

GAP

Reporte Trimestral

25 de Julio 2019

Crecimiento de doble dígito en EBITDA, en línea

- Gap mostró buenos crecimientos operativos en el 2T19, en línea con los estimados. El margen EBITDA, excluyendo los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, se mantuvo sin cambios
- El alza en ingresos operativos (+13.2% vs. 2T18) fue mayor al aumento en tráfico de pasajeros de 9.8% A/A en sus 13 aeropuertos, que se vio apoyado por el efecto calendario positivo de Semana Santa
- Tras incorporar el reporte del 2T19, ajustamos ligeramente nuestras estimaciones al alza para 2019 pero mantenemos nuestro PO 2019E de P\$206.7. Cambiamos nuestra recomendación a Mantener

www.banorte.com
@analisis_fundam

José Espitia

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

Hugo Gómez

Subdirector Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com

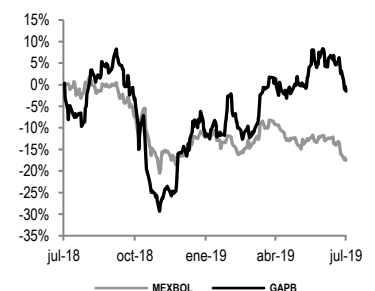
MANTENER

Precio Actual	\$188.69
PO 2019	\$206.70
Dividendo	P\$8.42
Dividendo (%)e	4.3%
Rendimiento Potencial	13.8%
Precio ADS	US\$99.18
PO2019 ADS	US\$101.83
Acciones por ADS	10
Máx - Mín 12m (P\$)	209.5 - 130.6
Valor de Mercado (US\$m)	5,562.5
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (P\$ m)	144.4
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	12.1x
P/U	21.9x

Sólido reporte del 2T19, en línea con lo estimado. Gap reportó sus resultados al 2T19 con crecimientos en ingresos y EBITDA de 6.2% y 13.2%, respectivamente. Los números estuvieron en línea con nuestros estimados. Los ingresos se vieron apoyados por el avance en el tráfico de pasajeros y por un mayor incremento en los ingresos no aeronáuticos. Por otro lado, el margen EBITDA (sin cambios contables) se mantuvo prácticamente sin cambios, ubicándose en 68.7%. La utilidad integral atribuible a participación controladora tuvo una caída de 18.7%, siendo por debajo de lo esperado.

Consideramos como neutral el reporte del 2T19 de Gap; sin embargo, ajustamos ligeramente nuestras estimaciones al alza para 2019 por el buen desempeño del tráfico de pasajeros en el 1S19. Esperamos un aumento en el año en pasajeros totales de 8.0%, en ingresos operativos de 15.0%, en EBITDA de 15.2% y un margen EBITDA (sin cambios contables) de 69.6%. **Reiteramos nuestro PO 2019E de P\$206.7 y cambiamos nuestra recomendación a Mantener de Compra.** Dicho PO representa un múltiplo FV/EBITDA 2019E de 12.1x, que es el nivel actual de valuación.

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	12,366	14,123	15,572	17,705
Utilidad Operativa	6,282	7,245	8,417	9,106
EBITDA	7,725	8,814	10,154	10,962
Margen EBITDA	62.5%	62.4%	65.2%	61.9%
Utilidad Neta	4,452	4,937	4,904	5,144
Margen Neto	36.0%	35.0%	31.5%	29.1%
Activo Total	39,518	39,551	43,919	45,087
Disponible	7,730	6,151	10,236	10,092
Pasivo Total	17,441	17,778	26,278	27,571
Deuda	13,252	13,536	16,243	16,812
Capital	22,077	21,772	17,641	17,516

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	14.6x	13.0x	11.1x	10.4x
P/U	23.8x	21.4x	21.6x	20.6x
P/VL	5.0x	5.1x	6.4x	6.5x
ROE	21.7%	24.5%	27.7%	32.8%
ROA	11.9%	12.4%	11.3%	11.8%
EBITDA/Intereses	33.1x	18.9x	16.3x	17.0x
Deuda Neta/EBITDA	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x
Deuda/Capital	0.6x	0.6x	0.9x	1.0x

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

Gap – Resultados 2T19

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	2T18	2T19	Var %	2T19e	Var % vs Estim.
Ventas	3,443	3,657	6.2%	3,831	-4.5%
Utilidad de Operación	1,758	2,002	13.9%	2,046	-2.1%
Ebitda	2,145	2,428	13.2%	2,472	-1.8%
Utilidad Neta	1,474	1,198	-18.7%	1,267	-5.5%
Márgenes					
Margen Operativo	51.1%	54.7%	3.7pp	53.4%	1.3pp
Margen Ebitda	62.3%	66.4%	4.1pp	64.5%	1.9pp
Margen Neto	42.8%	32.8%	-10.1pp	33.1%	-0.3pp
UPA	\$2.63	\$2.14	-18.7%	\$2.26	-5.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2018	2019	2019	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	3,442.8	3,679.1	3,657.4	6.2%	-0.6%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	3,442.8	3,679.1	3,657.4	6.2%	-0.6%
Gastos Generales	1,684.4	1,600.7	1,655.0	-1.7%	3.4%
Utilidad de Operación	1,758.4	2,078.5	2,002.4	13.9%	-3.7%
Margen Operativo	51.1%	56.5%	54.7%	3.7pp	(1.7pp)
Depreciación Operativa	387.0	421.6	425.8	10.0%	1.0%
EBITDA	2,145.4	2,500.1	2,428.2	13.2%	-2.9%
Margen EBITDA	62.3%	68.0%	66.4%	4.1pp	(1.6pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(31.2)	(82.6)	(235.7)	>500%	185.4%
Intereses Pagados	238.7	243.3	301.8	26.4%	24.0%
Intereses Ganados	130.6	102.1	145.8	11.6%	42.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	40.0	69.3	(11.1)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(1.0)	(0.0)	(0.0)	-99.7%	-25.0%
Utilidad antes de Impuestos	1,726.2	1,995.9	1,766.7	2.3%	-11.5%
Provisión para Impuestos	537.2	598.3	503.1	-6.3%	-15.9%
Operaciones Discontinuadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta e Integral	1,189.0	1,397.5	1,263.6	6.3%	-9.6%
Participación Minoritaria	24.9	34.8	26.2	5.4%	-24.6%
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	1,473.7	1,278.3	1,197.9	-18.7%	-6.3%
Margen Neto	42.8%	34.7%	32.8%	(10.1pp)	(2.0pp)
UPA	2.627	2.279	2.135	-18.7%	-6.3%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	9,562.3	12,235.9	11,692.6	22.3%	-4.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	8,280.1	10,656.6	10,224.4	23.5%	-4.1%
Activos No Circulantes	30,843.9	31,559.0	31,263.9	1.4%	-0.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,655.0	1,889.3	1,834.0	10.8%	-2.9%
Activos Intangibles (Neto)	23,329.0	23,743.7	23,615.3	1.2%	-0.5%
Activo Total	40,406.2	43,794.9	42,956.5	6.3%	-1.9%
Pasivo Circulante	5,683.5	2,148.8	8,262.4	45.4%	284.5%
Deuda de Corto Plazo	99.0	0.0	2,200.0	>500%	N.A.
Proveedores	587.3	845.0	601.6	2.4%	-28.8%
Pasivo a Largo Plazo	15,253.8	18,535.5	16,362.8	7.3%	-11.7%
Deuda de Largo Plazo	13,162.7	16,465.9	14,313.2	8.7%	-13.1%
Pasivo Total	20,937.3	20,674.6	24,639.4	17.7%	19.2%
Capital Contable	19,469.0	23,075.6	18,275.4	-6.1%	-20.8%
Participación Minoritaria	1,108.5	1,088.3	1,108.1	0.0%	1.8%
Capital Contable Mayoritario	18,360.4	21,987.3	17,167.3	-6.5%	-21.9%
Pasivo y Capital	40,406.2	43,750.2	42,914.8	6.2%	-1.9%
Deuda Neta	4,981.6	5,809.3	6,288.8	26.2%	8.3%

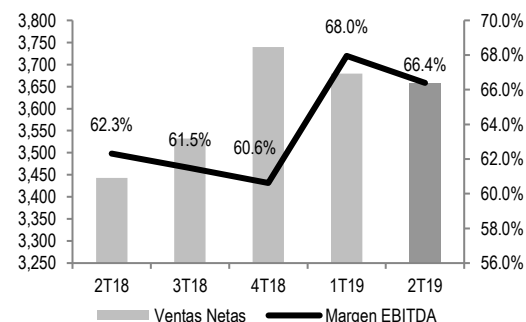
Estado de Flujo de Efectivo

Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones	1,028.8	2,268.5	1,755.8
Flujos de actividades de inversión	(493.7)	(446.9)	(413.0)
Flujos de actividades de financiamiento	(1,347.2)	2,696.5	(1,749.4)
Efectos de la variación con la tasa de cambio	466.4	(12.9)	(25.6)
Incremento (disminución) efectivo	(345.7)	4,505.1	(432.2)

Fuente: Banorte, RMV

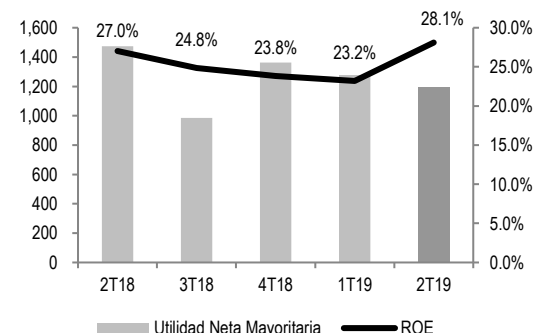
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



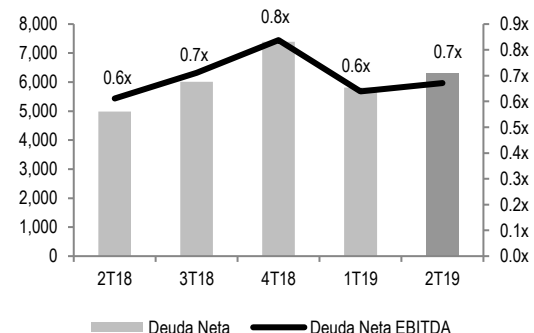
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Los ingresos operativos presentaron un crecimiento de 13.2% vs. 2T18, mayor al del tráfico total de pasajeros de 9.8%. En el 1T19, Gap tuvo un buen incremento de 9.8% en el tráfico total de pasajeros de sus 13 aeropuertos. Los pasajeros de los 12 aeropuertos que opera en México mostraron un crecimiento de 10.3%, conformado por un alza en los nacionales de 10.1% y en los internacionales de 10.6%. Hay que mencionar que hubo un efecto calendario positivo, ya que la Semana Santa en 2018 fue en marzo, mientras que en 2019 fue en abril. Consideramos que el buen desempeño en pasajeros es resultado de las acciones realizadas por diversas aerolíneas para abrir rutas, aumentar frecuencias y expandir su flota. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ registró un aumento de 5.2% en sus pasajeros totales.

Tomando en cuenta lo anterior, los ingresos operativos de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un crecimiento de 13.2% (-2.6% vs. nuestro estimado), con un incremento en los aeronáuticos de 10.6% y, en mayor medida, en los no aeronáuticos de 20.8%. Los ingresos aeronáuticos se vieron impulsados por el mejor tráfico de pasajeros y el aumento de las tarifas por inflación. Para el caso del Aeropuerto MBJ lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la apreciación del peso en un 1.3% en el tipo de cambio promedio peso-dólar. Asimismo, los no aeronáuticos tuvieron un fuerte incremento en donde los mayores crecimientos se dieron en alimentos y bebidas, Salas VIP, arrendadora de autos, tiendas *duty-free* y tiendas de conveniencia.

En este periodo se presentó un decremento 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 61.7%. De esta forma, en el agregado, los ingresos totales de Gap subieron 6.2% vs. 2T18.

El margen EBITDA (sin cambios contables) se mantuvo prácticamente sin cambios. El margen de operación reportó una expansión de 3.7pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 54.7%. El margen EBITDA tuvo un aumento de 4.1pp, con lo cual se ubicó en 66.4%. Cabe mencionar que se presentó un aumento en los ingresos totales de 6.2%, mientras que en el total de costos y gastos de operación se tuvo una disminución de 1.7% (el rubro de depreciación y amortización tuvo un alza de 10.0% A/A). Excluyendo los servicios de construcción, el total de costos y gastos mostró un incremento de 12.3% A/A.

Por su parte, el Aeropuerto MBJ tuvo un avance en el margen EBITDA, ubicándose en 49.7% (vs. 42.5% en el 2T18). Sin cambios contables, el margen EBITDA del Aeropuerto MBJ es de 51.3%, presentando un incremento de 1.6pp vs el 2T18.

En el consolidado y sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, los resultados indican una rentabilidad similar (56.6% el margen operativo y 68.7% el de EBITDA) vs. 2T18 (56.3% y 68.7%, respectivamente), mejor a nuestros estimados que eran de 53.4% y 68.1%, respectivamente.

Disminuye la utilidad neta e integral mayoritaria en 18.7% vs. 2T18. La utilidad integral atribuible a participación controladora tuvo una caída de 18.7%, debido a que los mejores resultados operativos se vieron más que compensados por un mayor gasto financiero (P\$236m vs. P\$31m en el 2T18), ante un monto más alto de gasto por intereses y pérdidas cambiarias, así como por un número negativo en la diferencia en cambio por conversión de moneda extranjera de P\$46m, en comparación con un monto a favor de P\$361m en el 2T18.

Continúa la solidez financiera. La razón Deuda Neta/EBITDA 12m se colocó en 0.7x vs. 0.6x en el 1T19, lo que sigue reflejando la solidez financiera del grupo.

Eventos relevantes. El pasado 28 de junio Gap presentó ante la Dirección General de Aeronáutica Civil (DGAC) la propuesta del Plan Maestro de Desarrollo (PMD) para el período 2020-2024, así como la propuesta de las tarifas aplicables para el mismo periodo. De acuerdo con el marco regulatorio, la fecha límite para obtener la aprobación por parte de la autoridad aeronáutica es el 31 de diciembre de 2019.

Estimados 2019

Tras incorporar los resultados del 2T19 de Gap, actualizamos nuestras proyecciones para 2019. Esperamos un alza en el tráfico total de pasajeros de 8.0% (vs. 7.6%e previo), un aumento de 10.3% en los ingresos totales y un aumento de 15.0% (vs. 14.4%e previo) en los ingresos operativos (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos). Por otro lado, proyectamos un incremento en el EBITDA de 15.2% (vs. 14.4%e previo), ubicándonos en el rango alto de la guía del grupo aeroportuario, así como un margen EBITDA sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados de 69.6%.

Recomendación Deuda Corporativa

Opinión crediticia de GAP: Bien. Mantenemos nuestra opinión crediticia en Bien con base en los sólidos resultados al segundo trimestre de 2019, con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, EBITDA y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de +6.2%, +13.9%, +13.2% y -18.7% vs 2T18, ubicándose en P\$3,657.4m, P\$2,002.4m, P\$2,428.2m y P\$1,197.9m, respectivamente. GAP no tiene vencimientos importantes en 2019, cuenta con un sólido monto en caja (P\$10,224.4m) y un apropiado flujo de efectivo que nos hacen confirmar que su capacidad de pago es sólida para hacer frente a todas sus obligaciones.

Nuestra recomendación sobre las emisiones GAP 15, 15-2, 16, 17, 17-2 y 19. Con la opinión crediticia por resultados al 2T19 de ‘Bien’ para las series 15 / 15-2 / 16 / 17 / 17-2 / 19, 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 **GAP 15 / 16 / 17** de **Disminuir**¹, derivado que sus rendimientos se encuentran por debajo de la curva de la muestra (quiografarias ‘AAA’, TIEE28). Por su parte nuestra recomendación de las emisiones **GAP 17-2 / 19** es **Mantener**¹, resultado de su posición similar al promedio de la muestra. Finalmente, ratificamos la recomendación de **Mantener**¹ la participación en **GAP 15-2**, ya que su rendimiento es parecido al de la curva de la muestra (quiografarias ‘AAA’, Fija).

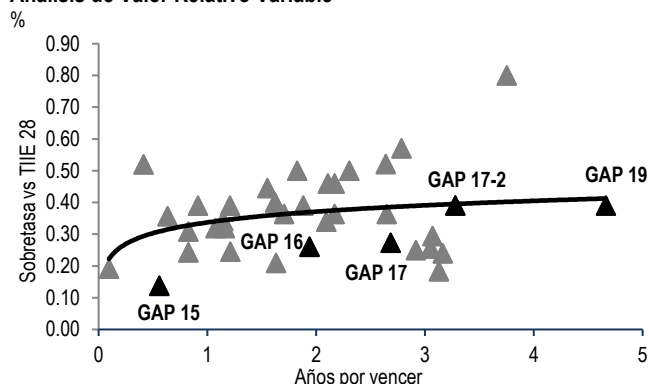
Emisiones Quiografarias de GAP – Información de Mercado

\$mdp

TV	Emisión	DxV	Fecha	Monto	Tasa de	Est	Cpn	VNA	Precio	Yield	Spread	Var. (pb)		Calificación	Recomend.
			Venc	Circ	Interés	*	(%)		Limpio	(%)	(%)	1 mes	1 Trim	S&P/Moody's/Fitch/HR	
91	GAP15*	204	14-feb-20	2,200	TIEE28 +0.24%	No	8.71%	100	100.06	8.62%	0.14%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP16	708	02-jul-21	1,500	TIEE28 +0.49%	No	8.96%	100	100.41	8.74%	0.26%	-0.01%	-0.01%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP17	980	31-mar-22	1,500	TIEE28 +0.49%	No	8.99%	100	100.52	8.75%	0.27%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP17-2	1,197	03-nov-22	2,300	TIEE28 +0.44%	No	8.91%	100	100.14	8.87%	0.39%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP19	1,702	22-mar-24	3,000	TIEE28 +0.45%	No	8.93%	100	100.23	8.87%	0.39%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP15-2	2,024	07-feb-25	1,500	FIJA : 7.08%	No	7.08%	100	93.54	8.55%	1.32%	-0.08%	-0.13%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener

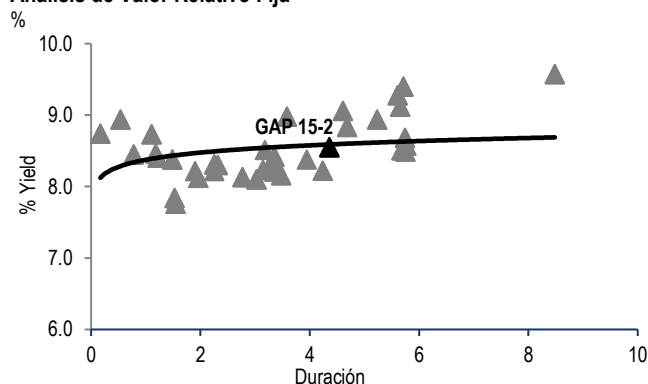
Fuente: Banorte, BMV, Calificadoras y VALMER, al 25 de julio de 2019. nd: No Disponible. * Incluye Reapertura

Análisis de Valor Relativo Variable



Fuente: VALMER, al 25 de julio de 2019.

Análisis de Valor Relativo Fija



Fuente: VALMER, al 25 de julio de 2019.

¹ 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 (5 Nov 2018) confirmó sus calificaciones crediticias de emisor y de sus emisiones de deuda en escala nacional de largo plazo de 'mxAAA' y de corto plazo de 'mxA-1+' de Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V. (GAP). La perspectiva es estable. De acuerdo con la agencia, la acción de calificación incorpora la intención de GAP de incrementar en el corto plazo el monto de su programa actual de emisiones de deuda a P\$15,000m para financiar su plan de inversiones. Incluso, si con un incremento en los niveles de apalancamiento de P6,000m en su escenario base, el nivel de apalancamiento de GAP continuará en un nivel conservador, evidenciado por un índice de deuda a EBITDA ajustado menor a 2.0x (veces). También espera que la generación interna de fondos de la compañía se mantenga sólida en el transcurso de los próximos dos años, dado el contexto de tráfico de pasajeros creciente. Entre los factores que apoyan su expectativa de crecimiento, la cual se encuentra en alrededor de 9% para 2018 y de 7.5% para 2019, destaca la apertura de nuevas rutas de vuelo; el incremento en la flota de varias de las aerolíneas que operan en los aeropuertos concesionados por GAP; la mayor utilización de las vías aéreas frente a las terrestres, motivado principalmente por temas de seguridad en las carreteras; precios de los pasajes accesibles y el continuo crecimiento de la economía mexicana.

Moody's (7 Jun 2019) afirmó las calificaciones de emisor y de deuda de Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP) en 'A3' (Escala Global) y 'Aaa.mx' (Escala Nacional de México). La perspectiva permanece estable. De acuerdo con la agencia, las calificaciones de GAP reflejan un desempeño financiero muy fuerte, impulsado por sólidas tendencias de pasajeros que se espera continúen. En 2018 el tráfico aumentó 10.4% en los aeropuertos de GAP (incluyendo Montego Bay), y a mayo de 2019, el tráfico está creciendo de manera sólida a una tasa de 7.2%. El tráfico de GAP consta principalmente de viajeros de origen y destino y con un perfil diversificado con 42% son pasajeros internacionales (2018). GAP también registra un sólido desempeño financiero, respaldado por las tendencias de tráfico. Al cierre del primer trimestre de 2019 (últimos doce meses), GAP registró una cobertura de intereses con efectivo (Fondos operativos + Intereses / Intereses) de 8.1x y un indicador de Fondos operativos / Deuda de 37.4%. En el futuro, y considerando la deuda adicional esperada de P\$3,000m (GAP 19), la agencia estima que las razones financieras se deteriorarán, pero se mantendrán bien posicionadas para las calificaciones asignadas. La fuerte capacidad de generación de flujo de efectivo de GAP parcialmente compensará el endeudamiento adicional, generando en promedio cobertura de intereses con efectivo de 5.5x y el indicador de Fondos operativos/Deuda de 30.0% (promedio 2018-2020).

Los datos presentados son por parte de las agencias calificadoras al momento de su publicación. Sin embargo, en el presente documento (primera sección) se encuentran las cifras al trimestre correspondiente.

Detonadores de cambio de calificación:

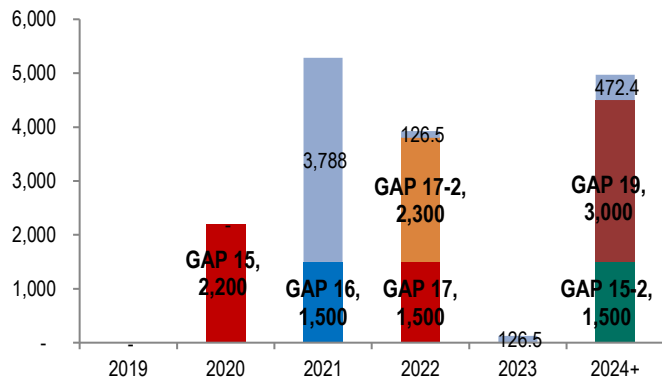
Standard & Poor's podría tomar una acción de calificación negativa si GAP presentara un desempeño financiero por debajo de sus expectativas, como consecuencia, por ejemplo, de una caída significativa en los niveles de tráfico de pasajeros o un incremento en el nivel de endeudamiento esperado, que derive 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 escala nacional si debido a una disminución sostenida del tráfico de pasajeros, o a inversiones de capital y un apalancamiento excesivo, se debilitan los indicadores crediticios de GAP en forma sostenida, generando un indicador de cobertura de intereses con efectivo consistentemente por debajo de 5.0 veces, o un indicador de Fondos operativos / Deuda consistentemente por debajo de 30%. Por su parte, **las calificaciones podrían subir** si GAP registra cobertura de intereses en efectivo mayores a 8.0 veces y un indicador de Flujo operativo/Deuda mayor a 40% en una base sostenida durante los próximos 12 a 24 meses. Adicionalmente, una mejora de calificaciones tendría que estar respaldada por su evaluación de que los vínculos con el Gobierno de México no tienen ningún impacto material en el perfil crediticio de GAP.

Sin perspectivas de cambios. Derivado de los buenos resultados en los últimos trimestres (sólidos avances en Ingresos y EBITDA) y tomando en cuenta que para ambas agencias un movimiento a la baja en la calificación de GAP se sustentaría en el incremento del apalancamiento (excesivo) o reducciones en tráfico de pasajeros y Flujo de la Operación, esperamos estabilidad en las calificaciones nacionales de S&P y Moody's de la empresa en el mediano plazo.

Vencimientos de Deuda con Costo

\$mdp



Fuente: Banorte 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, 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, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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 An% alistas 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, 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
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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	25/07/2019	Mantener	P\$206.70
GAPB	14/01/2019	Compra	P\$206.70
GAPB	25/10/2018	Compra	P\$225.00
GAPB	26/07/2018	Compra	P\$220.00

Historial de Recomendación de Emisiones (12 meses)

Emisiones	Fecha	Opinión Crediticia / Recomendación
GAP	25-07-2019	Bien / Dis (15/16/17) / Man (15-2 / 17-2 / 19)
GAP	25-04-2019	Bien / Dis (15/16/17) / Man (15-2 / 17-2 / 19)
GAP	21-02-2019	Bien / Dis (15/16/17) / Man (15-2) / Aum (17-2)
GAP	25-10-2018	Bien / Dis (15/16/17) / Man (15-2) / Aum (17-2)

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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 1698

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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
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	Gerente 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