

## ASUR

Nota de Empresa

13 de enero 2014

### Se aprueba Plan Maestro de Desarrollo

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

**José Espitia**

Aeropuertos/Infraestructura/Fibras  
jespitia@ixe.com.mx

- Se aprueba el Programa Maestro de Desarrollo (PMD) 2014-2018.
- Tarifa máxima ponderada (por ingresos) por debajo de nuestro estimado para 2014 en -3.3%, pero hay efecto compensatorio por menores montos de inversión.
- Actualizando nuestro modelo de valuación (con una mayor WACC) nuestro PO 2014E permanece sin cambios en P\$170.0 y reiteramos nuestra recomendación de Mantener.

**Se aprueba el Programa Maestro de Desarrollo (PMD) 2014-2018 de Asur.** El 3 de enero de 2014, Asur comunicó que la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT) aprobó el Programa Maestro de Desarrollo (PMD) correspondiente a cada una de las concesiones mexicanas para el año 2014 a 2028, así como del factor de eficiencia y las tarifas máximas por unidad de trabajo aplicables para el periodo de 2014 a 2018. Aun cuando la tarifa máxima ponderada es menor a nuestro estimado, hay un efecto más que compensatorio por las menores inversiones del PMD en comparación con nuestras estimaciones.

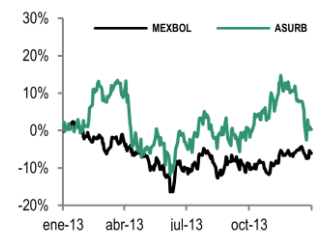
**Reiteramos nuestro PO 2014E de P\$170.0 con recomendación de Mantener.** El PO 2014E para Asur lo obtuvimos basándonos en el método de valuación de Flujos Descontados (ver detalle pág. 3). Consideramos una WACC de 9.2% (vs. 8.8% en nuestra anterior revisión de valuación) con una mayor tasa libre de riesgo y una tasa a perpetuidad de 3.5%. El rendimiento potencial tomando en cuenta nuestro nuevo PO 2014E es de 11.8%. Por lo tanto, nuestra recomendación para las acciones de Asur es de Mantener.

**Tarifa máxima ponderada por debajo de nuestro estimado...pero también las inversiones a realizar.** Obtuvimos una tarifa máxima ponderada

#### MANTENER

Precio Actual	P\$152.07
<b>PO2014</b>	<b>P\$170.00</b>
Rendimiento Potencial	11.8%
Precio ADR	US\$116.65
PO2014 ADR	US\$134.08
Dividendo (%)	5.5%
Máximo - Mínimo 12m	177.5 - 133
Valor de Mercado (US\$m)	3,506
Acciones circulación (m)	300
Flotante	40.6%
Operatividad Diaria (P\$m)	70.6

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



#### Estados Financieros (millones de pesos)

	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	4,573	5,120	5,304	6,101
Utilidad Operativa	2,093	2,530	2,834	3,020
EBITDA	2,476	2,931	3,252	3,455
Margen EBITDA	54.13%	57.26%	61.31%	56.64%
Utilidad Neta	1,591	2,075	2,038	1,810
Margen Neto	34.79%	40.53%	38.42%	29.67%
Activo Total	18,598	19,109	23,019	23,832
Disponible	1,639	2,265	2,627	2,214
Pasivo Total	3,122	2,638	5,663	5,969
Deuda	696	315	2,990	2,960
Capital	15,477	16,471	17,356	17,864

Fuente: Banorte-Ixe

#### Múltiplos y razones financieras

	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	18.1x	14.9x	14.1x	13.4x
P/U	28.7x	22.0x	22.4x	25.2x
P/VL	2.9x	2.8x	2.6x	2.6x
ROE	10.53%	13.03%	12.05%	10.31%
ROA	8.54%	10.95%	9.06%	7.73%
EBITDA/ intereses	-90.7x	-87.4x	-64.8x	17.3x
Deuda Neta/EBITDA	-0.4x	-0.7x	0.1x	0.2x
Deuda/Capital	0.0x	0.0x	0.2x	0.2x

(en base a ingresos) del PMD 2014-2018 de Asur que se ubicó en -3.3% por debajo de nuestras estimaciones para 2014. Sin embargo, el monto de inversión que realizará la compañía se ubica por debajo de nuestras expectativas. En las siguientes tablas se puede observar el desglose de los Programas Maestros de Desarrollo, las Inversiones comprometidas (2014-2018) y las Tarifas máximas por unidad de trabajo (2014-2018).

### Programas Maestros de Desarrollo

Millones de pesos constantes al 31 de diciembre de 2012

Aeropuerto	2014-2018*	2019-2023**	2024-2028**
Cancún	5,565.6***	1,452.8	1,345.5
Cozumel	174.8	61.4	129.0
Huatulco	128.8	145.6	94.2
Mérida	379.4	158.8	104.4
Minatitlán	82.0	30.2	64.7
Oaxaca	93.8	105.3	84.8
Tapachula	54.1	36.5	61.3
Veracruz	394.1	110.8	128.7
Villahermosa	153.2	103.0	133.0
<b>Total</b>	<b>7,025.8</b>	<b>2,204.4</b>	<b>2,145.6</b>

Fuente: Asur

\* Inversiones comprometidas.

\*\* Indicativo de Inversiones (no comprometidas).

\*\* Al 31 de diciembre Asur ha invertido P\$698.2m (incluidos en las inversiones comprometidas para el periodo que se muestra arriba.).

### Inversiones comprometidas

Millones de pesos constantes al 31 de diciembre de 2012

Aeropuerto	2014	2015	2016	2017	2018
Cancún	800.9	2,259.9	1,421.8	865.7	217.2
Cozumel	24.8	60.8	22.0	61.4	5.9
Huatulco	54.2	54.7	5.9	7.5	6.4
Mérida	65.6	181.7	89.5	38.8	3.9
Minatitlán	41.3	24.4	10.3	1.9	4.1
Oaxaca	9.1	28.7	37.0	13.3	5.8
Tapachula	14.3	25.3	2.3	4.3	7.8
Veracruz	197.6	177.4	7.7	6.1	5.3
Villahermosa	35.4	49.1	51.5	5.6	11.7
<b>Total</b>	<b>1,243.2</b>	<b>2,862.0</b>	<b>1,648.0</b>	<b>1,004.6</b>	<b>268.1</b>

Fuente: Asur

### Tarifa máxima por unidad de trabajo\*

Pesos constantes al 31 de diciembre de 2012

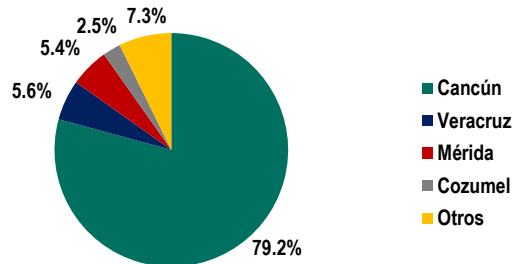
Aeropuerto	Tarifa máxima
Cancún	142.48
Cozumel	175.89
Huatulco	166.56
Mérida	146.57
Minatitlán	183.92
Oaxaca	173.15
Tapachula	171.77
Veracruz	140.38
Villahermosa	133.05

Fuente: Asur

\* Una unidad de trabajo es igual a un pasajero o 100 kilos de carga.

### Inversiones comprometidas en aeropuertos de Asur

Porcentaje



## Estimados 2014 y principales riesgos

El tráfico de pasajeros de Asur cerró el 2013 con un crecimiento alto de 9.5%. Aun considerando esta difícil base comparativa, estimamos que para 2014 se presente un incremento en su tráfico de pasajeros de 6.2%, derivando en un alza en sus ingresos totales de 15.0% (alza en sus ingresos operativos de 6.4%e) y en Ebitda de 6.3%, así como un Margen Ebitda de 56.6%. Sin considerar los ingresos y costos de servicios de construcción dicho margen se ubicaría en 67.1%. Los riesgos que pudieran afectar nuestros estimados son: afectación en las operaciones del aeropuerto de Cancún (principal del grupo) menor crecimiento económico en México y EU, volatilidad en precio del petróleo, salida de aerolíneas del mercado, fortaleza del peso (que encarece precios respecto al turismo extranjero) y mayor percepción de inseguridad en el país.

## Valuación y PO 2014E de P\$170.0

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido para 2014E es de P\$170.0. En nuestros supuestos consideramos un WACC de 9.2%; Costo promedio de la deuda de 4.0%; Beta de 0.74; Tasa libre de riesgo de 6.4%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.5%. Nuestros resultados nos mostraron un descuento del grupo de 10.6% respecto a su Valor de Mercado Actual, y muestra un rendimiento potencial de 11.8% vs. su precio actual (pesos).

### ASUR-DCF

(Millones de pesos)

Concepto	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Perpetuidad (2020e)
Flujo Libre de Efectivo	36	1,535	2,353	3,621	3,567	70,273
						Acciones (millones)
						300
						P\$
<b>Valor DCF</b>	51,003					PO DCF
						170.0
<b>Market Cap. Actual</b>	45,621					Precio Actual
						152.1
<b>Descuento %</b>	-10.6%					Rendimiento Potencial
						11.8%

Fuente: Banorte-Ixe

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, 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
ASURB	13/01/2014	Mantener	P\$170.00
ASURB	21/10/2013	Mantener	P\$170.00
ASURB	22/07/2013	Mantener	P\$158.50
ASURB	22/04/2013	Mantener	P\$173.00
ASURB	25/02/2013	Mantener	P\$167.00

**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	------------------------------	------------------

**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
Alejandro Cervantes Llamas	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Elena Baca Negrete	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Julietta Alvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julietta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613

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

Alejandro Padilla Santana	Director de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	mjimenezza@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Infraestructura / Fibras	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco García	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Subdirector Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937

**Banca Mayorista**

Marcos Ramírez Miguel	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroidan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Eduardo Martínez González	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004