

## GMXT

Inicio de Cobertura

28 de septiembre de 2018

### Líder en sistema ferroviario con atractiva valuación

- Iniciamos cobertura sobre las acciones de Grupo México Transportes (GMXT), con un PO 2019 de P\$37.00, que representa un FV/EBITDA 2019e de 8.8x (vs 8.6x actual). Nuestra recomendación es **COMPRA**
- GMXT es la subsidiaria de transporte de GMexico y el operador líder en servicios ferroviarios en México además de ser dueño del ferrocarril regional más grande en Norteamérica en la costa este de Florida (**FEC**)
- Cuenta con una posición estratégica, activos de primera clase, un portafolio diversificado, sólida base de clientes, favorables perspectivas de crecimiento y rentabilidad, de la mano de una atractiva valuación

**Único vehículo en su tipo en México, con sólidas perspectivas y atractiva valuación.** Las acciones de GMXT son el único vehículo en México para invertir en el sistema ferroviario y presenta además, atractivas oportunidades de crecimiento y mejoras en rentabilidad que, a nuestro parecer, la valuación actual aún no refleja. Su posición estratégica, de la mano de una administración experimentada e importantes inversiones en activos de clase mundial le han permitido ser el líder en la industria, con una participación de mercado cercana al 65%. La compañía pretende realizar inversiones importantes, lo que deberá verse reflejado sobretodo en una mejor rentabilidad de sus operaciones. Nuestros estimados asumen crecimientos en ingresos y EBITDA Ajustado de 13.6% y 14.4% en 2018 y para 2019 de 8.1% y 9.8%, respectivamente. Actualmente las acciones de la compañía cotizan a un múltiplo FV/EBITDA 2018e de 8.4x que representa un descuento cercano al 25% sobre empresas comparables a nivel mundial. Los principales riesgos asociados con la compañía como el TLCAN y el fallo de la COFECE al respecto de condiciones de competencia efectiva en la industria han quedado atrás y vemos muy difícil algún cambio al respecto de las concesiones.

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

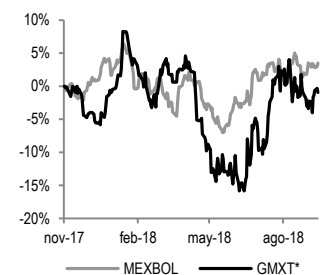
#### Marissa Garza

Subdirector Financiero/Minería/Químico  
marissa.garza@banorte.com

#### COMPRA

Precio Actual	P\$31.00
<b>PO2019</b>	<b>P\$37.00</b>
Dividendo 2019	P\$1.20
Dividendo (%)	3.8%
Rendimiento Potencial	23.2%
Máximo – Mínimo 12m	36.01-25.63
Valor de Mercado (US\$m)	6,714.2
Acciones circulación (m)	4,100.6
Flotante	30.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	25.3
<b>Múltiplos 12M*</b>	
FV/EBITDA Aj	8.6x
P/U	19.0x

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



#### Estados Financieros

Millones de pesos	2016	2017	2018E	2019E
Ingresos	32,905	38,577	43,827	47,361
Utilidad Operativa	9,819	10,506	13,902	15,595
EBITDA Ajustado	14,441	16,526	18,905	20,750
Margen EBITDA	43.9%	42.8%	43.1%	43.8%
Utilidad Neta	6,677	5,967	10,740	10,341
Margen Neto	20.3%	15.5%	24.5%	21.8%
Activo Total	51,969	102,115	108,356	116,331
Disponible	7,887	6,642	5,172	5,186
Pasivo Total	11,476	46,398	43,645	42,687
Deuda	5,528	31,476	28,439	28,439
Capital	40,492	55,717	64,711	73,644

Fuente: Banorte

#### Múltiplos y razones financieras

	2016	2017	2018E	2019E
FV/EBITDA	9.2x	9.7x	8.4x	7.7x
P/U	19.0x	21.3x	11.8x	12.3x
P/VL	3.9x	2.7x	2.3x	2.0x
ROE	20.4%	12.5%	19.0%	15.9%
ROA	12.8%	5.8%	9.9%	8.9%
EBITDA/ intereses	68.7x	13.4x	7.2x	8.7x
Deuda Neta/EBITDA	-0.2x	1.5x	1.2x	1.1x
Deuda/Capital	0.1x	0.6x	0.4x	0.4x

## GMXT – Estados Financieros

Cifras nominales en millones de pesos

Estado de Resultados					
Año	2016	2017	2018E	2019E	TACC
<b>Ventas Netas</b>	<b>32,905.0</b>	<b>38,577.0</b>	<b>43,827.0</b>	<b>47,361.2</b>	<b>12.9%</b>
Costo de Ventas	30,119.2	35,311.0	40,116.5	43,351.5	12.9%
Utilidad Bruta	2,785.8	3,266.0	3,710.5	4,009.7	12.9%
Gastos Generales	(7,033.2)	(7,240.0)	(10,191.1)	(11,585.5)	18.1%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>9,819.0</b>	<b>10,506.0</b>	<b>13,901.6</b>	<b>15,595.1</b>	<b>16.7%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>29.8%</b>	<b>27.2%</b>	<b>31.7%</b>	<b>32.9%</b>	<b>3.3%</b>
Depreciación Operativa	2,865.0	3,917.0	5,003.6	5,155.2	21.6%
<b>EBITDA</b>	<b>14,441.0</b>	<b>16,526.0</b>	<b>18,905.1</b>	<b>20,750.4</b>	<b>12.8%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>43.9%</b>	<b>42.8%</b>	<b>43.1%</b>	<b>43.8%</b>	<b>-0.1%</b>
<b>Ingresos (Gastos) Financieros</b>					
<b>Neto</b>	<b>(399.0)</b>	<b>(793.0)</b>	<b>(3,788.0)</b>	<b>(2,668.8)</b>	<b>88.4%</b>
Intereses Pagados	404.0	1,430.0	2,819.9	2,843.9	91.7%
Intereses Ganados	194.0	195.0	206.8	465.5	33.9%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(189.0)	442.0	(1,174.8)	(290.3)	15.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	73.0	83.0	37.1		
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>9,798.0</b>	<b>8,829.0</b>	<b>12,463.2</b>	<b>13,507.0</b>	<b>11.3%</b>
Provisión para Impuestos	1,464.0	1,216.0	637.8	2,835.0	24.6%
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>4,947.0</b>	<b>4,238.0</b>	<b>9,618.4</b>	<b>10,009.0</b>	<b>26.5%</b>
Participación Minoritaria	1,730.0	1,729.0	1,122.1	331.5	-42.3%
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>6,677.0</b>	<b>5,967.0</b>	<b>10,740.4</b>	<b>10,340.6</b>	<b>15.7%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>20.3%</b>	<b>15.5%</b>	<b>24.5%</b>	<b>21.8%</b>	<b>2.5%</b>
<b>UPA</b>	<b>1.628</b>	<b>1.455</b>	<b>2.619</b>	<b>2.522</b>	<b>15.7%</b>

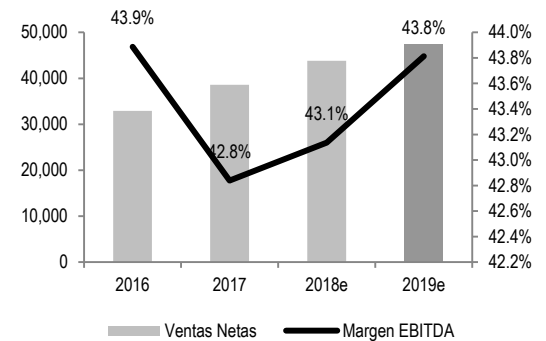
  

Estado de Posición Financiera					
<b>Activo Circulante</b>	<b>13,063.5</b>	<b>13,970.0</b>	<b>13,469.0</b>	<b>12,900.1</b>	<b>-0.4%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,887.0	6,642.0	5,172.3	5,185.5	-13.0%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>38,905.0</b>	<b>88,145.0</b>	<b>94,887.3</b>	<b>103,431.0</b>	<b>38.5%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	<b>37,078.0</b>	<b>71,469.0</b>	<b>86,148.9</b>	<b>87,993.7</b>	<b>33.4%</b>
Activos Intangibles (Neto)	1,827.0	16,676.0	8,738.4	15,437.4	103.7%
<b>Activo Total</b>	<b>51,968.5</b>	<b>102,115.0</b>	<b>108,356.3</b>	<b>116,331.1</b>	<b>30.8%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>4,064.9</b>	<b>17,059.0</b>	<b>6,370.9</b>	<b>6,758.6</b>	<b>18.5%</b>
Deuda de Corto Plazo	180.0	11,288.0	109.7	109.7	-15.2%
Proveedores y Otros	3,884.9	5,771.0	6,261.3	6,649.0	19.6%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>7,412.0</b>	<b>29,339.0</b>	<b>37,274.0</b>	<b>35,928.1</b>	<b>69.2%</b>
Deuda de Largo Plazo	5,349.0	20,188.0	28,329.3	28,439.0	74.5%
<b>Pasivo Total</b>	<b>11,476.9</b>	<b>46,398.0</b>	<b>43,645.0</b>	<b>42,686.8</b>	<b>54.9%</b>
Capital Contable	40,492.0	55,717.0	64,711.3	73,644.3	22.1%
Participación Minoritaria	7,840.0	8,069.0	8,215.0	8,546.5	2.9%
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>32,652.0</b>	<b>47,648.0</b>	<b>56,496.3</b>	<b>65,097.8</b>	<b>25.9%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>51,968.9</b>	<b>102,115.0</b>	<b>108,356.3</b>	<b>116,331.1</b>	<b>30.8%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>(2,358.0)</b>	<b>24,834.0</b>	<b>23,266.7</b>	<b>23,363.1</b>	

Fuente: Banorte, BMV

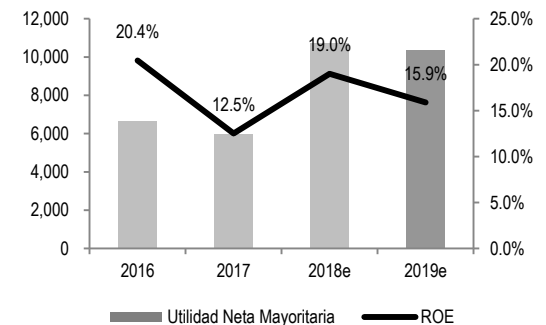
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones de pesos



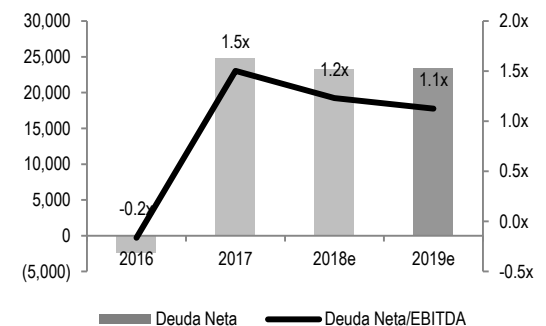
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones de pesos



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones de pesos



## **Valuación: COMPRA, PO2019 P\$37.00**

### **Valuación por flujos descontados (DCF)**

Para obtener el precio de las acciones de GMXT estamos utilizando un modelo de valuación por flujos descontados, con el objetivo de reflejar el valor potencial de las acciones de la compañía.

Es importante mencionar que en nuestro modelo, para el cálculo del precio objetivo estamos utilizando un EBITDA que no incluye el beneficio fiscal que la compañía refleja como resultado de deducir el IEPS de su consumo de diésel y que a nuestro parecer debiera simplemente reflejarse en una menor tasa efectiva de impuestos. Aunque GMXT no deduce de sus costos este beneficio, si lo refleja en el EBITDA Ajustado que reporta y este representa alrededor del 10% del consolidado. Por lo anterior, el EBITDA (2019e P\$18,619m y 2020e P\$20,215m) difiere del EBITDA Ajustado (2019e \$20,750m y 2020e P\$22,214m) que mencionamos en nuestros estimados y donde si incluimos el beneficio con el objetivo de hacer las cifras comparables con las presentadas por la compañía. Derivado de lo anterior, en caso de que las autoridades decidieran eliminar este beneficio fiscal, nuestro modelo ya relejaría este efecto. *Ver sección de Factores de Riesgo*

Con base en nuestros estimados y modelo de valuación obtenemos un PO2019 de P\$37.00, que representa un múltiplo FV/EBITDA Ajustado 2019e de 8.8x (9.9x excluyendo el beneficio fiscal por la compra de diésel), ligeramente por arriba del múltiplo al que cotiza actualmente la compañía de 8.6x. Este múltiplo, representa un descuento del 16.2% respecto del promedio 2019e de empresas comparables a nivel mundial, mismo que a nuestro parecer es injustificado, dados los crecimientos estimados y sobretodo las mejoras en rentabilidad que se ven reflejadas en un abaratamiento interesante de acuerdo con nuestras proyecciones en los siguientes años: FV/EBITDA Ajustado 2018e de 8.4x, 2019e de 7.7x y 2020e de 7.0x (excluyendo el beneficio fiscal los múltiplos serían FV/EBITDA 2018e de 9.5x, 2019e de 8.5x y 2020e de 7.7x). Nuestro precio objetivo ofrece un rendimiento potencial del 23.2% al incluir un retorno sobre dividendos del 3.8% sobre precios actuales. Por lo anterior nuestra recomendación es COMPRA.

Nuestro precio objetivo ha sido calculado a través de una tasa de descuento para los flujos (WACC) del 11.68%, la cual asume un costo de capital del 12.95%, a través de una tasa libre de riesgo del 8.55% (estimado preliminar del bono México a 10 años), una beta de 0.8 y una prima por riesgo de mercado del 5.5%. El costo promedio de la deuda es del 8.0%, y la razón de deuda/capitalización es del 17.2%. Para el valor terminal (perpetuidad), estamos considerando un múltiplo FV/EBITDA de 10.0x, por debajo del múltiplo 2019e promedio de empresas comparables de acuerdo con el consenso de Bloomberg de 10.5x. Vale la pena recordar que el beneficio del IEPS solo aplica a empresas con operaciones en México y por ello es que consideramos justo utilizar como múltiplo de salida un múltiplo similar al promedio de comparables.

## Modelo de Flujos Descontados

Millones de pesos

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Perpet.
(+) EBITDA	18,619	20,215	21,327	22,500	23,287	24,102	24,946	
(-) Capital de Trabajo	(376)	(302)	(320)	(337)	(349)	(362)	(374)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(7,000)	(7,000)	(7,000)	(5,000)	(5,150)	(5,305)	(5,464)	
(-) Impuestos	(2,835)	(3,182)	(2,986)	(3,150)	(3,260)	(3,374)	(3,492)	
(=) Flujo Efectivo	8,408	9,731	11,021	14,012	14,528	15,062	15,616	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	0	0	258,192
(=) Flujo del Negocio	8,408	9,731	11,021	14,012	14,528	15,062	15,616	258,192

YE19

Tasa Libre de riesgo (RF)	8.6%	(+) Valor presente de los Flujos	53,659
Riesgo Mercado (RM)	5.5%	(+) Valor presente Perpetuidad	119,122
Beta	0.80	<b>= Valor empresa</b>	<b>172,781</b>
<b>CAPM</b>	<b>12.9500%</b>	(-) Deuda Neta	(20,391)
Costo de la Deuda	8.00%	(=) <b>Valor del Capital</b>	<b>152,390</b>
Tasa impuestos	30%	Acciones en circulación	4,101
<b>Costo Deuda Neto</b>	<b>5.60%</b>		
Deuda / Capitalización	17.2%		
<b>WACC</b>	<b>11.68%</b>	Precio Objetivo P\$	<b>37.16</b>
Valor Terminal	10.0x		

Fuente: Banorte

En las siguientes tablas estamos realizando un ejercicio de sensibilidad tratando de reflejar las variaciones en el precio objetivo de GMXT al asumir distintos niveles en el múltiplo FV/EBITDA para el valor terminal.

### Análisis de Sensibilidad VT vs BETA

		Valor Terminal			
		8.00x	9.00x	10.00x	11.00x
BETA	0.70	32.21	35.20	38.19	41.18
	0.75	31.78	34.73	37.67	40.62
	0.80	31.35	34.26	<b>37.16</b>	40.07
	0.85	30.93	33.80	36.66	39.52
	0.90	30.52	33.34	36.16	38.99

Fuente: Banorte

### Análisis de Sensibilidad VT vs WACC

		Valor Terminal			
		8.00x	9.00x	10.00x	11.00x
WACC	10.68%	33.28	36.37	39.47	42.56
	11.18%	32.30	35.30	38.29	41.29
	<b>11.68%</b>	31.35	34.26	<b>37.16</b>	40.07
	12.18%	30.44	33.25	36.07	38.88
	12.68%	29.55	32.28	35.01	37.74

## Valuación Relativa

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2018E	P/U 2019E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2018E	FV/EBITDA 2019E	DIVIDEND YIELD
UNION PACIFIC CORP	\$ 162.80	120,390	141,509		24.0x	20.9x	18.5x	13.5x	13.2x	12.3x	2.0%
CANADIAN NATL RAILWAY CO	CAD 111.36	63,265	71,773		22.0x	20.3x	17.9x	14.1x	13.6x	12.3x	1.6%
CSX CORP	\$ 73.99	63,543	75,928		26.2x	20.5x	18.3x	13.5x	12.7x	12.0x	1.2%
DAQIN RAILWAY CO LTD -A	CNY 8.18	17,758	17,919	1.2x	8.7x	8.4x	8.3x		5.6x	5.6x	5.7%
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	CAD 265.28	29,267	35,792	5.9x	22.1x	19.8x	17.4x	14.1x	13.9x	12.7x	1.0%
NORFOLK SOUTHERN CORP	\$ 185.68	51,996	61,212	3.1x	23.9x	20.3x	18.5x	12.6x	12.5x	11.7x	1.7%
KANSAS CITY SOUTHERN	\$ 117.78	12,032	14,989		21.9x	19.3x	16.8x	11.8x	11.1x	10.1x	1.2%
AURIZON HOLDINGS LTD	AUD 4.28	6,185	8,702	1.9x	17.6x	20.3x	20.3x	8.0x	8.7x	9.2x	7.8%
GENESEE & WYOMING INC-CL A	\$ 89.94	5,406	7,936	5.8x	28.0x	23.3x	19.7x	11.9x	11.2x	10.1x	
CHINA RAILWAY TIELONG CONT-A	CNY 8.64	1,647	1,609	2.1x	26.6x	23.5x	20.3x	13.4x	11.3x	9.4x	0.9%
	Promedio	37,149	43,737	3.3x	22.6x	19.4x	17.6x	12.5x	11.4x	10.5x	2.6%
	Mediana	23,512	26,856	2.6x	23.9x	20.3x	18.4x	13.4x	11.9x	10.9x	1.6%
GMEXICO TRANSPORTES SAB DE C	Ps 30.98	6,768	8,451	4.1x	21.3x	18.2x	16.9x	9.7x	8.6x	7.8x	1.0%
GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B	Ps 53.39	22,142	1,649	2.1x	14.6x	11.5x	9.9x	6.1x	5.9x	5.3x	6.0%

Fuente: Bloomberg

## Fundamentos de Inversión

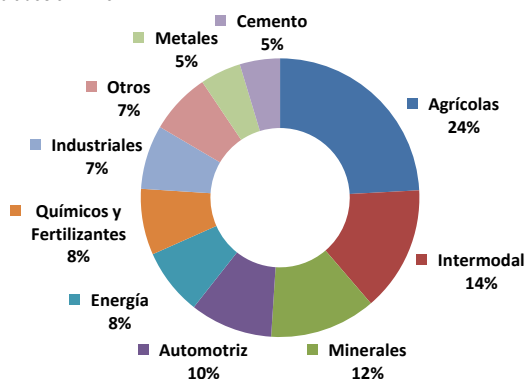
GMXT es líder en el sistema ferroviario mexicano, con una posición estratégica y activos de primera clase, bajo una administración experimentada. Un portafolio balanceado y diversificado, una sólida base de clientes, un balance sano, favorables perspectivas de crecimiento y sobretodo expectativa de mayor rentabilidad sustentado en importantes planes de inversión, de la mano de una valuación a nuestro parecer muy atractiva, son los principales fundamentos que sustentan nuestra tesis de inversión.

**Liderazgo en la industria ferroviaria.** Grupo México Transportes (GMXT) es el operador ferroviario líder en México, con la mayor extensión y conectividad, y una posición estratégica para transportar productos entre México, EE.UU. y Canadá, principalmente. Su red abarca 9,954Kms de líneas principales que se expanden en 24 estados, y se extiende 629Kms en Texas a través del ferrocarril Texas Pacífico. A mediados de 2017 GMXT adquirió al operador del ferrocarril regional más grande, en términos de ingresos, de Norteamérica, en la costa este de Florida - Florida East Coast Railway (FEC). Esta adquisición ha sido un componente fundamental para lograr un acceso exclusivo y directo a los principales puertos y una transportación de mercancías eficiente en Florida. Adicionalmente, las alianzas que mantiene con Union Pacific y Burlington Northern-Santa Fe Railway (BNSF) al brindar intercambios ferroviarios en los cruces fronterizos de Nogales, Cd. Juárez y Piedras Negras, con respecto a la red ferroviaria en México, y con CSX Corporation y Norfolk Southern Corporation con respecto a la red ferroviaria en Florida, son fundamentales para el acceso a nuevos mercados y en el alcance geográfico. *Ver Descripción del Negocio*

**Portafolio balanceado y diversificado.** Los ingresos de la compañía provienen del transporte de un portafolio balanceado y diversificado de productos básicos y bienes terminados en vagones ferroviarios convencionales y contenedores intermodales para envíos internacionales. El tráfico de mercancías se compone de productos agrícolas, minerales, automotrices, energéticos, químicos y fertilizantes, industriales, metalúrgicos y cemento. La compañía también ofrece servicios intermodales, de transporte de pasajeros, uso de carros de ferrocarril para almacenaje y transporte a cambio de una cuota diaria y otros servicios. En Florida, también se generan ingresos procedentes del transporte regional de camiones y del transporte local, servicios no relacionados con el transporte de mercancías y derecho de paso. Los ingresos no relacionados con el transporte de mercancías se derivan del alquiler de carros y de la estadía, cargos adicionales de transporte, cambio y otros servicios. Los ingresos de peaje son generados por el otorgamiento de licencias a terceras partes para el uso de la vía. Es importante mencionar que ningún sector representa más del 30% de los ingresos consolidados.

### Distribución de Ingresos

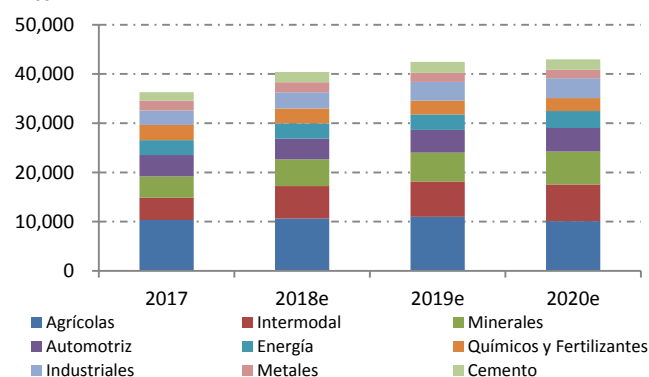
Acumulados al 2T18



Fuente: GMXT, Banorte

### Estimados Distribución de Ingresos por Segmento

Miles



**Sólida y diversificada base de clientes.** Los principales clientes en México de GMXT en términos de ventas son Ternium, Pemex, Constellation Brands, Cemex México, Grupo Proan, Almidones Mexicanos, General Motors, Nissan Mexicana, Minera México y Grupo Deacero. Los 50 clientes principales representan alrededor del 75% de los ingresos, sin embargo, ningún cliente representa más del 7% de las ventas. Los principales clientes en Estados Unidos en términos de ventas fueron Cemex Construction, UPS, CSX y Titan Florida. Los 10 principales clientes representan alrededor del 35% de los ingresos, no obstante ninguno representa más del 10%. La mayor parte de los contratos con los clientes son de largo plazo, lo que le da estabilidad a los ingresos de la compañía.

### Clientes de primer nivel

Agrícola			
Industrial			
Mineral			
Automotriz			
Químicos			
Intermodal			
Otros			

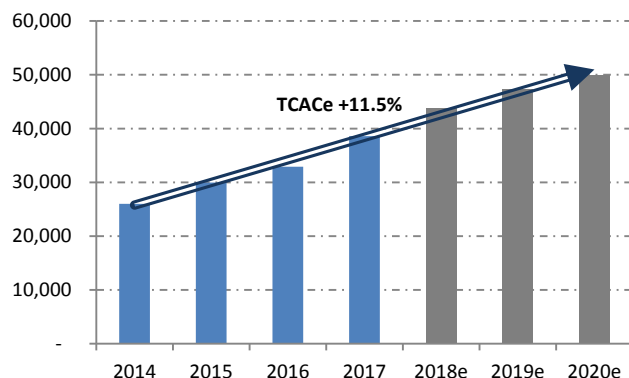
Fuente: GMXT

**Trayectoria de crecimiento probada, con importantes mejoras en rentabilidad, esperando continúe en los siguientes años.** La baja penetración del transporte terrestre a través de vías férreas abre interesantes oportunidades para el crecimiento. De acuerdo con cifras de la SCT y la Asociación Americana de Camiones, únicamente entre el 20% y 35% de la

carga se realiza a través de ferrocarriles. Lo anterior, de la mano de la posición de liderazgo de GMXT en la industria le brinda ventajas competitivas difíciles de replicar gracias a las importantes inversiones que ha venido realizando. Derivado de ello, la compañía ha logrado incrementar sus ingresos desde el 2014 a la fecha a una TCAC del 14.1%, mientras que el margen EBITDA Ajustado se ha logrado expandir en 8.3pp reflejando las importantes eficiencias obtenidas. Hacia el 2020 anticipamos una TCAC del 11.5% en los ingresos de la compañía y que el margen EBITDA logre expandirse a 44.5% (+10pp vs 2014). Ver sección de Estimados

### Ingresos

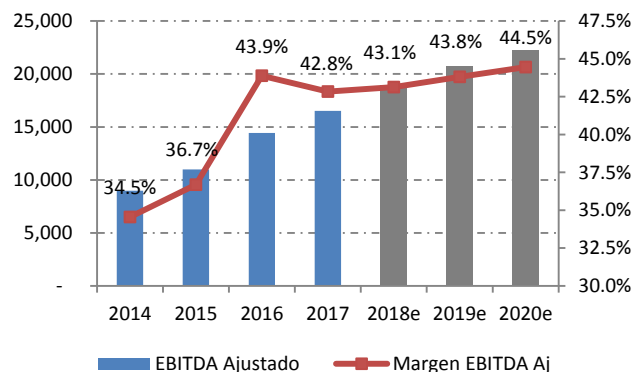
Millones de pesos



Fuente: GMXT

### EBITDA

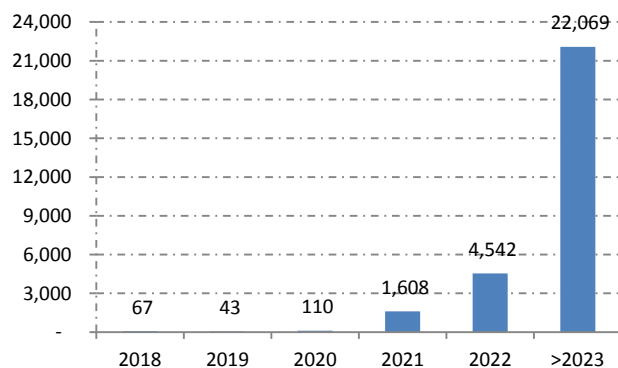
Millones de pesos



**Sólida estructura financiera.** A pesar de que la compañía ha mantenido un agresivo programa de inversiones, mantiene un balance sano que le permite tomar ventajas de las oportunidades que se presenten. Aún después de la adquisición de FEC a mediados del 2017, la colocación en bolsa de sus acciones y la generación de efectivo ha permitido mantener niveles de deuda muy manejables. Prácticamente la mayor parte de la deuda está denominada en pesos (97%) y el 78% de la misma vence después el 2023. Al cierre del 2T18, la razón de deuda Neta/EBITDA se ubicaba en 1.3x, y de acuerdo a nuestros estimados esperamos esta disminuya a 1.1x hacia el 2019.

### Perfil de vencimientos

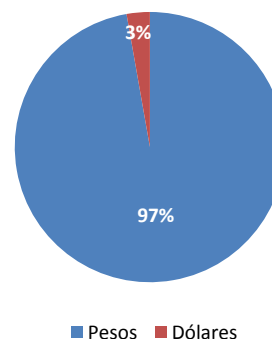
Millones de pesos al cierre del 2T18



Fuente: GMXT

### Distribución por moneda

Al cierre del 2T18

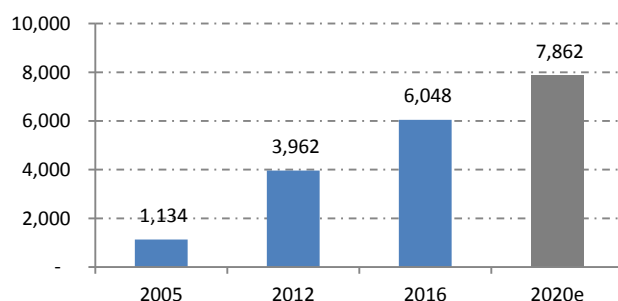


**Atractivos dividendos.** Aunque la compañía no cuenta con una política establecida de distribuciones de dividendos, lo hace de manera trimestral como parte de su estrategia de valor. En lo que va del 2018 ha realizado distribuciones por un total de P\$0.60 por acción (en 3 pagos) y que representa un rendimiento del 2.0% sobre precios actuales. Esperamos que para lo que resta de este año todavía decrete el pago de P\$0.30 por acción (similar al último dividendo decretado) con lo que estaría distribuyendo en total durante 2018, poco más del 60% de las utilidades generadas en 2017. Para 2019 anticipamos un dividendo de P\$1.20 por acción a distribuirse en 4 exhibiciones iguales (P\$0.30 cada trimestre) y que equivaldría a un rendimiento cercano al 3.8% y alrededor del 45% de las utilidades esperadas para 2018.

**Importantes inversiones encaminadas a seguir incrementando la rentabilidad.** La industria ferroviaria requiere importantes inversiones de capital con el objetivo no solo de impulsar el crecimiento, sino también de mantener la calidad de los activos. En ese sentido, desde 1998 GMXT ha invertido alrededor de US\$6,300m en la modernización de la red ferroviaria, mejoramiento de la seguridad, la renovación de sus locomotoras y carros con un consumo de combustible más eficiente y con menores emisiones contaminantes, patios, laderas, terminales, infraestructura de comunicación, tecnología de punta, principalmente. El objetivo de la compañía es continuar invirtiendo, ahora con un plan iniciado en 2017 y hacia el 2020 por US\$2,100m que le deberá ayudar a seguir mejorando la rentabilidad de manera importante.

#### Inversiones

Millones de dólares



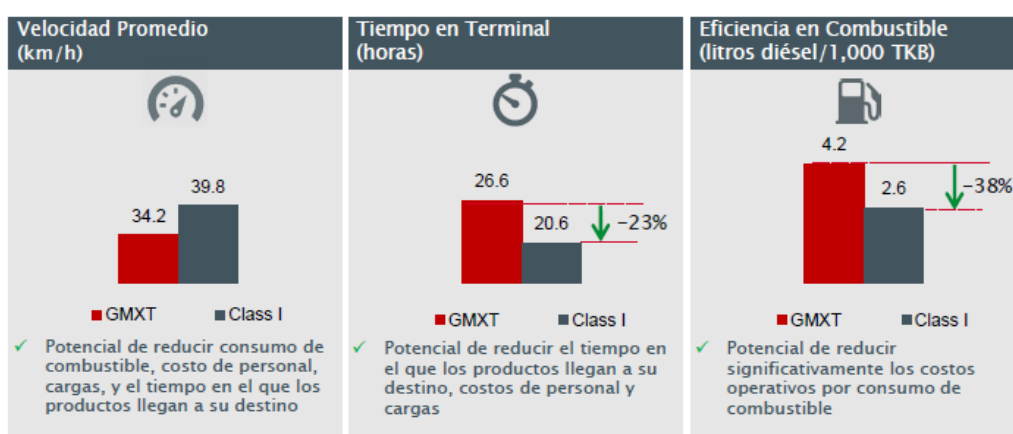
Fuente: GMXT

Algunos proyectos en los que actualmente se encuentra trabajando la compañía incluyen: Proyecto de expansión de la señalización (US\$228m) – expansión del CTC (Control de Tráfico Centralizado) de 610Kms a 2,730Kms con el objetivo de incrementar la capacidad de la vía; Patios y terminales (US\$140m) – en adquisiciones de terrenos para construir nuevos patios y terminales en Celaya, Jesús de Nazareno y el Centro de Florida, expansión de patios de I Tepalcates y Río Escondido, y expansión de patios en Monterrey, Sur de Florida y Huehuetoca; Circunvalación de Celaya (US\$142m) – expansión del troncal de 6Kms a 25Kms, construcción de dos patios y la liberación de 65 hectáreas de derechos de paso; Circunvalación de Monterrey (US\$139m) – construcción de una circunvalación de 21Kms, recuperación del

derecho de vía y rehabilitación de 18Kms de vía del corredor I de San Juan-Lobos; Puente de Ojinaga-Presidio (US\$33m, de los cuales US\$15m serán aportados por el estado de Texas) – reconstrucción del puente internacional y mejoramiento de la vía; Inversiones en la capacidad de vía en la región del Bajío (US\$22m) - construcción de 15.3Kms de vía doble en el corredor Irapuato-Celaya, incrementando la cobertura de doble vía en alrededor de 80% en esta línea.

Estas inversiones deberán ayudar a que la velocidad de los trenes, en kilómetros por hora, en México pase de 34.2 a 39.8Kms/Hr (+16.4%) y el consumo de combustible se reduzca hasta en un 38%.

#### Oportunidad para mejorar eficiencia en beneficio de la rentabilidad



Fuente: GMXT

**Experimentado equipo directivo.** Una de las fortalezas de GMXT es que cuenta con un equipo con amplia trayectoria y experiencia en la industria, lo que le ha permitido lograr un desarrollo rápido y eficiente, tomando ventaja de las oportunidades que se les han presentado para lograr la posición de liderazgo que mantriene. A continuación mostramos una breve descripción de los principales directivos:

- **Germán Larrea Mota Velasco:** Presidente del Consejo de Administración y Presidente Ejecutivo de Grupo México
- **Alfredo Casar Pérez:** CEO/Presidente Ejecutivo desde el 2008. Es miembro del Consejo de Administración de Grupo México desde 1997. Fue nombrado Presidente Ejecutivo de Grupo Ferroviario Mexicano (GFM) y Ferromex el 5 de marzo de 2008; fungió como Presidente y Director General de GFM y Ferromex desde el 16 de noviembre de 1999.
- **Fernando López Guerra Larrea:** CFO/Director General de Administración desde el 1 de julio del 2015 y anteriormente era el responsable de ventas, mercadotecnia, atención al cliente y administrador de flota. Ha trabajado en diferentes áreas dentro de Ferromex y tiene 14 años trabajando en GMXT.
- **Hugo Rafael Gómez Díaz:** COO/Director General de Operación desde 2015. Previo a este puesto, fue responsable de la Dirección de

Transportes durante 3 años, y antes fue responsable de la Dirección de Operaciones en Ferrosur, durante 13 años.

- **Lorenzo Reyes Retana Padilla:** Director General Proyectos Corporativos desde septiembre de 2015. Previamente, desde noviembre de 1997 y hasta septiembre del 2015, se desempeñó como Director General de Operación de Ferromex. Anteriormente a ello ocupó varios puestos en Ferronales, entre los que se incluyen: Director del Ferrocarril del Sureste, Subdirector de Infraestructura y Telecomunicaciones y Gerente de Construcción, fue también Coordinador de la Puesta en Operación de la Doble Vía Electrificada México-Querétaro.

## Estimados 2018 y 2019

Uno de los principales objetivos de GMXT es continuar con su posición de liderazgo. En ese sentido, la compañía mantiene una continua estrategia de inversión que permitirá seguir fortaleciendo y mejorando la red ferroviaria, con un estricto control en costos que deberá traducirse en continuas mejoras en rentabilidad. Si bien el crecimiento está íntimamente ligado al crecimiento de la economía, las ventajas con las que cuenta la compañía le permiten ofrecer servicios más rápidos, con tarifas más competitivas, que se traducen en servicios más eficientes, y por ende en un mayor volumen de carga transportado.

En ese sentido, de acuerdo con nuestro modelo de proyecciones esperamos que en 2018 los ingresos de la compañía alcancen los P\$43,827m y el EBITDA Ajustado se ubique en P\$18,905m, que representarían crecimientos interanuales del 13.6% y 14.4%, respectivamente. Este sería el primer año completo de operaciones con FEC, quien aporta cerca del 20% de los ingresos consolidados de la compañía. La estrategia de crecimiento continuará enfocada en crecer la contribución del segmento Intermodal, y aprovechar el mayor flujo de transporte sobre todo en el segmento de Energía, donde la participación actual de GMXT es menor al 15% y los requerimientos en infraestructura son inmensos, lo que augura un potencial de crecimiento interesante en los siguientes años. Hace unos meses, la compañía firmó un acuerdo con IEnova/Valero para el transporte de combustible desde la terminal marítima en construcción en Veracruz hacia Puebla y México, esperando entre en operaciones a partir del 2019. En ese sentido, anticipamos un aumento del 9.4% en el volumen de carga transportado y del 3.3% en los precios promedio A/A. El comentado control en costos de la mano de las mayores eficiencias se verá reflejado en una expansión de 30pb en el margen EBITDA Aj a 43.1%. En 2019 nuestros estimados asumen incrementos de 8.1% en ingresos y 9.8% en EBITDA Aj A/A. Anticipamos un aumento del 4.1% en el volumen de carga transportado y del 3.8% en los precios promedio. La expansión esperada en el margen EBITDA Aj es de 70pb para ubicarse en 43.8%. Es importante recordar que el combustible es el más relevante de los costos al representar cerca del 30% de los mismos, por lo que las eficiencias alcanzadas en materia de velocidad son relevantes en la rentabilidad de la

compañía y eso depende de la infraestructura bajo la cual opera. De acuerdo con la compañía, esperan alcanzar niveles de eficiencia similares a los de los trenes Clase 1 aumentando la velocidad en alrededor del 14% (desde 34.2 a 39.8 Kms/Hr), disminuyendo el tiempo en la terminal en 23% (26.6 a 20.6 horas) y mejorando la eficiencia en combustible hasta en 38% (desde 4.2 a 2.6 Lt diésel/1000TKB).

Tal como detallamos en el plan de inversiones de la compañía, nuestros estimados asumen P\$7,000m anuales hasta el 2021. Mientras que la razón de deuda neta a EBITDA deberá continuar en niveles bajos de 1.2x en 2018 y 1.1x en 2019. *Ver Fundamentos de Inversión*

## **Factores de Riesgo**

**Condiciones económicas y su impacto sobre el volumen de carga y variedad de productos** Los ingresos de la compañía están íntimamente ligados a los niveles de crecimiento del PIB de México, por la integración de distintos sectores industriales en México y Norteamérica y por un panorama positivo derivado de las reformas energéticas y estructurales. Lo anterior tiene un efecto directo en la demanda y disponibilidad de los insumos y productos que se transportan. En caso de que disminuya el crecimiento del PIB en México o en caso de una desaceleración económica a nivel regional o mundial, los resultados podrían verse afectados de manera negativa.

**Precio de combustibles.** Los precios del combustible representan una parte significativa de los costos operativos (cerca del 30% de los mismos). En virtud de ello, los resultados operativos consolidados se ven altamente afectados por las fluctuaciones en los precios del combustible. A pesar de que actualmente pueden recuperar una parte importante de los mismos a través del cobro de sobrepuestos de combustible a los clientes, nada garantiza que lo puedan continuar haciendo.

**Deducibilidad del IEPS sobre combustibles.** De acuerdo con la Ley de Ingresos de la Federación es posible deducir el monto pagado por el Impuesto Especial sobre Productos y Servicios (IEPS) sobre el diésel importado o adquirido (P\$4.73 por litro) y utilizado en el transporte público o privado de personas, carga o turístico. Si bien no hay fecha para eliminar este estímulo fiscal, en el caso de GMXT este estímulo representa alrededor del 10% del EBITDA de la compañía, por lo que si se elimina, esto podría representar un impacto de corto plazo para la compañía, mientras se traslada el efecto hacia los clientes. A pesar de lo anterior es importante recordar que para el cálculo de nuestro precio objetivo, estamos utilizando un EBITDA Ajustado que NO incluye este beneficio fiscal, por lo que si no se elimina, nuestros estimados podrían lucir conservadores.

**Inversiones en infraestructura.** El negocio requiere inversiones sustanciales de manera constante con la finalidad de, mejorar e incrementar la infraestructura, tecnología, locomotoras y equipo ferroviario. Esto, con el objetivo de reducir costos, mejorar el desempeño y satisfacer los requisitos de volumen de los clientes. Como resultado de lo anterior, la capacidad de lograr

una mayor eficiencia en beneficio de la rentabilidad está altamente vinculada a la efectividad de las inversiones que se realicen.

**Sobre las concesiones.** Los títulos de concesión que posee GMXT en México, le otorgan el derecho para operar las líneas ferroviarias, pero no es propietario de los terrenos, vías, instalaciones o estructuras asociadas que son necesarias para operar la red ferroviaria. En caso de que se terminen, revoquen o rescaten las mismas, el Gobierno Federal sería el que controlaría y administraría los activos para la operación de las vías ferroviarias. *Ver sección Concesiones*

**Contrato de arrendamiento de la línea Texas-Pacífico.** GMXT opera esta línea al amparo de un contrato a 40 años celebrado desde enero de 2001, sujeto a cinco expansiones de 10 años. El contrato podría terminarse debido al incumplimiento de pago de la renta o el incumplimiento de cualquier obligación prevista en el mismo. *Ver sección Concesiones*

**Competencia.** GMXT enfrenta competencia de otros concesionarios ferroviarios, compañías de autotransporte y transportistas marítimos en México y en EE.UU. Esto podría tener un impacto sobre los resultados de la compañía. *Ver sección de Industria y Competencia*

**Derechos de exclusividad y tarifas.** Conforme los títulos de concesión, la compañía cuenta con derechos de exclusividad, sujetos a ciertos derechos de paso establecidos en los propios títulos, para prestar servicios ferroviarios en los territorios comprendidos en su red. En ese sentido, GMXT puede establecer tarifas libremente, en términos que permitan la prestación de los servicios en condiciones satisfactorias de calidad, eficiencia, competitividad, seguridad y permanencia, a menos que el gobierno mexicano determine que no existen condiciones de competencia efectiva en el mercado ferroviario en México. En la medida que la COFECE resuelva la inexistencia de condiciones de competencia efectiva, la Agencia Reguladora del Transporte Ferroviario (ARTF) puede establecer derechos de paso obligatorios adicionales a los previstos en los títulos de concesión así como las tarifas aplicables a los mismos. **Recientemente, GMXT estaba en investigaciones por parte de la COFECE al respecto de los servicios de interconexión.** El pasado mes de marzo, el pleno de la COFECE emitió una resolución en la que concluyó que no existen elementos suficientes para sustentar la definición de los mercados relevantes del dictamen preliminar, en el cual señalaba que no existían condiciones de competencia efectiva en el servicio de interconexión en su modalidad de derechos de paso para prestar el servicio público de transporte ferroviario de carga. Dejando por unanimidad sin materia el citado dictamen preliminar y decretó el cierre del expediente sin ninguna afectación a GMXT.

**TLCAN.** Los resultados de la compañía dependen fuertemente de los niveles de comercio principalmente entre México, EE.UU. y Canadá, por lo que la renegociación del TLCAN es relevante para los mismos. Alrededor del 60% del tráfico de ferrocarriles en términos de volúmenes es internacional y se dirige principalmente a EE.UU., por lo que cualquier cambio en ese sentido podría impactar los volúmenes transportados al menos de corto plazo, ya que el tránsito comercial tendería a buscar mercados alternativos y estos deberían

realizarse a través de los puertos, en donde el fuerte posicionamiento de GMXT le resultaría una ventaja. De cualquier forma, con el reciente acuerdo bilateral entre México y EE.UU. uno de los principales riesgos ha quedado mitigado, mientras esperamos en las siguientes semanas se logre finalmente alcanzar un acuerdo también con Canadá. [Ver Renegociación del TLCAN](#)

**Fluctuación cambiaria.** Con la adquisición de FEC, la mezcla de ingresos de la compañía es mucho más balanceada, ya que ahora el 52% de los ingresos están denominados en dólares. Por lo que respecta a la deuda de la compañía, esta está casi en su totalidad denominada en pesos.

## Descripción del Negocio

### Generalidades

#### Red Ferroviaria GMXT



Fuente: GMXT

Grupo México Transportes (GMXT) es el operador ferroviario líder en México, con la mayor extensión y conectividad, que ofrece servicios de transporte en las industrias agrícola, automotriz, cemento, químicos y fertilizantes, energía, industrial, metales, minerales, intermodal, así como servicios de logística y transporte de pasajeros. La operación del ferrocarril en México se remonta a 1998 y desde entonces se ha duplicado la capacidad y se ha modernizado el sistema ferroviario mexicano. Al ser la red ferroviaria más grande de México, ésta abarca 9,954Kms de líneas principales que se expanden en 24 estados, y se extiende 629Kms en Texas a través del ferrocarril Texas Pacífico. Cuenta con operaciones exclusivas en los

corredores noroeste (desde la porción noroeste de México hasta la Ciudad de México) y sureste de México (desde la Ciudad de México hasta el Golfo de México). A través de 5 puntos de interconexión y puertos, conecta a México directamente con EE.UU. e indirectamente con Canadá, al interconectar carga internacional con los ferrocarriles Clase I de EE.UU. De igual forma, conecta a México con el resto del mundo a través de 5 puertos principales en el Océano Pacífico y 4 puertos principales en el Golfo de México, lo que le permite a la compañía ser un importante eslabón en la cadena de suministro global del país. A mediados de 2017 GMXT adquirió al operador del ferrocarril regional más grande, en términos de ingresos, de Norteamérica, en la costa este de Florida - Florida East Coast Railway (FEC).

## Red Ferroviaria en México

### Red Ferroviaria Ferromex



Fuente: GMXT

### Red Ferroviaria Ferrosur



**Ferromex** fue la primera concesión otorgada a GMXT en 1997 e inició operaciones en 1998. Cuenta con la mayor red ferroviaria de México, con 8,132Kms de vías y abarca las principales zonas industriales y comerciales de México (Cd. de México, Guadalajara, Monterrey, Chihuahua y Hermosillo). Se conecta con el resto del mundo a través de 9 puertos marítimos y 5 pasos fronterizos. Tiene la flota de locomotoras y vagones más grande de México. Ofrece servicios de transporte de pasajeros entre Ojinaga, Chihuahua y Topobampo, Sinaloa y dos rutas turísticas en Guadalajara (Tequila Herradura Express y José Cuervo Express).

**Ferrosur** es la tercera red ferroviaria del país con 1,823Kms de vías. Alimenta los puertos de Veracruz, Coatzacoalcos y Salina Cruz. Con cobertura al Edo. de México, Puebla, Tlaxcala, Hidalgo, Oaxaca, Morelos y Veracruz. Esta concesión fue inicialmente otorgada a GCarso/Inbursa para asociarse en 2005 con GMXT.

**Intermodal Mexico**, es una de las principales empresas de logística a nivel nacional, con operación en 40 ciudades importantes en 12 estados de México. Ofrece servicios de terminales que incluyen carga y descarga de mercancías y transporte terrestre y trabaja en conjunto con Ferromex y Ferrosur.

### Red Ferroviaria en EE.UU.

#### Red Ferroviaria FEC



Fuente: GMXT

#### Red Ferroviaria Texas Pacífico



**Texas Pacífico** opera en el oeste de Texas sobre el South Orient Rail Line con 629Kms de vías. Corre desde la ciudad fronteriza mexicana de Presidio, Texas hasta San Angelo Junction. Conecta con Union Pacific Railroad en Alpine, Texas y con BNSF Railway y Fort Worth y Western Railroad en San Angelo. Se opera al amparo del contrato de arrendamiento de 40 años que celebró la compañía con el estado de Texas el 31 de enero de 2001.

GMXT también es propietario y operador del ferrocarril regional más grande, en términos de ingresos, de Norteamérica, en la costa este de Florida -**Florida East Coast Railway (FEC)**-. En Florida, la red ferroviaria tiene 565Kms de línea principal que se extiende a lo largo de la costa este de Jacksonville a Miami y tiene acceso directo exclusivo a dos de los puertos más grandes de Florida (Miami y Everglades) y también con acceso directo a los puertos de Palm Beach y de Cañaveral. La red ferroviaria en Florida actúa como una extensión crítica de las redes ferroviarias de Clase I de CSX Corporation y Norfolk Southern Corporation, moviendo el flete intermodal y los principales productos industriales hacia y en todo el estado de Florida y el centro de EE.UU.

## **Estrategia de la compañía**

Uno de los principales objetivos de GMXT es continuar con su posición de liderazgo y convertirse en la base de la cadena de abastecimiento de México y Florida. En ese sentido, la compañía pretende concentrar su estrategia en los siguientes puntos:

**Fortalecimiento y continuas mejoras de la red ferroviaria.** Las inversiones estratégicas que ha implementado la compañía a lo largo de los años (alrededor de US\$6,300m desde 1998) le han permitido lograr un sólido posicionamiento en la industria, con activos de clase mundial, con importantes avances tecnológicos y una red eficiente. Derivado de lo anterior, uno de los puntos centrales de la estrategia de GMXT es continuar con inversiones importantes que le permitan no solo continuar mejorando la eficiencia de las operaciones, con trenes más rápidos y menores tiempos de espera sino también a través de una mejor utilización de la capacidad, expandiéndose a través de nuevos patios y terminales, nuevos ramales e inversiones en sistemas digitalizados de comunicación. Derivado de lo anterior la compañía mantiene desde el 2017 un plan de inversiones a 5 años por US\$2,100m.

**Obtener una posición de liderazgo en los servicios intermodales.** El potencial de crecimiento de los servicios de logística que incluyen carga y descarga de mercancías y transporte terrestre es muy atractivo para GMXT. Previa a la adquisición de FEC, este tipo de servicios representaba poco más del 10% de los ingresos consolidados y ahora representa alrededor del 15%. Este porcentaje es aún muy bajo si se considera que el porcentaje promedio de este tipo de servicios en los ingresos de los ferrocarriles Clase I de Norteamérica es superior al 40%. La ventaja que ofrece este tipo de servicios es la conexión de los clientes con más mercados que cualquier otro ferrocarril en las regiones donde opera la compañía. GMXT considera que la competitividad de los servicios que ofrecen y el sistema integral le ayudará a convertir a los usuarios de autotransporte en usuarios de servicios ferroviarios en los próximos años. Las inversiones en este tipo de transporte han sido continuas. En el 2013 se lanzó un servicio en conjunto con Union Pacific diseñado principalmente para apoyar las necesidades crecientes de transporte de la industria automotriz y de los mercados intermodales en México que se extiende desde Monterrey, Nuevo León, hasta Chicago, Illinois, Los Ángeles, California y San Louis, Missouri. Adicionalmente, en 2015 FEC adquirió Raven, una operadora de camiones de carga de Jacksonville, más que duplicando los volúmenes del segmento intermodal en un año.

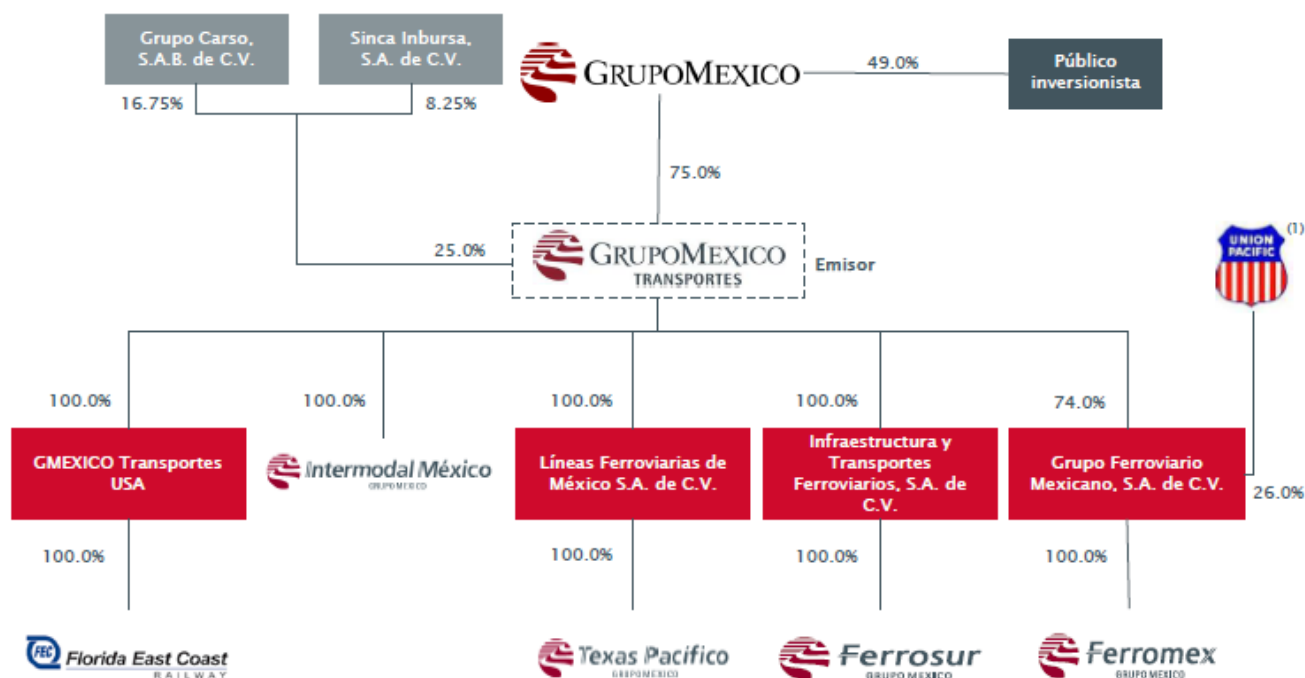
**Alcanzar la excelencia en servicios,** proporcionando servicios de transporte ferroviario valor agregado que funcionen con los más altos estándares de seguridad, confiabilidad y eficiencia de una manera ecológicamente responsable. Con el compromiso de ofrecer servicios ferroviarios de alta calidad, eficientes y sustentables a los clientes, GMXT lograr una presencia de mercado más fuerte y efectiva, tomando tener ventaja de las oportunidades de un volumen creciente con clientes actuales y potenciales.

**Estricto control de costos.** Una estructura eficiente en términos de costos es clave para crear un modelo de negocio resistente que permite fortalecer los servicios para mejorar volúmenes y rentabilidad, en particular, durante ciclos económicos difíciles. Históricamente, la compañía ha implementado iniciativas para mantener una estructura de costos competitiva y mantiene la estrategia de continuar trabajando para ser más eficientes, fortalecer la competitividad y mejorar la rentabilidad mediante la implementación de iniciativas para el control de costos.

## Estructura Corporativa

Las cuatro principales subsidiarias a través de las cuales opera GMXT y que representan cerca del 99% de los ingresos de la compañía son (i) Ferromex, a través de Grupo Ferroviario Mexicano (GFM) -74% de participación- en asociación con Union Pacific, el operador ferroviario más grande de EE.UU. - 26% restante-; (ii) FEC, a través de GMXT US; (iii) Ferrosur, a través de Infraestructura y Transportes Ferroviarios (ITF); y (iv) Texas Pacifico Transportation, a través de Líneas Ferroviarias de México.

### Estructura Corporativa GMXT



(1) Union Pacific Railroad Company  
Fuente: GMXT

## Concesiones

**México.** El Gobierno Federal es dueño del sistema ferroviario de México, mismo que se opera al amparo de concesiones. En 1996, el gobierno privatizó y dividió la red de ferrocarriles en tres sistemas ferroviarios regionales.

La Ley Reglamentaria del Servicio Ferroviario (LRSF) establece que las concesiones se otorgarán mediante licitación pública, hasta por un plazo de 50 años y solamente a personas morales mexicanas (pudiendo participar la

inversión extranjera en el capital de dichas personas morales, pero requiriendo resolución favorable de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras si dicha participación es superior al 49% del capital social).

Las concesiones otorgan derechos exclusivos para prestar servicios de transporte de carga en las líneas ferroviarias (sujeto a ciertos derechos de paso y arrastre otorgados a otros concesionarios ferroviarios). Los concesionarios tienen el derecho de uso, pero no de propiedad, de los terrenos, vías, edificios e instalaciones necesarias para la operación de las líneas ferroviarias, y tienen la obligación de mantener los derechos de paso, estructura de la vía, construcciones e instalaciones relacionadas de mantenimiento de conformidad con los estándares operacionales establecidos en los títulos de concesión.

En México, GMXT opera al amparo de cinco concesiones de ferrocarril de largo plazo, que incluyen dos de los tres sistemas regionales y tres líneas cortas. Como contraprestación por las concesiones, GMXT debe pagar al gobierno el equivalente al 0.5% de los ingresos brutos por los primeros 15 años del periodo de la concesión y 1.25% de dichos ingresos brutos durante el periodo restante.

Concesión	Longitud Kms	Fecha de Adjudicación	En Exclusividad hasta	Fecha de Término	Rutas
<b>Ferromex</b>					
Línea de ferrocarril Pacífico-Norte (sistema troncal)	6,867	22-jun-1997	19-ago-2033	19-feb-2048	Principal: México-Cd. Juárez, Irapuato-Manzanillo, Tampico-Gómez Palacio, Piedras Negras-Ramos Arizpe, Guadalajara-Nogales, Mexicali-Benjamin Hill Línea corta: Cadena-Dinamita, Calles-Tamuin, Jiménez-Parral, Salinas Victoria-Chipinique, Manzanillo-Peña Colorada, Guadalajara-Guadalajara y Hércules-Mariscalá
Ojinaga-Topolobampo (línea corta)	943	22-jun-1997	19-feb-2028	19-feb-2048	Conecta los estados de Chihuahua y Sinaloa. La ruta atraviesa los municipios de Aldama, Chihuahua, Cuauhtémoc, La Junta, San Juanito, Bocoyna y San Rafael en Chihuahua; y los municipios de Loreto, Sufragio y Los Mochis en Sinaloa
Nogales-Nacoziari (línea corta)	320	27-ago-1999	01-sep-2017	01-sep-2029	Conecta los municipios de Nogales y Nacoziari en Sonora
<b>Ferrosur</b>					
Línea de ferrocarril del sudeste (troncal)	1,565	29-jun-1998	18-dic-2028	18-dic-2048	Principal: Teotihuacán-Veracruz, Córdoba-Medias Aguas, Medias Aguas-Coatzacoalcos-El Chapo, Puebla-Tehuacán-Sánchez, Apizaco-Puebla y Huehuetoca-Tula-Pachuca-Irolo
Sur (línea corta)	259	14-oct-2005	14-feb-2023	14-feb-2035	Conecta los estados de Hidalgo, Puebla, Morelos, Tlaxcala y el Edo. de México

Fuente: GMXT

**Tarifas.** De conformidad con las concesiones y la ley, GMXT puede establecer tarifas libremente, en términos que permitan la prestación de los servicios en condiciones satisfactorias de calidad, eficiencia, competitividad, seguridad y permanencia, a menos que el gobierno mexicano determine que no existen condiciones de competencia efectiva en el mercado ferroviario en México. Asimismo, las tarifas tienen que ser las mismas para los usuarios en igualdad de condiciones para servicios comparables y no se pueden aplicar en forma discriminatoria. La compañía tiene la obligación de registrar las tarifas, excepto aquellas que sean pactadas mutuamente entre GMXT y los usuarios, las cuales deberán estar disponibles en todo momento. En el supuesto de que se cobren tarifas mayores a las registradas, se deberá reembolsar a los clientes

las cantidades cobradas en exceso del precio registrado más intereses y es posible que la concesión correspondiente sea revocada.

**Término de las concesiones.** El Gobierno Federal está facultado para revocar la exclusividad después de que haya transcurrido determinado tiempo y si determina que no hay suficiente competencia en el mercado. En términos de la LRSF las concesiones terminan por: (1) Vencimiento del plazo establecido en la concesión; (2) Renuncia del titular; (3) Revocación –la SCT podrá revocar las concesiones y permisos inmediatamente, en caso de no ejercer los derechos conferidos en un periodo de 180 días, en caso de que los cede, transfiera o grave, y si el concesionario cambia de nacionalidad. Adicionalmente, si no cumple con ciertos requerimientos y es sancionado 3 veces en un periodo de 5 años al incumplir por ejemplo con, interrumpir de manera injustificada la operación, limitar o impedir el uso de servicios de interconexión, o derechos de paso, aplicar tarifas superiores a las registradas, incumplir con el pago de indemnizaciones en caso de daños, no mantener en vigor las garantía de cumplimiento de la concesión y de los seguros y no mantener las vías férreas concesionadas de acuerdo a los estándares preestablecidos, entre otros; (4) Rescate - el Gobierno Federal podrá terminar y rescatar las concesiones en cualquier momento si, de conformidad con la ley aplicable, determina que es de interés público realizar el rescate correspondiente; (5) Desaparición del objeto de la concesión o permiso, y (6) Liquidación o quiebra de la concesionaria.

En caso de que una concesión sea revocada por el gobierno por cualquier razón atribuible a la compañía, GMXT no recibirá compensación alguna y todos los derechos y activos amparados por la concesión, así como todas las mejoras realizadas respecto de dichos bienes, serán revertidos a favor del Gobierno Federal. En caso de terminación de una concesión por alguna causa ajena a la compañía, el gobierno tendría que compensar a GMXT y pagar cualquier inversión no recuperada más la tasa de retorno anual contenida en el título de concesión.

**Estados Unidos.** En EE.UU. y Canadá los ferrocarriles son privados. En el Estado de Texas, el ferrocarril Texas Pacífico se extiende por 629Kms en la Línea Férrea Sur Oriente desde el Ramal de San Ángelo hasta Presidio y se opera al amparo del contrato de arrendamiento de 40 años que GMXT celebró con el Estado de Texas el 31 de enero de 2001.

En el Estado de Florida, la compañía es dueña del Florida East Coast Railway y el correspondiente derecho de paso, la cual se extiende 565 kilómetros por la costa este desde Jacksonville hasta Miami.

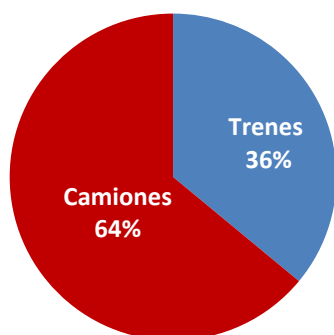
## Industria y Competencia

La industria ferroviaria se enfoca en el transporte de carga. Sin embargo, los ferrocarriles forman parte de una industria más amplia que incluye a camioneros, operadores de embarcaciones y transportistas aéreos. De acuerdo con cifras de la SCT y la Asociación Americana de Camiones, entre el 20% y 35% de la carga se realiza a través de ferrocarriles, y el restante se realiza a través de camiones.

Obviamente la competencia varía según el tipo de ruta y de carga. No obstante, los ferrocarriles tienen ventaja en rutas largas y pueden transportar carga de mayor tamaño. Mayores eficiencias en el uso del combustible y menores emisiones de carbono dan a los ferrocarriles una ventaja competitiva adicional respecto a los camioneros.

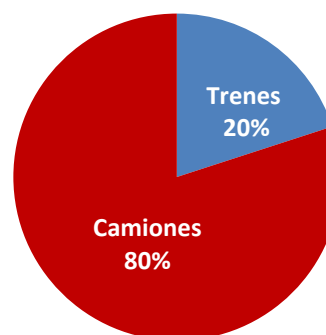
Participación de Mercado en Fronteras

%



Participación de Mercado en Puertos

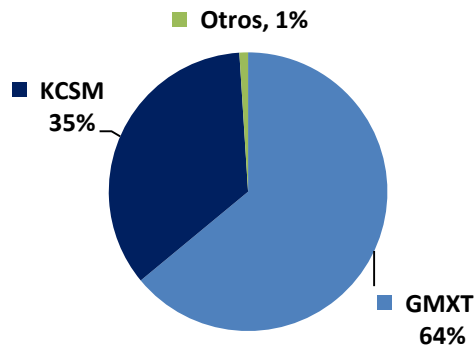
%



Fuente: SCT (Anuario Estadístico Ferroviario), GMXT

La compañía también enfrenta competencia por parte de otras compañías de ferrocarriles privadas en México, particularmente con Kansas City Southern de México (KCSM), cuya ruta central es la red vial directa entre la Ciudad de México y Laredo, Texas. Por Laredo pasa más de la mitad de todo el tráfico ferroviario y de camiones de México y Estados Unidos que cruza la frontera. KCSM compite con GMXT en algunas zonas en las que presta servicios, incluyendo Tampico, Tamaulipas y la Ciudad de México. Asimismo, al amparo de su concesión, KCSM tiene el derecho de controlar y operar la mitad sur del puente ferroviario en Laredo, Texas, el cual abarca el Río Grande entre EE.UU. y México. A pesar de lo anterior, el volumen transportado por GMXT es casi el doble del transportado por KCSM al hacer sus rutas mucho más eficientes gracias a las inversiones que ha venido realizando y apalancándose de sus ventajas competitivas como el acceso a sus cruces fronterizos y puertos marítimos.

**Participación de Mercado GMXT**  
%



Fuente: SCT, GMXT

EE.UU. está conectado por el mejor sistema de transporte ferroviario en el mundo, de acuerdo con Asociación de Ferrocarriles Americano (AAR). Está compuesto por 225,308Kms de vías operadas por siete ferrocarriles de Clase I, 21 ferrocarriles regionales, y 510 ferrocarriles locales. El sistema ferroviario de transporte de carga de EE.UU. transporta más carga que cualquier otro sistema ferroviario de transporte de carga en el mundo. Los ferrocarriles de transporte de carga son propiedad privada y operados totalmente por particulares y operan con infraestructura de la cual ellos mismos son propietarios, construyen, mantienen y pagan.

Los ferrocarriles que no son Clase I (también conocidos como ferrocarriles secundarios y ferrocarriles regionales) varían en tamaño, desde pequeñas operaciones de manejo de ciertas cargas al mes hasta operaciones en varios estados comparables al tamaño de la Clase I. La función principal de los ferrocarriles secundarios es proveer de tráfico a la Clase I y a los operadores regionales. Comparado a la Clase I, la cual opera en una red ferroviaria complicada a distancias largas, los ferrocarriles secundarios y regionales tiene operaciones más predecibles y sencillas.

La participación de FEC en el mercado de Florida fue de 32.0% en 2016 permitiendo un crecimiento en oportunidades significativa, particularmente en las zonas de Orlando y Tampa. En Florida, el principal competidor es CSX Corporation, el cual opera en mucha parte del territorio en el que opera FEC.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldivar, 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, Francisco Duarte Alcocer 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 Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

## Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

## Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, 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 MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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
GMXT	28 septiembre 2018	COMPRA	P\$37.00

**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	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente 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
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1670 - 2707
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	hugoa.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.cebaldos@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