

Gap

Reporte Trimestral

22 de Febrero 2018

Resultados del 4T17 ligeramente por debajo

- **Gap continuó con crecimientos en el 4T17 aunque el margen EBITDA, sin tomar en cuenta ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, se redujo 2.1pp y se ubicó en 67.6%**
- **Buen aumento en los ingresos operativos (+11.1% vs. 4T17) ante el incremento en el tráfico de pasajeros totales de 9.9% vs. 4T16 en sus 13 aeropuertos**
- **Subimos nuestro PO 2018E a P\$220 con recomendación de Compra. Revisamos al alza nuestros estimados (en línea con la guía de la empresa): pasajeros +7.6%, ingresos +11.5% y EBITDA +10.8%**

www.banorte.com
@analisis_fundam

José Espitia

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

Hugo Gómez

Subdirector Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com

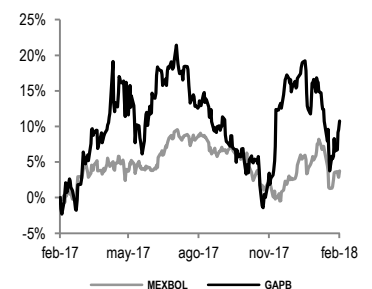
COMPRA

Precio Actual	\$191.77
PO 2018	\$220.00
Dividendo estimado	P\$6.0
Dividendo (%e)	3.1%
Rendimiento Potencial	17.8%
Precio ADS	US\$102.90
PO2018 ADS	US\$118.27
Acciones por ADS	10
Máx - Mín 12m (P\$)	211.95 - 162.5
Valor de Mercado (US\$m)	5,780.08
Acciones circulación (m)	561
Flotante	85%
Operatividad Diaria (P\$ m)	197.6
Múltiplos 12m	
FV/EBITDA	14.8x
P/U	24.2x

Reporte ligeramente por debajo en el 4T17. Gap reportó sus resultados al 4T17 con crecimientos en ingresos, utilidad operativa, EBITDA y utilidad neta e integral mayoritaria de 11.1%, 6.3%, 7.8% y 4.1%, ubicándose en P\$3,069m, P\$1,512m, P\$1,898m y P\$1,231m, respectivamente. Salvo la utilidad neta mayoritaria que fue mejor a lo estimado, los números estuvieron ligeramente por debajo de lo esperado. El margen EBITDA (sin cambios contables) disminuyó 2.1pp, ubicándose en 67.6% 4T16.

Subimos nuestro PO 2018E a P\$220 de P\$210 con recomendación de Compra. Dicho PO fue obtenido con el método de valuación DCF y representa un múltiplo FV/EBITDA 2018E de 15.4x, por debajo del múltiplo promedio de 5 años (16.5x), y otorga un rendimiento de 14.7%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 3.1%, ofrece un retorno potencial total de 17.8%. Para 2018 estimamos un incremento en los pasajeros totales de 7.6%, en los ingresos totales de 14.2%, en los ingresos operativos de 11.5% (suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos), en el EBITDA de 10.8% y un margen EBITDA (sin cambios contables) de 69.4%.

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2016	2017	2018E	2019E
Ingresos	11,108	12,366	14,116	13,566
Utilidad Operativa	5,235	6,282	6,940	7,714
EBITDA	6,583	7,725	8,560	9,403
Margen EBITDA	59.3%	62.5%	60.6%	69.3%
Utilidad Neta	3,948	4,452	5,282	5,857
Margen Neto	35.5%	36.0%	37.4%	43.2%
Activo Total	36,051	39,518	39,553	40,110
Disponible	5,188	7,730	5,223	5,693
Pasivo Total	13,647	17,441	20,942	21,288
Deuda	9,814	13,252	12,994	12,869
Capital	22,405	22,077	18,610	18,822

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2016	2017	2018E	2019E
FV/EBITDA	17.2x	14.8x	13.6x	12.3x
P/U	27.2x	24.2x	20.4x	18.4x
P/VL	5.0x	5.1x	6.1x	6.1x
ROE	19.0%	21.7%	30.7%	34.2%
ROA	11.4%	11.9%	13.6%	14.9%
EBITDA/Intereses	51.2x	34.1x	61.9x	0.0x
Deuda Neta/EBITDA	0.7x	0.7x	1.0x	0.8x
Deuda/Capital	0.4x	0.6x	0.7x	0.0x

Gap – Resultados 4T17

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	4T16	4T17	Var %	4T17e	Var % vs Estim.
Ventas	2,764	3,069	11.1%	3,190	-3.8%
Utilidad de Operación	1,422	1,512	6.3%	1,612	-6.2%
Ebitda	1,761	1,898	7.8%	1,985	-4.4%
Utilidad Neta	1,182	1,231	4.1%	1,130	8.9%
Márgenes					
Margen Operativo	51.4%	49.3%	-2.2pp	50.5%	-1.3pp
Margen Ebitda	63.7%	61.8%	-1.9pp	62.2%	-0.4pp
Margen Neto	42.8%	40.1%	-2.7pp	35.4%	4.7pp
UPA	\$2.11	\$2.19	4.1%	\$2.01	8.9%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2016	2017	2017	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	2,763.8	3,033.6	3,069.5	11.1%	1.2%
Costo de Ventas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	2,763.8	3,033.6	3,069.5	11.1%	1.2%
Gastos Generales	1,342.0	1,508.7	1,557.7	16.1%	3.3%
Utilidad de Operación	1,421.7	1,524.9	1,511.8	6.3%	-0.9%
Margen Operativo	51.4%	50.3%	49.3%	(2.2pp)	(1.0pp)
Depreciación Operativa	339.0	349.3	386.4	14.0%	10.6%
EBITDA	1,760.8	1,874.3	1,898.1	7.8%	1.3%
Margen EBITDA	63.7%	61.8%	61.8%	(1.9pp)	0.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(167.7)	(110.3)	(231.9)	38.3%	110.2%
Intereses Pagados	30.7	157.9	188.5	>500%	19.4%
Intereses Ganados	24.6	108.0	109.2	343.4%	1.1%
Otros Productos (Gastos) Financieros	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(161.6)	(61.6)	(221.9)	37.4%	260.5%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(3.4)	6.5	(14.8)	336.7%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	1,250.7	1,421.1	1,265.1	1.2%	-11.0%
Provisión para Impuestos	274.5	336.6	301.7	9.9%	-10.4%
Operaciones Discontinuas	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.
Utilidad Neta e Integral	976.2	1,084.5	963.4	-1.3%	-11.2%
Participación Minoritaria	15.8	20.5	12.6	-20.3%	-38.7%
Utilidad Neta e Integral Mayoritaria	1,181.7	1,142.9	1,230.7	4.1%	7.7%
Margen Neto	42.8%	37.7%	40.1%	(2.7pp)	2.4pp
UPA	2.107	2.037	2.194	4.1%	7.7%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	5,998.6	7,152.7	8,980.2	49.7%	25.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,188.1	6,141.9	7,730.1	49.0%	25.9%
Activos No Circulantes	30,052.9	29,677.5	30,537.4	1.6%	2.9%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,630.4	1,523.3	1,655.7	1.6%	8.7%
Activos Intangibles (Neto)	22,872.9	22,511.7	23,200.7	1.4%	3.1%
Activo Total	36,051.5	36,830.2	39,517.5	9.6%	7.3%
Pasivo Circulante	1,941.3	3,507.3	2,295.1	18.2%	-34.6%
Deuda de Corto Plazo	76.5	67.3	132.8	73.7%	97.2%
Proveedores	891.6	659.4	1,037.2	16.3%	57.3%
Pasivo a Largo Plazo	11,705.6	12,541.7	15,145.6	29.4%	20.8%
Deuda de Largo Plazo	9,729.5	10,548.9	13,110.8	34.8%	24.3%
Pasivo Total	13,646.9	16,049.0	17,440.8	27.8%	8.7%
Capital Contable	22,404.6	20,781.2	22,076.8	-1.5%	6.2%
Participación Minoritaria	1,071.6	983.6	1,048.6	-2.1%	6.6%
Capital Contable Mayoritario	21,333.0	19,797.5	21,028.2	-1.4%	6.2%
Pasivo y Capital	36,051.5	36,830.2	39,517.5	9.6%	7.3%
Deuda Neta	4,626.1	4,482.2	5,522.1	19.4%	23.2%

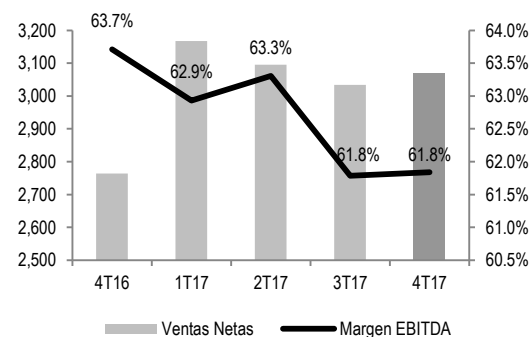
Estado de Flujo de Efectivo

Flujos generado en la Operación	1,448.3	1,712.2	1,283.7
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(584.4)	(433.2)	(534.6)
Flujo neto de actividades de financiamiento	(1,004.9)	(1,792.8)	691.3
Incremento (disminución) efectivo	(124.9)	(516.5)	1,588.2

Fuente: Banorte, BMV

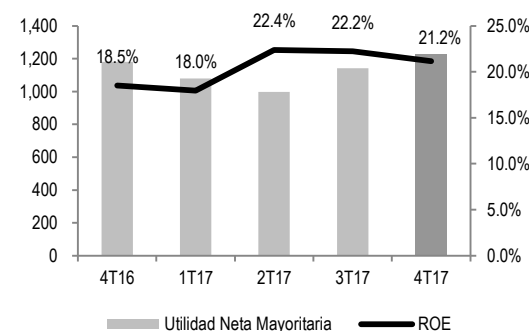
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



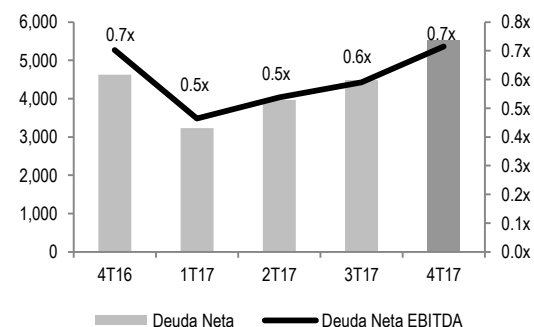
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Aumento en los ingresos operativos de 11.1% vs. 4T16, impulsado por el crecimiento en el tráfico total de pasajeros de 9.9%. El número de pasajeros totales de Gap en el 4T17 tuvo un buen incremento de 9.9%. El tráfico total de pasajeros de los 12 aeropuertos que opera en México presentó un crecimiento de 9.6%, conformado por un alza en los nacionales de 10.6% y en los internacionales de 7.7%. El sólido desempeño en pasajeros es resultado de las acciones realizadas por diversas aerolíneas para abrir rutas, aumentar frecuencias y expandir su flota –aerolíneas de bajo costo buscan ganar un mercado potencial al competir con líneas de autobuses de primera clase, que podríamos esperar continúe hacia adelante. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ registró un sólido aumento de 13.1% en sus pasajeros totales.

Considerando lo anterior, los ingresos por la operación real de Gap (ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos) tuvieron un crecimiento de 11.1% (-2.9% vs. nuestro estimado), con un alza en los aeronáuticos de 12.4% y en los no aeronáuticos de 7.2%. En este periodo se presentó un incremento en los ingresos por adiciones a bienes concesionados –que se reconocen por cambios contables, pero que no tienen impacto en el flujo de efectivo, ni en el resultado de operación de la compañía– de 10.3%. En el agregado, los ingresos totales de Gap subieron 11.1% vs. 4T16.

La rentabilidad de la compañía (sin cambios contables) disminuyó 2.1pp para ubicarse en 67.6%. El margen de operación se redujo en 2.2pp, con lo cual dicho margen se encuentra en 49.3%. En la misma línea, el margen EBITDA bajó 1.9pp, con lo cual se ubicó en 61.8%. Lo anterior se debió a que el alza en los ingresos totales fue de 11.1%, mientras que el total de costos y gastos de operación presentó un aumento de 16.1%. Por otro lado, el Aeropuerto MBJ tuvo una fuerte caída en el margen EBITDA, ubicándose en 43.2% (vs. 52.3% en el 4T16).

Hay que señalar que sin tomar en cuenta los ingresos y costos por adiciones a bienes concesionados, los resultados indican un margen operativo de 53.9% y un margen EBITDA de 67.6% vs. el 4T16 con márgenes operativo y de EBITDA de 56.3% y 69.7%, respectivamente. Nuestros estimados eran de 55.8% y 68.7%, respectivamente.

La utilidad neta e integral mayoritaria aumentó 4.1% vs. 4T16. La utilidad integral atribuible a participación controladora tuvo un alza de 4.1%, ante los mejores resultados operativos y un crecimiento en la ganancia cambiaria por conversión en moneda extranjera (+33.6% vs. 4T16), parcialmente compensados por un mayor costo financiero (+38.3% vs. 4T16) y un monto más alto de impuestos (+9.9% vs. 4T16).

Cabe mencionar que el total de la deuda bancaria del grupo al 4T17 ascendió a P\$13,252m con una razón Deuda Neta/EBITDA 12m de 0.7x vs. 0.6x en el 3T17.

Estimados 2018

Para 2018 esperamos que los pasajeros totales tengan un crecimiento de 7.6% (vs. 5.5%e previo), los ingresos totales de 14.2% y los ingresos operativos – suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos– de 11.5% (vs. 7.7%e previo). Por otro lado, proyectamos un incremento en el EBITDA de 10.8% (vs. 7.9%e previo) y un margen EBITDA sin considerar los ingresos por adiciones a bienes concesionados de 69.4% (vs. 70.3%e previo). Cabe mencionar que dichas estimaciones se encuentran en línea con la guía 2018E de la empresa.

Valuación y PO 2018E de P\$220

A través del método de DCF, nuestro nuevo precio objetivo para 2018E es de P\$220 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2018E de 15.4x, por debajo del múltiplo promedio de 5 años (16.5x). En nuestros supuestos consideramos un WACC de 11.9%; costo promedio de la deuda de 7.3%; Beta de 0.9; tasa libre de riesgo de 7.75%, un premio por riesgo mercado de 5.5% y un múltiplo FV/EBITDA terminal de 15.0x (similar al múltiplo actual de 14.8x) para el valor de la perpetuidad. Nuestros resultados nos muestran un rendimiento de 14.7%, que aunado al rendimiento del dividendo estimado de 3.1%, ofrece un retorno potencial total de 17.8%.

GAP-DCF

Millones de pesos

Concepto	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad (2023e)
EBITDA	9,159	9,835	10,617	11,458	12,373	
Capital de trabajo (-)	208	290	280	275	453	
Capex (-)	509	1,465	1,371	1,371	1,371	
Impuestos (-)	1,892	2,049	2,121	2,321	2,541	
Flujo Libre de Efectivo	6,549	6,030	6,844	7,490	8,008	186,071
						Acciones (millones)
						561
						P\$
						PO DCF
						220.0
Valor DCF	123,407					Precio Actual
Market Cap. Actual	107,583					191.8
						Rendimiento Potencial
						14.7%

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

Recomendación Deuda Corporativa

Opinión crediticia de Gap: Bien. Mantenemos nuestra opinión crediticia en Bien con base en los sólidos resultados al cuarto trimestre de 2017, con variaciones en Ingresos, Utilidad Operativa, EBITDA y Utilidad Neta e Integral Mayoritaria de +11.1%, +6.3%, +7.8% y 4.1% vs 4T16, ubicándose en P\$3,069.5m, P\$1,511.8m, P\$1,898.1m y P\$1,230.7m, respectivamente. Gap no tiene vencimientos importantes en 2018 y 2019, cuenta con una caja (P\$7,730.1m) y un apropiado flujo de efectivo que nos hacen confirmar que su capacidad de pago es sólida para hacer frente a todas sus obligaciones.

Nuestra recomendación sobre las emisiones GAP 15, 15-2, 16, 17 y 17-2. Con la opinión crediticia por resultados al 4T17 de ‘Bien’ para las series 15 / 15-2 / 16 y 17 / 17-2, emitimos las siguientes recomendaciones fundamentadas únicamente en un análisis de valor relativo con respecto a emisiones de similar calificación y tasa de referencia:

Reiteramos nuestra recomendación de GAP 15 de **Disminuir**¹, de igual forma cambiamos nuestra recomendación de las emisiones **GAP 16 / 17 de Aumentar**¹ a **Disminuir**¹ derivado que sus rendimientos se encuentran por debajo de la curva de la muestra (quirografarias ‘AAA’, TIEE28), resultado a su vez de su mejora en la calificación por parte de Moody’s el pasado 26 de octubre de 2017. Por su parte, asignamos a **GAP 17-2** la recomendación de **Mantener**¹ ya que se encuentra sobre la curva de la muestra comparable. Finalmente, modificamos la recomendación de **Aumentar**¹ a **Mantener**¹ la participación en **GAP 15-2**, ya que su rendimiento es similar a la curva de la muestra (quirografarias ‘AAA’, Fija).

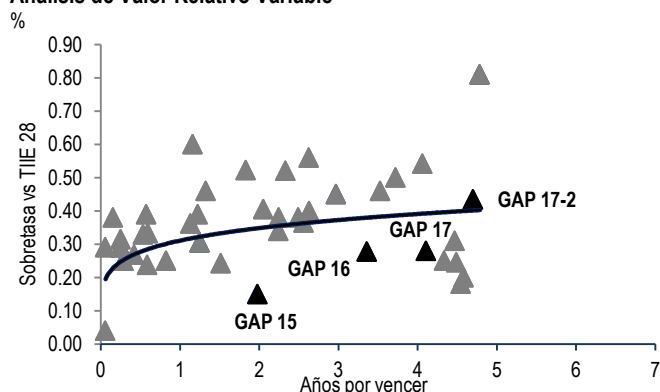
Emisiones Quirografarias de GAP – Información de Mercado

\$mdp

TV	Emisión	DxV	Fecha Venc	Monto Circ	Tasa de Interés	Est *	Cpn (%)	VNA	Precio Limpio	Yield (%)	Spread (%)	Var. (pb) 1 mes 1 Trim	Calificación S&P/Moody's/Fitch/HR	Recomend.
91	GAP15*	722	14-feb-20	2,200	TIEE28 +0.24%	No	8.08%	100	100.17	7.98%	0.15%	0.04% 0.04%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP16	1,226	02-jul-21	1,500	TIEE28 +0.49%	No	8.33%	100	100.63	8.11%	0.28%	-0.01% -0.01%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP17	1,498	31-mar-22	1,500	TIEE28 +0.49%	No	8.17%	100	100.73	8.11%	0.28%	-0.01% -0.01%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Disminuir
91	GAP17-2	1,715	03-nov-22	2,300	TIEE28 +0.44%	No	8.10%	100	100.02	8.26%	0.43%	0.00% -0.01%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener
91	GAP15-2	2,542	07-feb-25	1,500	FIJA : 7.08%	No	7.08%	100	89.82	9.06%	1.45%	0.00% 0.00%	mx AAA / Aaa.mx / nd / nd	Mantener

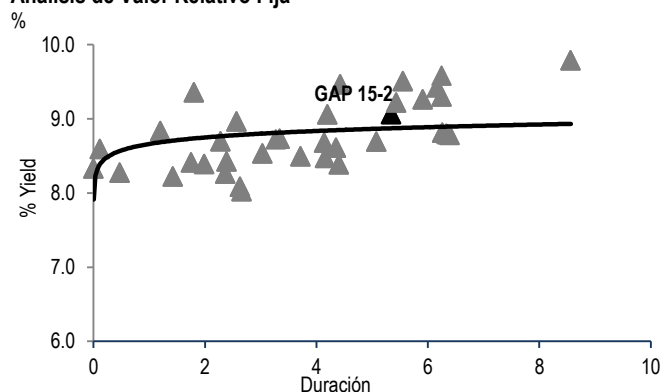
Fuente: Banorte, BMV, Calificadoras y VALMER, al 22 de febrero de 2018. NA: No Aplica. * Incluye Reapertura

Análisis de Valor Relativo Variable



Fuente: VALMER, al 22 de febrero de 2018.

Análisis de Valor Relativo Fija



Fuente: VALMER, al 22 de febrero de 2018.

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

Evento Relevante

El 9 de noviembre de 2017, Gap colocó su última emisión GAP 17-2 por \$2,300mdp. La emisión está referenciada a TIEE28 más una sobretasa de 44pb, salió a un plazo de aproximadamente 5 años (vencimiento 3-Nov-2022), amortizará en una sólo exhibición al vencimiento (*bullet*) y cuenta con calificaciones de ‘mx AAA / Aaa.mx’ por parte de S&P y Moody’s, respectivamente. Se mencionó que los recursos del bono son destinados en su totalidad para cumplir con sus necesidades de inversión en activos de conformidad con el Plan Maestro de Desarrollo de Gap.

Calificaciones

Standard & Poor’s (11 May 2017) confirmó sus calificaciones de riesgo crediticio y de sus emisiones de deuda existentes de largo plazo en escala nacional –CaVal– de ‘mxAAA’ y de corto plazo de ‘mxA-1+’ de GAP. La perspectiva de la calificación de riesgo crediticio es estable. De acuerdo con la agencia, durante 2016 y al cierre del primer trimestre de 2017, la generación interna de fondos de GAP se mantuvo sólida, impulsada principalmente por el incremento en el tráfico de pasajeros y esperan que dicha tendencia se mantenga en adelante. Entre los factores que apoyan su expectativa de crecimiento se encuentra la apertura de nuevas rutas de vuelo; la mayor utilización de las vías aéreas frente a las terrestres, motivado principalmente por temas de seguridad; una baja en el precio de los pasajes y el continuo crecimiento de la economía mexicana. S&P espera que el tráfico total de pasajeros aumente un 7% en 2017, con un crecimiento promedio de aproximadamente 5% en el largo plazo. Los planes de crecimiento de las aerolíneas respaldan tal expectativa, ya que implicará la apertura de nuevas rutas y frecuencias, y prevemos que esto impulsará principalmente el tráfico nacional de pasajeros, y también repercutirá en el tráfico de pasajeros internacionales hacia los destinos turísticos de México.

Moody’s (26 Oct 2017) subió las calificaciones de emisor y de deuda de Grupo Aeroportuario del Pacífico S.A.B. de C.V. (Gap) y sus emisiones GAP 15 / 15-2 / 16 / 17 / 17-2 a ‘A3’ de ‘Baa1’ (Escala Global, moneda local) y ‘Aaa.mx’ de ‘Aa1.mx’ (Escala Nacional de México). La perspectiva es estable. De acuerdo con la agencia, el alza refleja el fuerte desempeño financiero de Gap impulsado por sólidas tendencias de pasajeros que se espera continúen. También señaló que durante los últimos tres años (2014-2016), el tráfico incrementó un promedio de 12.2% anualmente en los aeropuertos mexicanos de GAP. Considerando el Sangster International Airport ("MBJ") en Montego Bay, que fue adquirido en 2015, el tráfico incrementó 16.5% durante este período. A septiembre de 2017, el tráfico continúa mostrando una tendencia fuerte, con un crecimiento de 11.9%. En su mayoría, el tráfico de GAP son viajeros de origen y destino, y en promedio, 44% son pasajeros internacionales (a septiembre de 2017).

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

Detonadores de cambio de calificación:

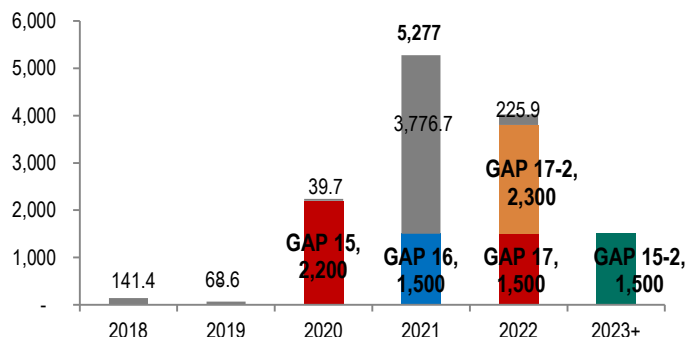
Standard & Poor's podría tomar una acción de calificación negativa si GAP presentara un desempeño financiero por debajo de sus expectativas, como consecuencia, por ejemplo, de una caída significativa en los niveles de tráfico de pasajeros o un incremento en el nivel de endeudamiento esperado, que derive en indicadores de deuda neta a EBITDA por encima de 3.0x y FFO a deuda neta por debajo del 30%, y /o en un debilitamiento significativo de la posición de liquidez de la compañía. Por otro lado, la empresa cuenta con las calificaciones más altas en la escala nacional.

Moody's resalta que podría generarse presión a la baja en las calificaciones en escala global y nacional si debido a una disminución sostenida del tráfico de pasajeros, o a sobregiros importantes en inversiones de capital y a un apalancamiento excesivo, los indicadores crediticios de Gap se debilitan de manera sostenida llevando al de Cobertura de intereses con efectivo a quedar consistentemente por debajo de 5.0 veces, o al de Fondos operativos/Deuda a quedar sostenidamente por debajo de 30%. Por su parte, dado que la calificación de 'A3' está al mismo nivel que la calificación soberana de México, no es factible que experimente presión al alza en el corto plazo.

Sin perspectivas de cambios. Derivado de los buenos resultados en los últimos trimestres esperábamos una acción positiva por parte de Moody's en el corto plazo, que se cumplió el 26 de octubre y se vio reflejada en los rendimientos de sus bonos. Tomando en cuenta que para ambas agencias un movimiento a la baja en la calificación de Gap se sustentaría en el incremento del apalancamiento o reducciones en Flujo de la Operación, aunado a los resultados de la empresa que presentan sólidos avances en Ingresos y EBITDA respecto a trimestres anteriores, esperamos estabilidad en las calificaciones nacionales de S&P y Moody's de la empresa en el mediano plazo.

Vencimientos de Deuda con Costo

\$mdp



Fuente: Banorte con información de Reporte BMV.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldivar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, 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, Juan Carlos García Viejo, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los An% alistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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
GAPB	22/02/2018	Compra	P\$220.00
GAPB	26/10/2017	Compra	P\$210.00
GAPB	26/07/2017	Compra	P\$220.00
GAPB	26/04/2017	Compra	P\$205.00

Historial de Recomendación de Emisiones (12 meses)

Emisiones	Fecha	Opinión Crediticia / Recomendación
GAP 15/15-2/16/17/17-2	22-02-2018	Bien / Dis (15/16/17) / Man (15-2/17-2)
GAP 15 / 15-2 / 16 / 17	26-10-2017	Bien / Dis (15) / Aum (15-2/16/17)
GAP 15 / 15-2 / 16 / 17	26-07-2017	Bien / Dis (15) / Man (16/17) / Aum (15-2)
GAP 15 / 15-2 / 16	26-04-2017	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 Domínguez	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
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
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	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.faesip@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.ceb@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.rolدان.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454