

GAP

Reporte Trimestral

24 de febrero de 2021

Corrobora sólida mejora secuencial en el 4T20

- **Gap reportó resultados que continuaron siendo afectados en términos anuales por el COVID-19, pero que mostraron una relevante recuperación secuencial alineada a nuestras expectativas**
- **Sigue destacando por mostrar las menores caídas en pasajeros a/a en el sector. Mientras tanto, los fuertes crecimientos que esperamos para 2021 están supeditados al ritmo de recuperación de la industria**
- **Subimos nuestro PO2021e a \$233.00 de \$210.00 -FV/EBITDA 2021e de 16.5x, por debajo del actual. Creemos que buena parte de la perspectiva favorable ya está en la acción. Recomendamos Mantener**

www.banorte.com
@analisis_fundam

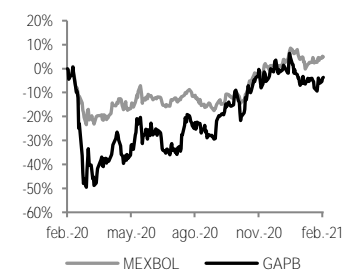
José Espitia
Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com

Hugo Gómez
Subdirector Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com

MANTENER	
Precio Actual	\$213.04
PO	\$233.00
Dividendo estimado	\$7.60
Dividendo (%)e	3.6%
Rendimiento Potencial	12.9%
Precio ADS	US\$104.78
PO ADS	US\$117.70
Acciones por ADS	10
Máx – Mín 12m (\$)	254.9 – 108.4
Valor de Mercado (US\$m)	5,861.4
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (\$ m)	180.0
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	22.4x
P/U	55.2x
MSCI ESG Rating*	B

Mejor desempeño en la demanda de pasajeros respalda mejores cifras secuenciales. En el 4T20, Gap registró una disminución anual en pasajeros totales de 35.5% ante la afectación del COVID-19, aunque mostró una recuperación secuencial de 43.7% t/t, derivado de un mejor comportamiento de la demanda. Lo anterior fue parcialmente compensado por mayores tarifas aprobadas en los Programas Maestros de Desarrollo 2020-2024, llevando a una reducción menor en la suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos de 28.4% a \$2,674 millones (+35.7% vs. 3T20). Por otro lado, a pesar de que la mayor parte de los costos y gastos son fijos, tanto en México como en Jamaica, la implementación de iniciativas para eficientar operaciones y una base comparativa más “normal” -dado que el 4T19 se vio afectado por la integración del aeropuerto de Kingston-, llevaron a una menor caída en EBITDA de 27.1% a/a a \$1,767 millones (+61.6% t/t), en línea con lo esperado. Con ello, el margen respectivo, excluyendo cambios contables (sin impacto en el flujo), tuvo un avance de 1.2pp a 66.2%. Finalmente, se registró una pérdida integral atribuible a participación controladora principalmente por un efecto cambiario negativo. Cabe mencionar que Gap está orientada en retomar el crecimiento, buscando reducir gastos y manteniendo la liquidez, lo cual se ve apoyado también por una sana situación financiera (DN/EBITDA de 1.7x).

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

Millones de pesos	2019	2020	2021E	2022E
Ingresos	16,226	11,866	17,040	19,646
Utilidad Operativa	8,017	3,820	6,561	8,204
EBITDA	9,793	5,820	8,860	10,981
Margen EBITDA	60.4%	49.0%	52.0%	55.9%
Utilidad Neta	4,937	2,165	3,873	5,163
Margen Neto	30.4%	18.2%	22.7%	26.3%
Activo Total	41,578	51,361	51,953	55,442
Disponible	7,500	14,445	11,345	11,797
Pasivo Total	20,908	28,508	30,080	32,186
Deuda	16,474	24,381	25,619	26,767
Capital	20,669	22,853	21,873	23,256

Múltiplos y razones financieras

	2019	2020	2021E	2022E
FV/EBITDA	13.2x	22.4x	15.2x	12.3x
P/U	24.2x	55.2x	30.9x	23.1x
P/VL	6.1x	5.5x	5.7x	5.4x
ROE	25.2%	9.9%	18.6%	23.3%
ROA	11.9%	4.2%	7.5%	9.3%
EBITDA/Intereses	8.3x	4.0x	5.8x	7.2x
Deuda Neta/EBITDA	0.9x	1.7x	1.6x	1.4x
Deuda/Capital	0.8x	1.1x	1.2x	1.2x

Fuente: Banorte

Gap – Resultados 4T20

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T19	4T20	Var %	4T20e	Var % vs Estim.
Ventas	4,574	2,344	-48.7%	3,575	-34.4%
Utilidad de Operación	1,934	1,260	-34.8%	1,205	4.6%
Ebitda	2,423	1,767	-27.1%	1,803	-2.0%
Utilidad Neta	1,038	-217	N.A.	626	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	42.3%	53.8%	11.5pp	33.7%	20.1pp
Margen Ebitda	53.0%	75.4%	22.4pp	50.4%	24.9pp
Margen Neto	22.7%	-9.3%	-32.0pp	17.5%	-26.8pp
UPA	\$1.85	-\$0.39	N.A.	\$1.12	N.A.

Estado de Resultados (Millones)

Año	2019	2020	2020	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% a/a	% t/t

Ventas Netas	4,574.1	3,068.1	2,344.4	-48.7%	-23.6%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	4,574.1	3,068.1	2,344.4	-48.7%	-23.6%
Gastos Generales	2,640.0	2,481.9	1,083.9	-58.9%	-56.3%
Utilidad de Operación	1,934.0	586.2	1,260.5	-34.8%	115.0%
Margen Operativo	42.3%	19.1%	53.8%	11.5pp	34.7pp
Depreciación Operativa	489.0	507.0	506.1	3.5%	-0.2%
EBITDA	2,423.0	1,093.2	1,766.6	-27.1%	61.6%
Margen EBITDA	53.0%	35.6%	75.4%	22.4pp	39.7pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(183.9)	(241.2)	(866.8)	371.3%	259.4%
Intereses Pagados	344.5	487.5	385.2	11.8%	-21.0%
Intereses Ganados	168.2	152.2	43.0	-74.5%	-71.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(39.8)	12.4	(530.0)	>500%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	0.1	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,750.2	345.0	393.6	-77.5%	14.1%
Provisión para Impuestos	319.3	(7.4)	53.2	-83.3%	N.A.
Operaciones Discontinuadas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta e Integral	1,430.9	352.4	340.4	-76.2%	-3.4%
Participación Minoritaria	14.1	(28.7)	(19.7)	N.A.	-31.3%
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	1,038.2	327.0	(217.4)	N.A.	N.A.
Margen Neto	22.7%	10.7%	-9.3%	(32.0pp)	(19.9pp)
UPA	1.851	0.583	(0.388)	N.A.	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	9,367.5	17,512.7	16,846.1	79.8%	-3.8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	7,500.2	15,220.4	14,444.5	92.6%	-5.1%
Activos No Circulantes	32,210.3	34,673.1	34,515.1	7.2%	-0.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,905.7	2,077.8	2,146.2	12.6%	3.3%
Activos Intangibles (Neto)	23,758.6	25,925.2	25,694.9	8.1%	-0.9%
Activo Total	41,577.8	52,185.8	51,361.2	23.5%	-1.6%
Pasivo Circulante	4,676.6	8,433.2	5,262.7	12.5%	-37.6%
Deuda de Corto Plazo	2,212.6	6,798.4	2,670.3	20.7%	-60.7%
Proveedores	1,091.1	761.1	1,109.9	1.7%	45.8%
Pasivo a Largo Plazo	16,231.8	20,680.7	23,245.7	43.2%	12.4%
Deuda de Largo Plazo	14,237.0	18,329.1	21,695.6	52.4%	18.4%
Pasivo Total	20,908.4	29,025.5	28,508.4	36.3%	-1.8%
Capital Contable	20,669.4	23,160.3	22,852.8	10.6%	-1.3%
Participación Minoritaria	1,041.3	1,150.1	1,060.0	1.8%	-7.8%
Capital Contable Mayoritario	19,628.2	22,010.3	21,792.8	11.0%	-1.0%
Pasivo y Capital	41,577.8	52,185.8	51,361.2	23.5%	-1.6%
Deuda Neta	8,936.9	9,897.2	9,910.6	10.9%	0.1%

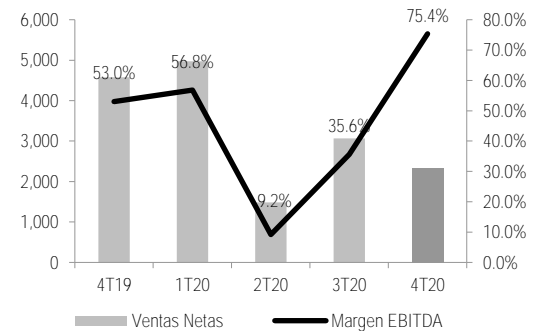
Estado de Flujo de Efectivo

Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones	1,751.2	163.8	777.3
Flujos de actividades de inversión	(813.0)	(1,023.3)	(895.3)
Flujos de actividades de financiamiento	(2,584.3)	271.0	(517.2)
Efectos de la variación con la tasa de cambio	27.7	60.2	(140.7)
Incremento (disminución) efectivo	(1,618.4)	(528.4)	(775.9)

Fuente: Banorte, BMV

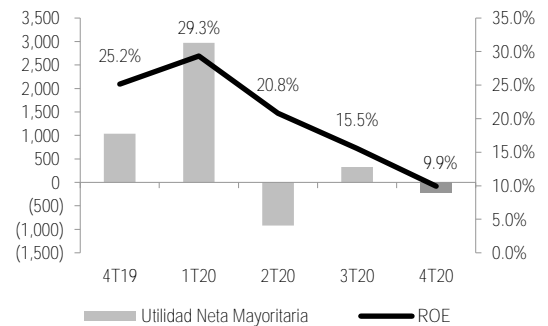
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



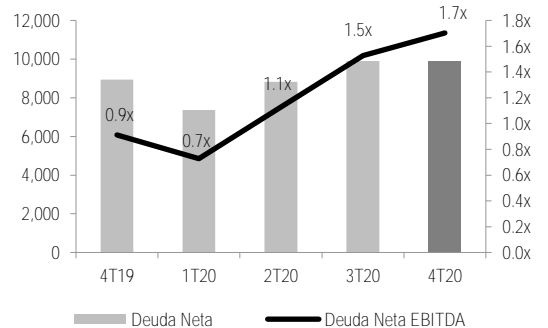
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

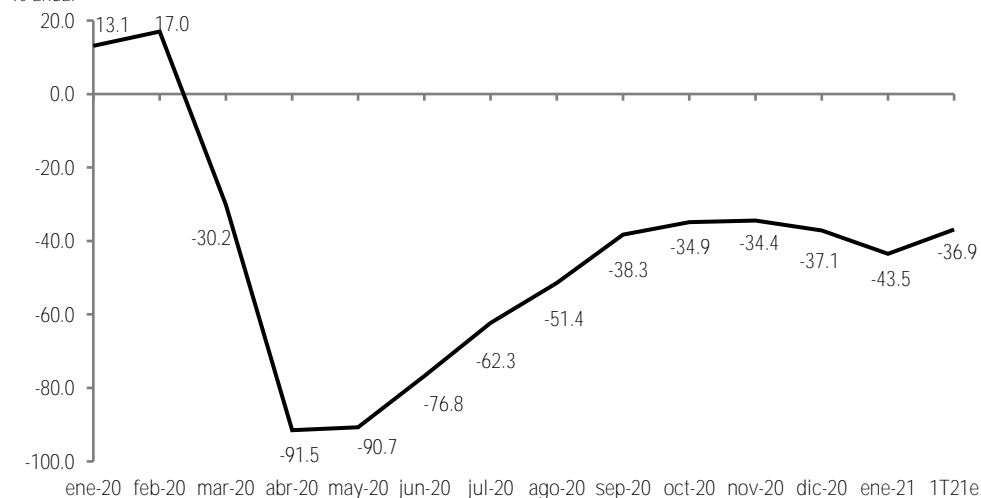
Cifras en millones



Estimados 2021

Relevantes crecimientos esperados para este año, aunque sujetos al ritmo de recuperación de la demanda. Como ya lo hemos mencionado, uno de los sectores más afectados por la contingencia sanitaria es el aeroportuario; no obstante, desde junio de 2020 ha mostrado una recuperación apoyado por un mejor desempeño de la demanda de transporte aéreo, que ha derivado en que diversas aerolíneas incrementen su capacidad t/t. Cabe señalar que Gap ha sobresalido por mostrar las menores caídas anuales en sus reportes de tráfico de pasajeros, en comparación con sus pares nacionales, lo que desde nuestro punto de vista obedece a contar con el mejor portafolio diversificado de aeropuertos en cuanto a mezcla de pasajeros y por tipo de destino (regional, metrópoli y turismo). No obstante, hay que monitorear la evolución de los pasajeros debido al aumento en el número de contagios por coronavirus al inicio del 2021, así como más restrictivas para viajeros de EE.UU. y Canadá que afectarán el tráfico internacional, por lo que subrayamos que los notables incrementos que esperamos en las cifras del grupo dependerán del proceso de vacunación, que influye directamente en la velocidad de recuperación del sector.

Gap – Evolución del total de tráfico de pasajeros
% anual



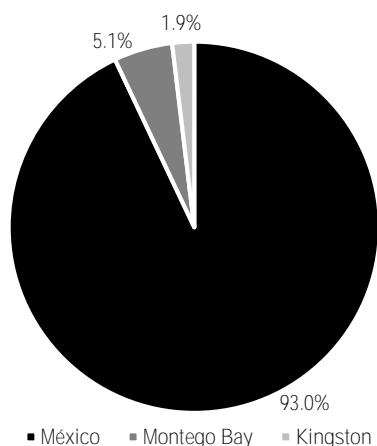
Fuente: Gap, Banorte

Gap mantiene su enfoque en retomar el crecimiento, con estrategias que buscan aumentar el número de pasajeros en su red -tales como promocionar sus aeropuertos y desarrollar rutas-, así como maximizar los ingresos aeronáuticos y continuar potenciando los no aeronáuticos, mediante el crecimiento en las actividades comerciales. Lo anterior junto con la implementación de reducción de costos y una sólida situación financiera (DN/EBITDA de 1.7x al 4T20), deberían apoyar el camino hacia la recuperación.

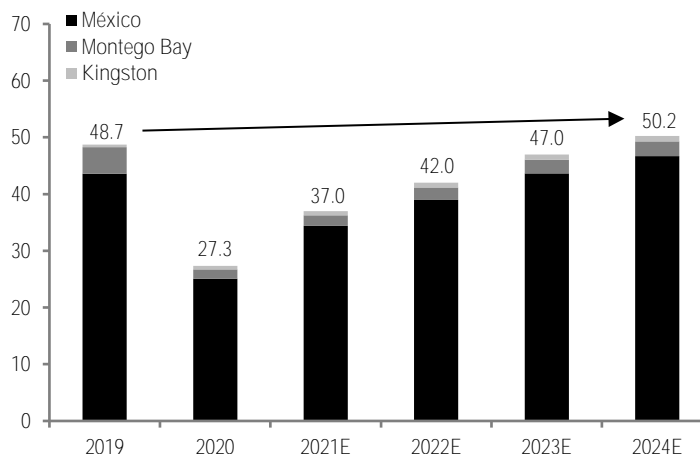
Considerando lo previamente mencionado, pronosticamos un sólido crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 35.3% (vs. 48.0%e previo), conformado por incrementos en los pasajeros de México de 37.1% y de 15% en promedio en los aeropuertos de Jamaica, MBJ y Kingston. Creemos que la exposición de la red de aeropuertos que opera Gap en México a Volaris podría seguir favoreciendo buenos aumentos en pasajeros, ante las perspectivas favorables de dicha aerolínea.

A mayor plazo, **Gap podría llegar al mismo número de pasajeros con el que cerró el 2019 en el año 2024 (vs. 2023e previo), de acuerdo con nuestras proyecciones. La evolución del tráfico esperada se puede observar en la siguiente gráfica de la derecha.**

Gap – Participación de pasajeros por país 2021e %



Gap – Tráfico total de pasajeros 2019-2024e
Millones de pasajeros



Fuente: Banorte.

Estimamos que los ingresos totales tengan un avance de 43.6% a \$17,040 millones, así como un crecimiento en los ingresos operativos de 35.6% a \$13,120 millones, derivado del relevante incremento en pasajeros totales y mayores tarifas aprobadas en la [revisión del Programa Maestro de Desarrollo 2020-2024](#), parcialmente contrarrestado por una apreciación del tipo de cambio peso dólar. En ese sentido, los ingresos aeronáuticos subirían 36.9%, mientras que los no aeronáuticos aumentaría 31.7%, en menor proporción debido al mejor desempeño presentado en 2020. Por otro lado, esperamos un fuerte avance en los ingresos por servicios de construcción de 78.8% por las mayores inversiones a realizar en el año.

Gran recuperación en márgenes. Proyectamos un importante crecimiento en EBITDA de 52.2% a \$8,860 millones, con una sólida expansión en el margen respectivo (excluyendo los servicios de construcción) de 7.4pp a 67.5%, debido a la generación de economías de escala, tomando en cuenta el aumento en pasajeros y, por lo tanto, mayores ingresos, así como la estructura de costos y gastos cuya proporción es fija en su mayoría. Asimismo, Gap busca continuamente lograr mayores eficiencias que le permitan ser cada vez más rentable. Estimamos un buen avance de un dígito medio en los márgenes de las operaciones en México y de un dígito bajo en las operaciones de MBJ y Kingston.

A nivel neto, estimamos un crecimiento en la utilidad neta mayoritaria de 78.9%, ubicándose en \$3,873 millones, derivado principalmente de la mayor utilidad operativa. Dados los mejores resultados, creemos que el grupo retomará el pago de dividendos, que esperamos sea de \$7.60 por acción, con un rendimiento de 3.6% a precios actuales. Finalmente, prevemos que siga con un sólido balance financiero, con un indicador de DN/EBITDA de 1.6x.

Valuación y PO 2021E de \$233.00. Recomendamos MANTENER

Mediante la metodología de valuación por flujos descontados (DCF), estamos ajustando al alza **nuestro precio objetivo para las acciones de Gap a \$233.00 por acción** (vs. \$210.00 previo). El PO equivale a un múltiplo FV/EBITDA 2021e de 16.5x, por debajo del actual de 22.4x, pero por arriba del promedio del sector nacional de 15.1x. Es importante señalar que, históricamente la compañía ha cotizado por arriba del promedio de sus pares nacionales y más en línea con Asur, lo que creemos se debe a la alta rentabilidad, así como de la diversificación por tipo de aeropuertos y de sus operaciones en general, tomando en cuenta también la expansión de sus operaciones fuera de México.

Creemos que la perspectiva de una muy importante recuperación para 2021 con notables incrementos, se traducirá en un relevante abaratamiento en los múltiplos tras el impacto en 2020. Esto, aunado a las expectativas de menores tasas de interés, debería de sustentar mayores niveles de valuación. Sin embargo, en nuestra opinión buena parte de la favorable perspectiva de Gap ya está reflejada en la acción. Lo anterior toma mayor relevancia si consideramos que, después de las noticias positivas de las vacunas en noviembre del año anterior, la acción mostró una fuerte apreciación de alrededor de 25% antes de terminar el año; no obstante, el repunte de la pandemia derivó en que la acción mostrara cierto ajuste en el inicio de 2021, por lo que en el agregado, el aumento en el precio ha sido de más de 18% en los últimos 4 meses. Tomando en cuenta lo anterior y el **rendimiento potencial de nuestro PO de 12.9% (incluyendo el retorno estimado del dividendo), recomendamos Mantener.**

En nuestro modelo de DCF, los supuestos considerados incluyen una tasa de descuento (WACC) de 12.0%; Costo promedio de la deuda de 5.9%; Beta de 1.3; Tasa libre de riesgo de 5.8% (estimado del BonoM de 10 años), un premio por riesgo mercado de 6.0% y un múltiplo FV/EBITDA terminal de 14.7x (similar al promedio de 5 años de 14.8x) para el valor de la perpetuidad.

GAP-DCF

Millones de pesos

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Perp.
(+) EBITDA	10,774	12,131	13,104	14,101	14,946	
(-) Capital de Trabajo	(310)	(315)	(309)	(293)	(305)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(4,702)	(3,452)	(3,267)	(4,038)	(4,058)	
(-) Impuestos	(1,824)	(2,511)	(2,741)	(2,964)	(3,155)	
(=) Flujo Efectivo	3,939	5,853	6,787	6,805	7,428	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	219,451
(=) Flujo del Negocio	3,939	5,853	6,787	6,805	7,428	219,451

		YE21	
Tasa Libre de riesgo (RF)	5.8%	(+) Valor presente de los Flujos	21,547
Riesgo Mercado (RM)	6.0%	(+) Valor presente Perpetuidad	124,467
Beta	1.3	= Valor Empresa	146,014
CAPM	13.6%	(-) Deuda Neta	(14,139)
Costo de la Deuda	5.9%	(-) Interés minoritario	(1,060)
Tasa impuestos	24.0%	(=) Valor del Capital	130,815
Costo Deuda Neto	4.5%	Acciones en circulación	561
Deuda / Capitalización	17.7%		
		Precio Objetivo \$	233.2
WACC	12.0%	Precio Actual	213.0
Valor terminal	14.7x	Rendimiento Potencial	9.5%

Fuente: Banorte.

Tabla de Valuación Relativa

Emisora	Precio	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	Margen EBITDA	P/VL	P/U	P/U 2020E	P/U 2021E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2020E	FV/EBITDA 2021E
COMPARABLES EXTRANJERAS											
AENA SME SA	EUR 144.20	26,324	34,815	32.2%	3.5x			75.9x		40.0x	22.8x
ADP	EUR 107.50	12,947	22,557		2.9x						31.3x
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	EUR 54.10	6,088	12,910	0.2%	1.3x						22.7x
FLUGHAFEN WIEN AG	EUR 30.25	3,092	3,581	26.0%	2.1x				23.0x	53.1x	20.4x
HAINAN MEILAN INTERNATIONA-H	HKD 33.95	2,072	2,015	50.9%	3.1x	35.2x	36.9x	22.4x	22.9x	19.7x	11.2x
	<i>Promedio</i>	<i>10,105</i>	<i>15,176</i>	<i>27.3%</i>	<i>2.6x</i>	<i>35.2x</i>	<i>36.9x</i>	<i>49.1x</i>	<i>23.0x</i>	<i>37.6x</i>	<i>21.7x</i>
COMPARABLES NACIONALES											
ASUR	MXN 379.64	5,586	6,406	38.7%	2.7x		57.7x	33.4x		26.8x	17.1x
GAP	MXN 213.04	5,861	6,400	49.0%	5.5x		55.2x	30.9x		22.4x	15.2x
OMA	MXN 123.30	2,359	2,453	47.5%	4.5x		44.0x	21.5x		23.2x	13.0x
	<i>Promedio</i>	<i>4,602</i>	<i>5,086</i>	<i>45.1%</i>	<i>4.2x</i>		<i>52.3x</i>	<i>28.6x</i>		<i>24.1x</i>	<i>15.1x</i>
	<i>Promedio Total</i>	<i>8,041</i>	<i>11,392</i>	<i>34.9%</i>	<i>3.2x</i>	<i>35.2x</i>	<i>48.5x</i>	<i>36.8x</i>	<i>23.0x</i>	<i>30.9x</i>	<i>19.2x</i>

Fuente: Banorte, Bloomberg (24/02/21). Los múltiplos de Asur, Gap y Oma 2020E son los U12m.

Recomendación Deuda Corporativa

Opinión crediticia de GAP: Vulnerable. Ratificamos nuestra opinión crediticia de Vulnerable con base en los resultados al 4T20 mermados por la contingencia sanitaria (caída en ingresos y EBITDA), aunque con signos de recuperación. Sin embargo, GAP cuenta con un monto en caja de \$14,445 millones, que nos hacen confirmar que su capacidad de pago es sólida para hacer frente a todas sus obligaciones en el CP. Por otra parte, se esperan mermas más moderadas en 2021.

Nuestra recomendación sobre las emisiones GAP 15-2, 16, 17, 17-2, 19, 20, 20-2 y 20-3. Con la opinión crediticia por resultados al 4T20 de ‘Vulnerable’ para las series 15-2 / 16 / 17 / 17-2 / 19 / 20 / 20-2 / 20-3, emitimos las siguientes recomendaciones fundamentadas únicamente en un análisis de valor relativo con respecto a emisiones de similar calificación y tasa de referencia:

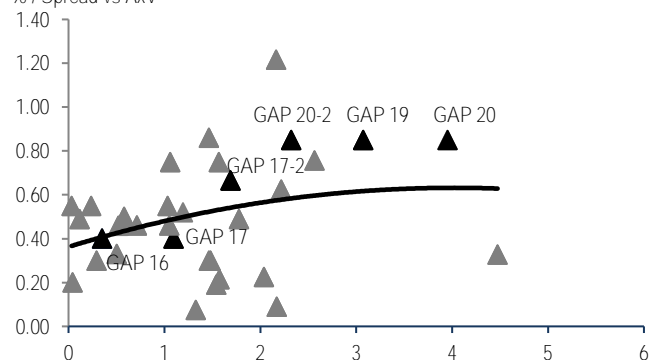
Ratificamos nuestra recomendación de **GAP 16 / 17 / 17-2 / 19 / 20 / 20-2**, de **Mantener¹** derivado la coyuntura sanitaria y la poca operación en el mercado secundario, pues creemos que la curva de bonos comparables (quiroygrafarias ‘AAA’, TIEE28) aún no refleja completamente el riesgo rendimiento de muchos emisores ante la situación actual (afectaciones por COVID-19). De igual forma, mantenemos la recomendación **Mantener¹** para **GAP 15-2 / 20-3**, por la misma situación en la curva de la muestra (quiroy. ‘AAA’, Fija).

Emisiones Quiroygrafarias de GAP – Información de Mercado
Millones

TV	Emisión	DxV	Fecha Venc	Monto Circ	Tasa de Interés	Cpn (%)	VNA	Precio Limpio	Yield (%)	Spread (%)	Var. (pb) 1 mes	1 Trim	Calificación S&P/Moody's/Fitch/HR	Recomend.
91	GAP16	128	02-jul-21	1,500	TIEE28 + 0.49%	4.93%	100	100.04	4.69%	0.40%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP17	400	31-mar-22	1,500	TIEE28 + 0.49%	4.94%	100	100.10	4.69%	0.40%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP17-2	617	03-nov-22	2,300	TIEE28 + 0.44%	4.90%	100	99.63	4.95%	0.67%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP19	1,122	22-mar-24	3,000	TIEE28 + 0.45%	4.90%	100	98.85	5.14%	0.85%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP20	1,443	06-feb-25	3,000	TIEE28 + 0.17%	4.61%	100	97.55	5.14%	0.85%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP20-2	848	22-jun-23	602	TIEE28 + 0.85%	5.30%	100	100.00	5.14%	0.85%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP15-2	1,444	07-feb-25	1,500	FIJA : 7.08%	7.08%	100	104.05	5.93%	1.33%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP20-3	2,304	17-jun-27	3,598	FIJA : 8.14%	8.14%	100	102.10	7.72%	2.47%	0.00%	0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener

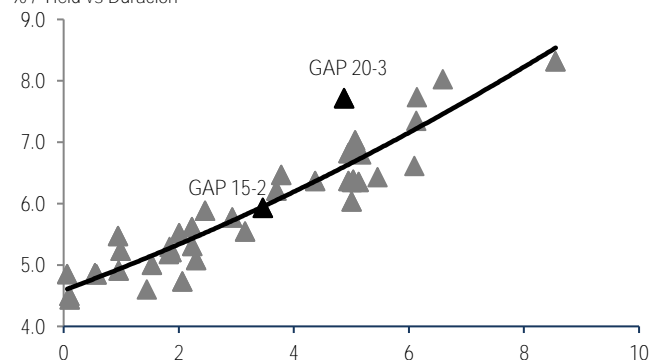
Fuente: Banorte, BMV, Calificadoras y PIP, al 24 de febrero de 2021. ND: No Disponible. * Incluye Reapertura

Análisis de Valor Relativo Variable
% / Spread vs AxV



Fuente: PIP, al 24 de febrero de 2021.

Análisis de Valor Relativo Fija
% / Yield vs Duración



Fuente: PIP, al 24 de febrero de 2021.

¹ NOTA: las recomendaciones (Aumentar/Mantener/ Disminuir) son independiente a la capacidad de pago del emisor la cual es de Estable. Está fundamentada únicamente en una decisión de inversión, en busca de un mayor rendimiento.

Calificaciones

Standard & Poor's (26 Mar 2020) confirmó calificaciones de 'mx AAA' y 'mxA-1+' de Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP); la perspectiva se mantiene estable. De acuerdo con la agencia, esperan una caída significativa en el nivel de tráfico de pasajeros a lo largo de 2020, principalmente influenciado por la imposición de restricciones de viaje en el contexto de la pandemia del coronavirus. Sin embargo, en su nuevo caso base (que incorpora una baja muy significativa en el tráfico de pasajeros en 2020) esperan que GAP muestre en los próximos 12 a 24 meses niveles de apalancamiento, con deuda ajustada a EBITDA inferior a 3x, y niveles de liquidez sólidos.

El 1 de junio (2020), S&P señaló que espera que GAP experimente una caída en los niveles de transporte de pasajeros del orden de 50-60% durante 2020, con una recuperación de 70% y de 10%-15% para 2021 y 2022 respectivamente.

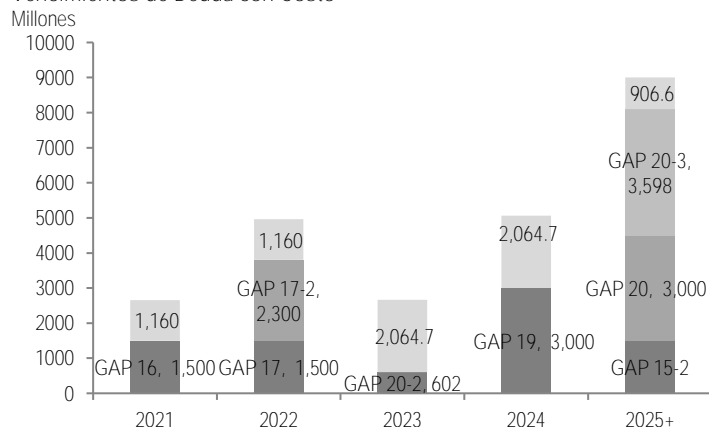
Vin: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/eventoca/eventoca_998142_2.pdf

Moody's (21 Abr 2020) bajó las calificaciones de GAP y sus bonos a 'Baa1' de 'A3' (escala global), y al mismo tiempo afirmó las calificaciones en escala nacional de 'Aaa.mx'. La perspectiva de las calificaciones cambió a Negativa. De acuerdo con la agencia, la baja de las calificaciones surge a partir de la baja de calificación de bonos soberanos del Gobierno de México a 'Baa1' desde 'A3' con perspectiva Negativa. Asimismo, señaló que la acción refleja el fuerte desempeño financiero y posición de liquidez de GAP como resultado de las sólidas tendencias de pasajeros hasta antes del brote del coronavirus.

Vin: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/eventoca/eventoca_1003472_2.pdf

Podrían darse cambios. Derivado de los resultados y los próximos que podrían verse afectados por la contingencia sanitaria y el proceso de vacunación, y tomando en cuenta que para ambas agencias un movimiento a la baja en la calificación de GAP se sustentaría en el incremento del apalancamiento (excesivo) o reducciones en tráfico de pasajeros (-35.5% 4T20 vs 4T19) y Flujo de la Operación, se podrían observar más movimientos en las calificaciones nacionales y globales de S&P y Moody's en el mediano plazo.

Vencimientos de Deuda con Costo



Fuente: Banorte con información de Reporte BMV.

Historial de Recomendación de Emisiones de Deuda (12 meses)

Fecha	Opinión Crediticia / Recomendación
24-02-2021	Vulnerable / Man (15-2/16/17/17-2/19/20/20-2/20-3)
28-10-2020	Vulnerable / Man (15-2/16/17/17-2/19/20/20-2/20-3)
23-07-2020	Vulnerable / Man (15-2/16/17/17-2/19/20/20-2/20-3)
29-04-2020	Estable / Man (15-2 / 16 / 17 / 17-2 / 19 / 20)

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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	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	24/02/2021	Mantener	\$233.00
GAPB	28/10/2020	Compra	\$210.00
GAPB	29/04/2020	En Revisión	En Revisión
GAPB	13/12/2019	Compra	\$246.00

MSCI ESG Rating scale

CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
Rezañado			Promedio		Líder	

*El MSCI ESG Rating es un indicador que evalúa a las compañías en métricas de Ambiente, Sociedad y Gobernanza (ESG por sus siglas en inglés).

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899