

Gap

Nota de Empresa

26 de Octubre 2015

Perspectiva de vuelo interesante en 2016

- Actualizamos nuestras estimaciones para Gap después del reporte del 3T15 positivo y tras conocer que el Huracán Patricia tuvo afectaciones mínimas en aeropuertos que opera Gap en el Pacífico
- Para 2015 y 2016 estimamos un crecimiento en pasajeros totales de 24.6% y 6.5%, en ingresos operativos de 40.4% y 10.4% y en EBITDA de 39.6% y 6.6%, respectivamente
- Introducimos nuestro PO 2016E de P\$170.0 con recomendación de Compra. Esperamos que la compañía continúe con una alta rentabilidad y el margen EBITDA 2016E se ubique en 67.3%

Sólido reporte del 3T15 y mínimas afectaciones del Huracán Patricia. Como mencionamos en nuestra nota del reporte del 3T15 de Gap, “*Continúan los grandes crecimientos en el 3T15*” (23 de octubre), los fuertes incrementos de la compañía rebasaron nuestros estimados. Por otro lado, Gap señaló que el paso del Huracán Patricia el pasado viernes 23 de octubre tuvo una afectación mínima en los aeropuertos que opera en el Pacífico, específicamente Puerto Vallarta y Manzanillo, lo cual es positivo por las expectativas que se tenían de que ocasionaría severos daños en los mismos.

Introducimos nuestro PO 2016E de P\$170.0 que obtuvimos a través del método de valuación DCF (WACC de 10.5%). Dicho precio representa un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 18.0x, por debajo del múltiplo al que cotiza actualmente de 18.2x, y un rendimiento de 16.8%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 2.0%, ofrece un retorno potencial total de 18.8%. Por lo anterior, **recomendamos Compra**. Consideramos que dada la perspectiva positiva del sector hacia adelante los múltiplos se podrían mantener en niveles elevados.

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

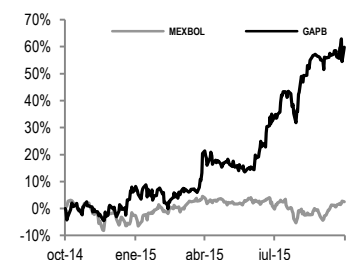
José Espitia

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

COMPRA

Precio Actual	\$145.52
PO 2016	\$170.00
Dividendo (e)	P\$3.5
Dividendo (%)	2.0%
Rendimiento Potencial	18.8%
Precio ADS	US\$87.76
PO2016 ADS	US\$95.57
Acciones por ADS	10
Máx – Mín 12m (P\$)	154.1 – 84.4
Valor de Mercado (US\$m)	4,920.28
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (P\$ m)	169.1

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2013	2014	2015E	2016E
Ingresos	5,228	5,546	8,556	9,426
Utilidad Operativa	2,373	2,765	3,940	4,003
EBITDA	3,256	3,690	5,151	5,490
Margen EBITDA	62.3%	66.5%	60.2%	58.2%
Utilidad Neta May.	2,246	2,243	2,657	2,523
Margen Neto	43.0%	40.4%	31.1%	26.8%
Activo Total	25,235	24,286	32,325	33,997
Disponible	2,579	1,596	3,423	3,604
Pasivo Total	3,022	3,000	11,037	11,526
Deuda	1,854	1,719	6,197	6,322
Capital	22,213	21,286	21,288	22,471

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2013	2014	2015E	2016E
FV/EBITDA	24.8x	22.2x	17.1x	15.5x
P/U	36.3x	36.4x	30.7x	32.4x
P/VL	3.7x	3.8x	4.0x	3.8x
ROE	10.3%	10.6%	13.0%	12.5%
ROA	9.0%	9.2%	8.8%	7.8%
EBITDA/ intereses	59.3x	242.4x	-40.7x	-29.7x
Deuda Neta/EBITDA	-0.2x	0.0x	0.6x	0.6x
Deuda/Capital	0.1x	0.1x	0.3x	0.3x

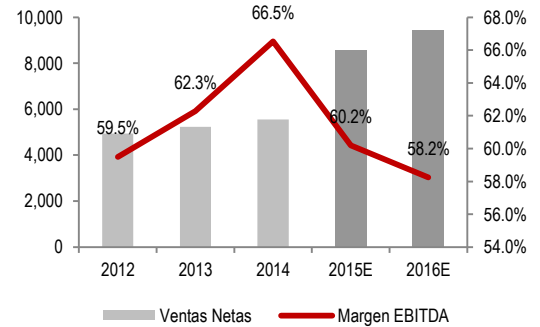
GAP – Estados Financieros

(cifras nominales en millones de pesos)

Año	2013	2014	2015E	2016E	TACC
Ventas Netas	5,227.8	5,546.2	8,556.3	9,425.8	21.7%
Costo de Ventas					
Utilidad Bruta	5,227.8	5,546.2	8,556.3	9,425.8	21.7%
Gastos Generales	2,854.7	2,781.1	4,616.6	5,422.3	23.8%
Utilidad de Operación	2,373.2	2,765.1	3,939.7	4,003.5	19.0%
Margen Operativo	45.4%	49.9%	46.0%	42.5%	-2.2%
Depreciación Operativa	883.2	925.2	1,210.8	1,486.9	19.0%
EBITDA	3,256.4	3,690.3	5,150.6	5,490.4	19.0%
Margen EBITDA	62.3%	66.5%	60.2%	58.2%	-2.2%
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(51.2)	(8.0)	(597.9)	(249.1)	69.5%
Intereses Pagados	179.1	86.6	215.1	232.1	9.0%
Intereses Ganados	124.2	71.4	92.6	47.0	-27.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros					
Utilidad (Pérdida) en Cambios	3.8	7.2	(475.4)	(64.0)	-357.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas			(46.2)	(163.1)	
Utilidad antes de Impuestos	2,322.0	2,757.1	3,333.5	3,754.4	17.4%
Provisión para Impuestos	75.8	514.6	954.1	1,198.1	151.0%
Operaciones Discontinuada					
Utilidad Neta e Integral	2,246.2	2,242.5	2,379.4	2,556.2	4.4%
Participación Minoritaria y Efecto de Conversión			246.7	(177.7)	
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	2,246.2	2,242.5	2,626.1	2,378.5	1.9%
Margen Neto	43.0%	40.4%	30.7%	25.2%	-16.3%
UPA	4.004	3.997	1.000	1.000	-37.0%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	2,872.1	2,062.6	4,160.4	4,353.8	14.9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,168.2	1,595.5	3,423.1	3,604.4	18.5%
Activos No Circulantes	22,362.5	22,223.6	28,164.4	29,643.5	9.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	873.5	812.7	1,308.8	1,308.8	14.4%
Activos Intangibles (Neto)	16,693.6	16,481.9	21,832.9	22,988.3	11.3%
Activo Total	25,234.6	24,286.2	32,324.8	33,997.3	10.4%
Pasivo Circulante	1,212.2	1,582.2	2,487.0	2,841.5	32.8%
Deuda de Corto Plazo	637.6	978.5	38.3	38.3	-60.8%
Proveedores	348.2	353.8	498.5	266.1	-8.6%
Pasivo a Largo Plazo	1,809.7	1,418.1	8,549.6	8,684.3	68.7%
Deuda de Largo Plazo	1,216.9	740.9	6,158.9	6,283.6	72.8%
Pasivo Total	3,021.9	3,000.3	11,036.7	11,525.8	56.2%
Capital Contable	22,212.7	21,285.9	21,288.1	22,471.5	0.4%
Participación Minoritaria			965.2	965.2	
Capital Contable Mayoritario	22,212.7	21,285.9	20,323.0	21,506.3	-1.1%
Pasivo y Capital	25,234.6	24,286.2	31,359.6	33,032.1	9.4%
Deuda Neta	(313.7)	124.0	2,774.1	2,717.5	-305.4%

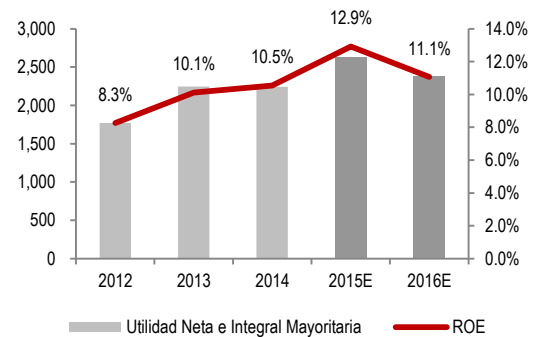
Ventas y Margen EBITDA

(cifras en millones)



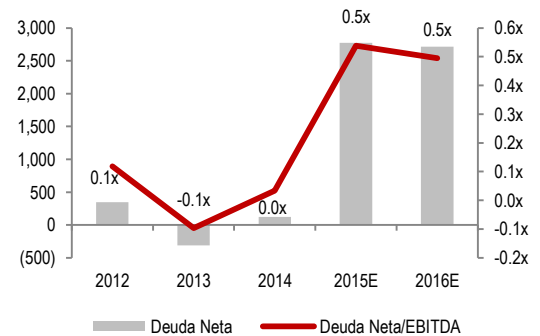
Utilidad Neta y ROE

(cifras en millones)



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

(cifras en millones)



Estimados 2016

Estamos revisando al alza nuestros estimados por el mejor desempeño operativo en los 12 aeropuertos que opera Gap en México y los mejores márgenes del aeropuerto MBJ en el acumulado del año. Para 2015, estimamos un crecimiento en pasajeros totales de 24.6%, en ingresos operativos de 40.4% y en EBITDA de 39.6% con un margen EBITDA de 69.7% sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos / EBITDA). Cabe señalar que dichos crecimientos están en línea con la guía de la empresa.

Para 2016, esperamos que los pasajeros totales tengan un crecimiento de 6.5%, los ingresos totales de 10.2%, los ingresos operativos de 10.4% (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), en tanto que el Ebitda crecería 6.6% (este incremento sería de 10.1% sin considerar el reconocimiento de la ganancia en el valor razonable de la adquisición de DCA y MBJ registrado en el 3T15). De esta forma, el margen Ebitda se ubicaría en 58.2% (vs. 60.2% 2015E). Hay que señalar que sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados, dicho margen se ubicaría en 67.3% (vs. 69.7% 2015E).

Valuación y PO 2016E de P\$170

A través del método de DCF, nuestro nuevo precio objetivo para 2016E es de P\$170 que representaría un múltiplo FV/EBITDA 2016E de 18.0x, menor al que cotiza actualmente (18.2x). En nuestros supuestos consideramos un WACC de 10.5%; Costo promedio de la deuda de 4.7%; Beta de 0.8; Tasa libre de riesgo de 6.8%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y un múltiplo FV/Ebitda terminal de 16.7x (similar al promedio del 2015 de 16.4x) para el valor de la perpetuidad. Nuestros resultados nos muestran un rendimiento potencial de 16.8% vs. su precio actual, que aunado a un rendimiento de 2.0%e de pago de dividendo, ofrece un retorno potencial total de 18.8%.

GAP-DCF

(Millones de pesos)

Concepto	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Perpetuidad (2021e)
Ebitda	6,017	6,492	7,009	7,500	8,058	
Capital de trabajo (-)	127	121	-60	117	47	
Capex (-)	1,315	893	405	1,262	1,192	
Impuestos (-)	1,282	1,408	1,545	1,672	1,731	
Flujo Libre de Efectivo	3,292	4,070	5,120	4,449	5,088	134,744
						Acciones (millones)
						561
						P\$
						PO DCF
						170.0
Valor DCF	95,346					Precio Actual
						145.5
Market Cap. Actual	81,637					Rendimiento Potencial
						16.8%

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

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, 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
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	26/10/2015	Compra	P\$170.00
GAPB	23/07/2015	Mantener	P\$141.00
GAPB	24/04/2015	Compra	P\$130.00
GAPB	02/01/2015	Mantener	P\$102.00
GAPB	23/10/2014	Mantener	P\$104.00

Historial de Recomendación de Emisiones (12 meses)

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

Directorio de Análisis

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

Análisis Económico

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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	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	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454