del 30%, y/o en un debilitamiento significativo de la posición de liquidez de la compañía.

**Moody's** resalta que podría generarse presión al alza en las calificaciones de emisor y de deuda en escala global si el crecimiento de pasajeros de GAP supera las proyecciones de manera sostenible, generando indicadores crediticios consistentemente más fuertes con el indicador CIC (cobertura de intereses en efectivo) por arriba de 10.0 veces (4.25x al 1T16, cálculo efectivo/intereses 12M) y el de FFO/Deuda por arriba de 50%. Por su parte, también menciona que podría generarse presión a la baja en las calificaciones

de emisor y de deuda si debido a una reducción sostenida en el tráfico de pasajeros, o a sobregiros importantes en las inversiones de capital, el apalancamiento real supera los niveles proyectados, la deuda de corto plazo incrementa por arriba de \$1,000 millones de pesos, o los indicadores crediticios de Gap se debilitan en una base sostenida con un indicador CIC consistentemente por debajo de 5.0 veces (4.25x al 1T16, cálculo efectivo/intereses 12M) o el indicador FFO/Deuda se mantiene consistentemente por debajo de 30%.

**Sin perspectivas de cambios.** 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 la empresa en el mediano plazo. Es importante señalar que los niveles crediticios de la empresa se encuentran en el máximo nivel en escala nacional.

**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, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, 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>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Cuando 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	28/04/2016	Mantener	P\$170.00
GAPB	25/02/2016	Compra	P\$170.00
GAPB	26/10/2015	Compra	P\$170.00
GAPB	23/07/2015	Mantener	P\$141.00
GAPB	24/04/2015	Compra	P\$130.00

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

Emisiones	Fecha	Opinión Crediticia / Recomendación
GAP 15 / 15-2	28-04-2016	Bien / Mantener
GAP 15 / 15-2	25-02-2016	Bien / Mantener
GAP 15	23-10-2015	Bien / Disminuir
GAP 15-2	23-10-2015	Bien / Aumentar
GAP 15	23-07-2015	Bien / Disminuir

**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
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@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 Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Victor 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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@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.roltan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454