

## ASUR: Inicio de Cobertura

11 de octubre de 2018

Brian Rodríguez Ontiveros  
J. Roberto Solano Pérez

- Iniciamos Cobertura de ASUR con una Recomendación de Mantener.
- Nuestro PO para finales de 2018 es \$408.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 11.0% para finales de 2018.

### Asur es el Grupo Aeroportuario con Presencia en México, Caribe y Sudamérica

Estamos Iniciando la Cobertura de Asur con una recomendación de Mantener y un Precio Objetivo (PO) de \$408.0 para finales de 2018. Para este año estimamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 26.7% y 34.0%, resultado de un incremento en los Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos de 35.5% y 27.1% respectivamente. Dichas cifras consideran un aumento en el Tráfico Total de Pasajeros de 4.3% (en México y Colombia de 8.1% y 0.4% respectivamente, no obstante, un ajuste de -5.2% en Puerto Rico). En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 62.6%, un nivel que implicaría una expansión de 340pbs respecto a 2017, derivado de un base comparable fácil al considerar en el año pasado un aumento en los Gastos ocasionados por el Huracán en Puerto Rico y para 2018 una reducción en los Gastos en México y un escenario conservador a nivel de Gastos en Colombia.

ASUR	
Sector Aeropuertos	
<i>Grupo Aeroportuario más grande de México</i>	
Precio Objetivo 2018	\$408.0
Precio Actual	\$367.4
% Rendimiento Estimado	11.0%
Recomendación	<b>Mantener</b>

### Asur es la Empresa Líder en Turismo Internacional Seguido por el AICM

En la actualidad, Asur es el Grupo Aeroportuario más grande en México. Como parte de su estrategia, en 2017 la empresa incorporó los complejos de Puerto Rico y Colombia, generando un incremento en el volumen de Pasajeros de 34.0%, consolidando a Asur como la empresa con mayor tráfico de pasajeros en el país. Adicionalmente Asur se destaca por contar con el mayor Ingreso Comercial por Pasajero (superior en 56.2% respecto al promedio local) y por presentar el mejor crecimiento en los últimos 10 años, ya que en dicho periodo presentó a nivel de Ebitda una TCAC de 15.7% (+320pbs mayor respecto a OMA y GAP). En cuanto a diversificación, México, Puerto Rico y Colombia presentan una participación a nivel del Tráfico Total de Pasajeros de 64.9%, 15.4% y 19.7%, mientras que a nivel de Ebitda ésta resulta de 72.6%, 13.0% y 14.4% respectivamente.

### Aterrizamos las Principales Estrategias de Asur

Las principales estrategias de Asur consideran los siguientes aspectos: 1) Promover en conjunto con las aerolíneas locales e internacionales nuevas rutas hacia los nuevos y ya conocidos atractivos turísticos en México, Puerto Rico y Colombia; 2) Ampliar y fortalecer la base turística en Cancún, mediante la promoción y difusión de atractivos espacios turísticos; 3) Impulsar su estrategia comercial en México a través de la apertura de nuevos espacios en las expansiones y nuevas terminales en Cancún, replicando éste esquema de negocio en Puerto Rico y Colombia, donde existe una amplia ventana de oportunidad; y 4) Ejecutar nuevas adquisiciones a futuro.

### Una Expectativa Favorable en Turismo

Hacia 2018 se estima un crecimiento en el PIB Global de 3.9%, un nivel ligeramente superior al promedio de los últimos 3 años. Cabe señalar que en los últimos 5 años el sector turístico, ha generado una contribución al PIB Mundial de 10.4%, y hacia futuro podría ser cercano al 12.0%. Desde nuestra perspectiva dicha contribución al PIB Mundial será generada por una menor tasa de desempleo a nivel mundial, la cual impulsará una mayor demanda de viajeros, además de una mejor infraestructura marítima, terrestre y aérea, así como un incremento en la oferta de servicios (hoteles, agencias de viajes y gastronomía). Es importante mencionar que, en 2017 el Sector Turismo en México representó el 8.7% del PIB nacional, para el caso de Colombia representó el 2.9% de su PIB del país y en Puerto Rico el 7.0% del PIB.

### Un Apalancamiento Prudente considerando adquisiciones para ASUR

En la actualidad Asur presenta un elevado apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 1.4x, métrica que resulta superior respecto al promedio del Sector Local de 0.9x y respecto al promedio de los últimos 3 años de 0.7x. Dicho nivel, es resultado de la estrategia de adquisición de nuevos complejos realizada en los últimos 2 años.

## Valuación

Nuestro PO para 2018 es de \$408.0, un nivel que implica un rendimiento de 11.0% para finales de 2018.

Para 2018, estimamos un PO de \$408.0 como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos y por el método de DCF, lo cual nos proporciona un rendimiento de 11.0%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$447.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 34.0% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 17.8x, nivel que resulta similar al Múltiplo Promedio observado en los últimos 3 años. Por el método DCF obtenemos un PO de \$368.0, considerando una WACC de 11.9%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.90, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo M26 de 7.8%.

### FV/Ebitda de Asur



Fuente: Bloomberg

La valuación actual de Asur considera las últimas adquisiciones realizadas en Colombia y Puerto Rico durante 2017.

Actualmente, Asur presenta un premio del 17.2% respecto al Múltiplo FV/Ebitda del Sector Local de 14.5x, nivel que resulta menor respecto a lo observado en los últimos 2 años de 23.3%. Adicionalmente, en la actualidad es bueno mencionar que la empresa presenta un descuento de -5.5% respecto al promedio de los U3a. Desde nuestra visión, la valuación actual de la empresa considera la incorporación de los complejos de Puerto Rico y Colombia, las cuales desde nuestra visión además de generar sólidas expectativas de crecimiento, podría materializar una mayor rentabilidad a futuro. En términos del Margen Ebitda, Asur se encuentra en el 2do lugar a nivel local y respecto al promedio de los internacionales dicho nivel resulta 2.0x mayor. El PEG de Asur de 3.9x resulta superior respecto a la muestra Internacional y Nacional de 2.4x y 3.1x respectivamente.

El Margen Ebitda de Asur de 59.7%, es casi el doble al promedio de sus comparables internacionales de 31.8%.

Comparativo Sectorial ASUR (mdd)									
Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitda	Mg Op	Mg Ebitda	EPS 2018	P/U	PEG
Auckland	N. Zelanda	5,605	345	12.8x	12.8%	28.8%	13.5%	21.2x	6.9x
Beijing	China	6,102	732	6.8x	12.1%	14.9%	25.3%	14.9x	1.0x
Guangzhou	China	5,124	780	9.9x	31.8%	19.0%	-8.3%	19.0x	1.4x
Malaysia	Malasia	3,840	424	8.8x	16.2%	31.6%	45.0%	35.6x	0.9x
Zurich	Suiza	6,492	596	10.5x	20.5%	21.3%	-12.3%	21.3x	1.9x
Kobenhavn	Dinamarca	7,186	400	13.2x	36.9%	55.0%	10.3%	33.8x	3.1x
Flughafen	Austria	3,464	449	9.0x	35.5%	83.3%	24.1%	24.4x	2.2x
Fraport	Alemania	9,110	1,121	9.6x	27.6%	22.3%	16.2%	22.3x	1.4x
Paris (ADP)	Francia	22,015	1,752	11.8x	13.5%	18.0%	-0.90%	31.0x	3.1x
Aeroporto	Italia	702	36	13.8x	12.0%	22.6%	5.5%	35.9x	2.1x
Macquarie	EUA	3,259	624	9.3x	16.7%	33.4%	-61.1%	23.2x	2.7x
<b>Internacionales</b>		<b>6,627</b>	<b>660</b>	<b>10.5x</b>	<b>21.4%</b>	<b>31.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>25.7x</b>	<b>2.4x</b>
Oma	México	2,421	214	12.9x	52.2%	56.6%	20.6%	18.0x	2.2x
Gap	México	5,532	436	13.7x	51.1%	62.3%	2.6%	22.0x	3.1x
<b>Local</b>		<b>4,503</b>	<b>376</b>	<b>14.5x</b>	<b>49.8%</b>	<b>59.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>19.3x</b>	<b>3.1x</b>
<b>Asur</b>	<b>México</b>	<b>5,556</b>	<b>479</b>	<b>17.0x</b>	<b>46.2%</b>	<b>59.7%</b>	<b>-16.28%</b>	<b>17.7x</b>	<b>3.9x</b>

Fuente: Bloomberg

## Un Sólido Desempeño del Sector Aeroportuario

### Turismo y Tendencias Globales

En los últimos 5 años, el Turismo Mundial ha contribuido en un 10.4% al PIB global, el cual a futuro podría alcanzar niveles cercanos al 12.0%

Hacia 2018 se estima un crecimiento en el PIB Global de 3.9%, un nivel ligeramente superior al promedio de los últimos 3 años. Dentro de este marco, en los últimos 5 años uno de los sectores más dinámicos es el turístico, el cual en dicho periodo ha generado una contribución al PIB Mundial de 10.4%, y hacia futuro podría ser cercano al 12.0%. Desde nuestra perspectiva dicho crecimiento será generado por una menor tasa de desempleo a nivel mundial, la cual impulsará una mayor demanda de viajeros, además de una mejor infraestructura marítima, terrestre y aérea, así como un incremento en la oferta de servicios (hoteles, agencias de viajes y restaurantes).

Cabe mencionar que en México el Sector Turismo representa el 8.7% del PIB nacional, para el caso de Colombia representa el 2.9% de su PIB del país y en Puerto Rico el 7.0% del PIB. Con cifras de la Organización Mundial de Turismo, destacamos que en 2017 México se ubicó en el 6to lugar a nivel mundial en el número de llegada de turistas internacionales (un crecimiento de +12.0%), Colombia se situó en 5to lugar en el número de viajeros en Sudamérica (un aumento del +11.0%), mientras que Puerto Rico se ubicó en el 3er lugar dentro de la región del Caribe.

México ocupa la 6ta posición en turismo a nivel mundial, superando a destinos como Alemania y Reino Unido.

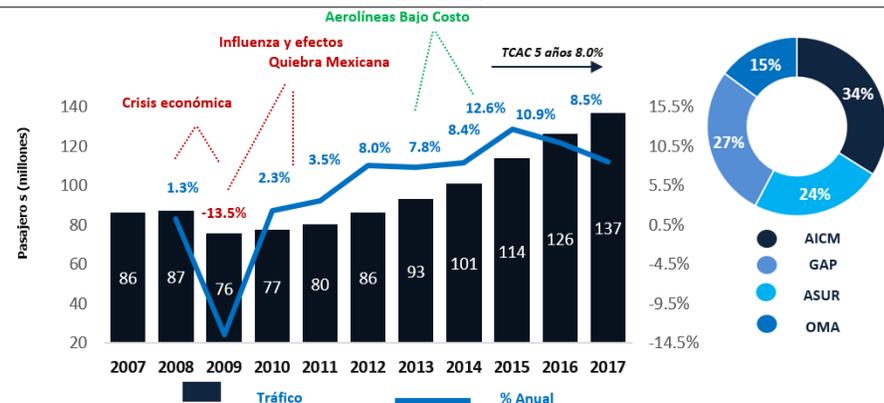
### Sector Aeroportuario en México

A Nivel mundial, México se ubica en el lugar 67 de 137 países en Infraestructura aeroportuaria, y a pesar de que en los últimos 5 años el tráfico aéreo ha presentado una sólida TCAC de 10.2%, actualmente la conectividad aérea presenta una centralización de rutas y un elevado número de aeropuertos con una fuerte disparidad. El Sector de Aeropuertos en México, se divide en cuatro grupos principales, destacando con el 32.6% del Tráfico Nacional el AICM, el 63.3% del Sector Privado (Asur, Gap y Oma), de ASA con el 2.0% y Otros con el 2.2%. Por complejos, de los 66 aeropuertos registrados por la SCT, el 52.0% están en el sector privado y el 48.0% en manos del Gobierno, de los cuales 17 concentran el 89.2% de los pasajeros, dejando a los complejos de la Ciudad de México, Cancún, Guadalajara y Monterrey con la mayor cantidad de conexiones.

El Nuevo Aeropuerto de la Cd. de México generaría un volumen de hasta 125 millones de pasajeros, 2.8x mayor respecto al complejo actual.

En 2017, el **Tráfico de Pasajeros Internacionales** en México presentó un crecimiento de 12.0% respecto a 2016, de los cuales destacan viajeros de EUA y Canadá con el 69.0%, LATAM con 16.0%, Europa con 11.0% y otros países con el 4.0%, asociado a este incremento es importante señalar que los crecimientos por viajeros desde EUA, Canadá, Europa y Centroamérica fue de 9.0%, 14.0%, 7.0% y 27.0% respectivamente. En cuanto al Tráfico de Pasajeros en el país a través de Aerolíneas Internacionales, éste presentó un crecimiento de 16.0%, mientras que el Tráfico de Pasajeros mediante Aerolíneas Nacionales aumentó el 9.8%. Hacia futuro, dichos crecimientos podrían mantener una expectativa favorable con la construcción del nuevo AICM, el cual se estima que tendrá una capacidad de hasta 125 millones de pasajeros al año, un nivel que resulta 2.8x mayor al actual del AICM.

### Tráfico Total de México (2007-2017) y Participación de Mercado 2017



Fuente: Monex con información de la SCT.

Tomando cifras de hace 10 años respecto a los datos actuales, destacamos que los viajes en avión han presentado un crecimiento de 68.0% (3.0x el de autobuses).

*Actualmente cada 2 de 5 personas en México viajan en avión 1 vez al año.*

En los últimos 10 años, mientras que los viajes en autobuses han presentado un crecimiento del 21.0%, las **Aerolíneas Mexicanas** presentan un aumento del 68.0%, dicho incremento ha sido generado por la apertura de nuevas rutas con precios bajos. En cuanto a nivel de flota, en los últimos 5 años las Aerolíneas nacionales han presentado una TCAC cercana al 5.0%, pero el dato a destacar es que se ha logrado renovar el promedio de los años de las aeronaves a 8.2 años desde 10.4 y 12.9 años observados hace 5 y 10 años respectivamente. Hacia 2018 se espera un incremento en el número de flota de 33.0% respecto 2015 (incluye a VivaAerobus, Interjet, Volaris y Aeromexico). En la actualidad el país presenta un vuelo per cápita de 0.4x, un nivel que resulta inferior respecto a EUA y LATAM de 2.3x y 1.2x respectivamente.

### Sector Aeroportuario en Colombia

*Actualmente Colombia ocupa la 12va. posición a nivel de turismo internacional dentro de LATAM.*

Actualmente, Colombia se ubica en el lugar 12 dentro de LATAM en Infraestructura aeroportuaria. Dicho país presenta expectativas de crecimiento cercanas al 3.0% para este año. En cuanto a Turismo en el país, en 2017 presentó un incremento en el Tráfico de Pasajeros del 11.0% y hacia 2018, se espera un aumento en los Ingresos por Turismo del 12.0% respecto a 2017. Consideramos que este crecimiento ha sido impulsado por una infraestructura hotelera moderna, remodelaciones en los Aeropuertos, así como la creación de nuevas rutas con las aerolíneas internacionales y atractivos turísticos destacados por su variedad cultural como lo son Bogotá, Cartagena y Medellín. Actualmente el país cuenta con 32 departamentos (Estados), a través de los cuales circularon más de 65.0 millones de pasajeros tanto locales como internacionales. Un dato a destacar es que las aerolíneas colombianas más representativas (Avianca, Lan Colombia y Viva Colombia) abarcan el 72.2% de pasajeros a bordo en Colombia para vuelos Nacionales e Internacionales. Estos datos le permitieron en 2017, alcanzar una ocupación hotelera de 56.3%, pero incluso a futuro podría alcanzar niveles de 60.0%.

### Sector Aeroportuario en Puerto Rico

*Puerto Rico, se ubicó en 3er lugar dentro del turismo del Caribe, solo detrás de Cuba y República Dominicana.*

En 2017, Puerto Rico se ubicó en 3er. lugar en el Caribe a nivel de turismo internacional, solamente detrás de Cuba y República Dominicana. Actualmente el país se encuentra en un proceso de recuperación derivado de complicaciones por el Huracán en 2017, el cual generó daños aproximadamente por un monto de \$90,000mdd (66.7% el PIB del país), dejando un ajuste en el tráfico de pasajeros de -6.0% y una disminución en la ocupación hotelera del país de -14.1% respecto a 2016. Es importante señalar que dichos ajustes generan a futuro un potencial de crecimiento derivado de una base comparable fácil, misma que al momento muestra una recuperación al 95% en Tráfico de Pasajeros y altas expectativas de crecimiento en infraestructura hotelera, la cual para los próximos años podría incrementar en 8.0%. Adicionalmente cabe señalar que el país está representado por 10 aeropuertos, los cuales en 2016 presentaron un tráfico de pasajeros histórico de 10.2 millones.

### Aspectos a Considerar en la Industria

Es importante señalar que la Turbosina (combustible de los aviones), se encuentra expuesto a mayores incrementos derivado de la reciente alza en el precio del crudo (West Texas Intermediate), el cual en 2017 presentó una recuperación del 10.0% vs 2016, después de que 2 años previos había mostrado una caída importante. No obstante, para 2018 y 2019 se estiman niveles cercanos a \$67.2 y \$65.6 usd, niveles que implicarían un aumento del 11.6% y 9.0% respecto al 2017, lo cual podría incrementar los costos de la Turbosina, generando un incremento en las tarifas de las aerolíneas y una afectación en el volumen de pasajeros y carga. Durante 2018 es importante señalar que el precio del petróleo ha estado cercano a los niveles de \$80.0 usd, nivel que se traduce en un incremento del 19.3% respecto a finales del año pasado.

*El 42% de los Millenials deciden su próximo destino turístico, con base a las fotos que ven en redes sociales.*

**Hablando de una tendencia a nivel mundial**, en 2017 las generaciones llamadas "Millennials" o Generación "X" (rango edad 18-34 años) generaron recursos cercanos a \$180,000 mdd en Turismo y hoy representan el 20.0% de los viajeros internacionales, dichas generaciones se espera que a futuro impulsen el turismo global. Resulta interesante mencionar que el 42% de dicha generación decide su destino turístico influenciado por las redes sociales y el 71% de los viajeros de 23 a 35 años prefieren viajar a un destino con playa.

## Asur, la Empresa con Mayor Tráfico Internacional

*Asur, es el líder en tráfico de pasajeros internacionales del sector privado en México, además es líder en tráfico de pasajeros en el Caribe.*

*La aerolínea local con mayor "peso" en ASUR es Interjet, mientras que internacionalmente destacan American Airlines y United Airlines.*

*El Complejo con mayor participación en cuanto a Tráfico de Pasajeros en ASUR es Cancún (47.7%).*

*El número de pasajeros proyectados para los complejos de Asur en 2018 son equivalentes al 40.5% de la población de México.*

### Hagamos una descripción de Asur

En México, Asur es el 3er. operador más grande de Aeropuertos, después del AICM y GAP. En 1998 obtuvo la concesión para operar 9 Aeropuertos en el Sureste de México. En julio de 2012 Asur inició operaciones en San Juan Puerto Rico, pero fue hasta 2017 donde consolida su participación en dicho complejo. En el mismo año, la emisora incorporó a Colombia en su portafolio, complejo sudamericano que cuenta con 6 aeropuertos en el Centro-Norte del país. Considerando a México, Colombia y Puerto Rico, la emisora se convierte en el Grupo Aeroportuario Mexicano con mayor volumen de pasajeros, destacando que en 2017 el grupo recibió a 49.5 millones de pasajeros, de los cuales el 61.4% fueron locales y el 38.6% internacionales. En cuanto al Tráfico de Pasajeros totales en Asur, México, Puerto Rico y Colombia representan el 62.6%, 17.0% y 20.4% respectivamente.

El Portafolio de Aeropuertos de Asur se clasifica de la siguiente forma; 1) En **México** (31.1 millones de pasajeros), encontramos a Cancún, Cozumel, Huatulco, Mérida, Minatitlán, Oaxaca, Tapachula, Veracruz y Villahermosa, (ciudades que representan el 14.0% de PIB nacional); 2) En **Puerto Rico** (8.4 millones de pasajeros), se encuentra el Aeropuerto Internacional Luis Muñoz Marín ubicado en San Juan (este país representa el 0.5% del PIB de EUA); y 3) En **Colombia** (10.1 millones de pasajeros), encontramos los aeropuertos de Río Negro, Medellín, Montería, Carepa, Quibdó y Corozal (regiones que representan el 17.8% del PIB en el país Sudamericano).

En los últimos 5 años, el Tráfico Total de Pasajeros de Asur ha presentado una TCAC de 8.1% (sin considerar Puerto Rico y Colombia), esto implicaría una tasa de crecimiento superior al AICM de 7.1% (mayor complejo en México), de ASA de 3.9% y de Sociedades con el 4.6%. En México, destacan los aeropuertos de Cancún, Mérida, Veracruz y Villahermosa, al encontrarse dentro de los primeros 15 complejos con mayor Tráfico de Pasajeros en todo el país.

Tomando en cuenta las aerolíneas, en **México** destaca la participación del 10.9% de American Airlines, seguido de United Airlines con el 10.5%, Interjet con el 8.7%, Delta Airlines con el 8.0%, Volaris y Vivaerobus con el 6.7% y otros con el 48.5%. En **Puerto Rico**, sobresalen las aerolíneas como Jetblue Airways con una participación del 29.0%, American Airlines con el 15.0%, Southwest Airlines con el 9.0%, otros con el 50.0% restante. En **Colombia**, destaca a nivel de aerolíneas AVIANCA con una participación del 26.2%, COPA Airlines con el 16.5%, Viva Colombia con el 12.0%, LATAM y American Airlines con el 6.6% y 6.1% respectivamente y otros con el 32.6% restante.

### Participación en el Tráfico Total-Ingresos y Ebitda de los 3 Aeropuertos de ASUR

País	Complejos	Principal Complejo	Participación % Tráfico de Pasajeros	Participación % Ingresos	Participación % Ebitda	Participación % Tráfico Local	Participación % Tráfico Internacional
 MÉXICO	Cancún, Cozumel, Huatulco, Mérida, Minatitlán, Oaxaca, Tapachula, Veracruz y Villahermosa	Cancún	64.9%	67.1%	72.6%	50.3%	87.9%
 PUERTO RICO	San Juan	San Juan	15.4%	17.4%	13.0%	22.5%	4.3%
 COLOMBIA	Rionegro, Carepa, Corozal, Medellín, Montería y Quibdó	Rionegro	19.7%	15.5%	14.4%	27.3%	7.8%

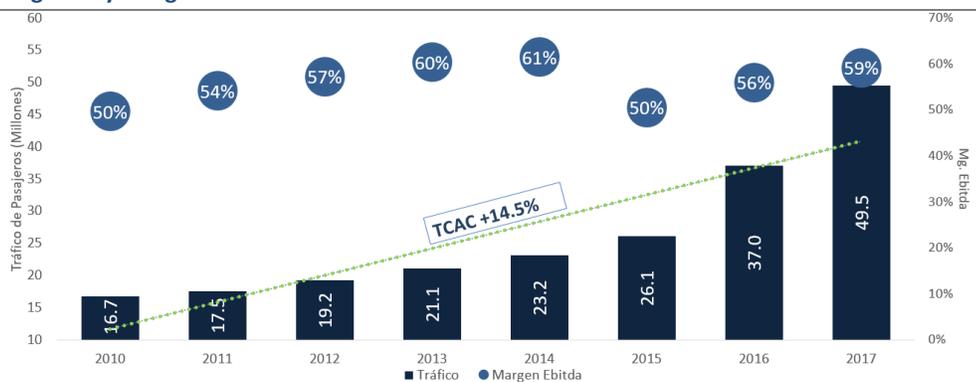
Fuente: Estimados Monex.

### Ingresos diversificados en Asur

Los ingresos de Asur se dividen en dos vertientes: Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos. Considerando a Puerto Rico y Colombia, en 2017 estos ingresos presentaron una participación de 60.3% y 39.7% respectivamente. En particular, los Ingresos Aeronáuticos se enfocan en las cuotas cobradas a pasajeros, cuotas por aterrizaje de aeronaves, estacionamiento de las aeronaves, servicios de seguridad y cuotas por servicio de abordaje. Por otro lado, los Ingresos no Aeronáuticos se diversifican en Actividades Comerciales con una participación de 86.7% (principalmente tiendas libres de impuestos, estacionamientos, publicidad, tiendas, restaurantes, servicios de banca, entre otros) y las Actividades No Comerciales con el 13.3% (Renta de espacios, Accesos y otros servicios).

Asur presenta una TCAC de +14.5% en los últimos 8 años, con un crecimiento de +30.0 millones de pasajeros en el mismo periodo.

### Ingresos y Margen Ebitda de Asur



Fuente: Monex con información de la emisora.

El ingreso comercial por pasajero de Asur es aproximadamente de \$100.0 pesos.

Casi 7 de cada 10 turistas en Cancún, son provenientes de vuelos internacionales.

El tráfico de pasajeros en Cancún (23.6 millones) es equivalente a 18.0x la población de Quintana Roo.

En 2017, el Huracán María dejó daños económicos de aproximadamente \$90,000 mdd, cifra que resulta equivalente a la riqueza de Bill Gates.

### Aterrizamos las Principales Estrategias de Asur

Dentro de las principales estrategias de Asur destacamos los siguientes puntos: 1) Promover en conjunto con las aerolíneas locales e internacionales nuevas rutas hacia los nuevos y ya conocidos atractivos turísticos en México, Puerto Rico y Colombia; 2) Ampliar y fortalecer la base turística en Cancún, mediante la promoción y difusión de atractivos espacios turísticos; 3) Impulsar su estrategia comercial en México a través de la apertura de nuevos espacios en las expansiones y nuevas terminales en Cancún, replicando éste esquema de negocio en Puerto Rico y Colombia, donde existe una amplia ventana de oportunidad; y 4) Ejecutar nuevas adquisiciones a futuro. Es importante señalar que la empresa ha realizado la apertura de la terminal 4 en Cancún, la cual le permitirá captar en el futuro un volumen de pasajeros 25.0% mayor respecto a su capacidad actual.

### Aeropuerto más Importante en Cuanto al Volumen de Pasajeros Internacionales

El complejo de **Cancún** es el más importante para Asur, ya que este aeropuerto resulta el 2do a nivel nacional en cuanto a volumen total de pasajeros, después del AICM (23.6 millones vs 44.5 millones del AICM), actualmente es el complejo que más pasajeros internacionales recibe en el país (15.8 millones). En 2017, este aeropuerto representó el 47.6% del total de pasajeros de Asur, el 70.0% de los Ingresos y el 68.4% de Ebitda. En los últimos 5 años, el Tráfico de Pasajeros del complejo ha presentado una TCAC de 8.1%. Su composición de pasajeros es el 67.0% de turistas internacionales y el 33.0% de turistas nacionales.

En 2017, la ciudad de Cancún presentó una tasa de ocupación del 76.8% de los 33,543 cuartos de hotel disponibles. Dicho complejo, se encuentra a menos de 2 horas de traslado de ciudades locales, además se encuentra a 5 horas de la mayoría de las principales ciudades de Estados Unidos y a menos de 13 horas de las principales ciudades europeas. El estado de Quintana Roo fue el lugar más visitado por el turismo internacional en México durante el 2017. En los próximos años se espera concluir la expansión de la terminal 4, misma que aumentará la capacidad del complejo un 25.0%

### Otros Complejos México

En cuanto a los **8 aeropuertos mexicanos restantes** destacamos que en los últimos 5 años el Tráfico de Pasajeros de Mérida, Veracruz, Villahermosa y los 5 restantes (Cozumel, Huatulco, Oaxaca, Tapachula y Minatitlán) presentaron una TCAC de 10.3%, 6.2%, 4.4% y 8.5% respectivamente. En cuanto algunos datos a destacar de cada complejo encontramos que **Mérida** es el 8vo aeropuerto más importante a nivel nacional (2.1 millones de pasajeros), el cual está enfocado en el sector turístico; **Veracruz** se ubicó en el 13vo. lugar en el país (1.4 millones de pasajeros), dicha región atrae viajeros del sector turístico e industrial; **Villahermosa** (1.3 millones de pasajeros) resulta una región dedicada a la exploración petrolera; **Oaxaca** (0.9 millones de pasajeros) es conocido por sus diversas tradiciones y amplia cultura por lo que arriban principalmente vacacionistas internacionales; **Huatulco** (0.8 millones de pasajeros) es otro destino turístico donde operan un alto número de negocios comerciales dentro del complejo; **Cozumel** (0.5 millones de pasajeros) destaca como destino turístico principalmente para viajeros internacionales; **Tapachula** (0.3 millones de pasajeros) la cual atiende al estado de Chiapas y atiende principalmente a viajeros locales; y **Minatitlán** (0.2 millones de pasajeros) cuenta con una concentración en Tráfico de Pasajeros nacional derivado de la industria petrolera.

En 2017, Colombia logró una ocupación hotelera de 56.3%, siendo éste el mayor registro de ocupación en la historia del país.

La población en Colombia (49.8 millones) es 2.0x el conjunto de habitantes en la Cd. de México y el Estado de México

El Tráfico de Pasajeros de San Juan (8.4 millones), es equivalente a 2.3x la población de Puerto Rico.

En 2018, incluyendo a Colombia y Puerto Rico, la proyección de Tráfico de Pasajeros de Asur implicaría un nivel de 51.7 millones (equivalente a casi la mitad de la población en México).

Asur podría presentar un Margen Ebitda de 63.0%, el cual resulta muy superior al de hace 3 años de 50.0%.

### Complejos en Colombia

Asur cuenta con presencia en Sudamérica a través de los complejos de Colombia, los cuales se ubican en el Centro-Norte del país. En 2017, dichos aeropuertos atendieron un Tráfico de Pasajeros de aproximadamente 10.1 millones, lo que representó el 20.4% de la empresa, el 3.8% de ingresos y el 0.8% de Ebitda. En cuanto a ingresos representó el 3.9% de Asur. Es importante mencionar que el principal complejo de **Rionegro** se ubica en Medellín, estado que atrae por su diversidad en museos, plazas y parques a los turistas extranjeros. En 2017, **Rionegro** (7.5 millones de pasajeros) fue el complejo más importante para Asur en Colombia con el 74.0% del Tráfico de Pasajeros, seguido del complejo de **Medellín** con el 10.2%. **Montería** con el 9.4%, **Carepa** con 2.0%, **Quibdó** con 3.6% y **Corozal** con el 0.8%, a través de éstos últimos 5 complejos, viajaron 2.6 millones de pasajeros.

### Complejo de Puerto Rico

El complejo de **San Juan** (8.4 millones de pasajeros) es el segundo aeropuerto con mayor tráfico de pasajeros para Asur. En 2017, representó para la empresa el 16.6% del tráfico total de pasajeros, el 7.5% de ingresos y el 10.6% de Ebitda. Actualmente dicho aeropuerto es la principal entrada y salida del país, con una participación del 89.2% de pasajeros. Actualmente el aeropuerto trabaja con un grupo de 35 aerolíneas, desarrollando rutas nuevas. Adicionalmente destaca por su ubicación geográfica, quedando cerca de turistas en el Caribe, Estados Unidos, Europa y LATAM. Además, una ventaja al ser la principal salida del país es que el tráfico local puede hacer turismo a través de 155 países sin necesidad de visa, debido a que cuentan con pasaporte estadounidense.

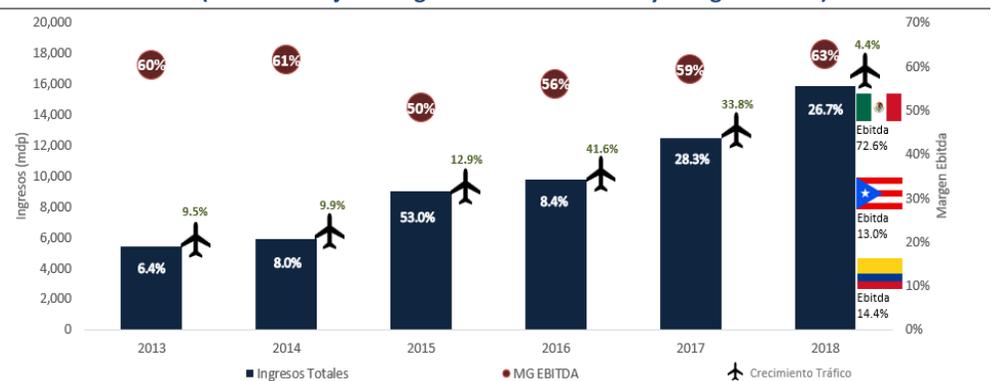
## Crecimiento interesante para 2018

### Crecimiento importante en Ingresos y Ebitda

Para 2018 esperamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 26.7% y 34.0%, resultado de un incremento en los Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos de 35.5% y 27.1% respectivamente. Dichas cifras consideran un aumento en el Tráfico de Pasajeros Total de 4.3% (México y Colombia +8.1% y +0.4%, no obstante, un ajuste de -5.2% en Puerto Rico derivado de los efectos generados por el Huracán en 2017), el cual será impulsado principalmente por la apertura de nuevas conexiones y una mejor infraestructura en los complejos locales. Nuestros estimados consideran un contexto macroeconómico conservador en México, EUA y Colombia, donde consideramos un incremento en el PIB de 2.0%, 2.9% y 2.6% respectivamente. Nuestra proyección a futuro mantendrá atención en el Plan Maestro de Desarrollo en México (iniciará en 2019), el cual podría generar ajustes a nuestros estimados de crecimiento.

En cuanto al Margen Ebitda esperamos que éste se ubique en 62.6%, un nivel que implicaría una expansión de 340pbs vs 2017, derivado de una base comparable fácil al considerar un importante aumento en los Gastos derivado del Huracán María en Puerto Rico el año pasado (caída del 37.7% de los Ingresos en 2017), una reducción en los gastos en México (costos de servicio y asistencia técnica) y de un escenario conservador a nivel de Gastos operativos en Colombia al considerar aun una etapa de consolidación de dicho complejo.

### Crecimiento 2018 (Tráfico Pasajeros-Ingresos Totales- Ebitda y Margen Ebitda)



Fuente: Estimados Monex e información de la emisora

Asur cuenta con el mayor nivel de apalancamiento respecto a su historia, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en 1.4x vs 0.7x promedio observado en los últimos 3 años.

### Despegando Con Expectativas a Futuro.

Adicional a nuestro crecimiento estimado, consideramos que existen diversos puntos a destacar en la perspectiva a futuro de Asur: 1) Un panorama favorable en el Tráfico de Pasajeros en Cancún, ya que en 2018 la oferta hotelera considera un incremento en cuartos disponibles del +8.0% respecto a 2017 (mayor al crecimiento observado en los últimos 3 años), además diversos especialistas consideran que existe cierta holgura para mejorar la tasa de ocupación hotelera actual de 70.0% hacia niveles cercanos al 75.0%, y finalmente señalar que en este destino se están creando nuevas atracciones turísticas, las cuales podrían generar nuevos niveles de Tráfico de Pasajeros pese a los niveles históricos observados en los últimos 5 años; 2) Una recuperación mejor a la esperada en el Tráfico de Pasajeros en el complejo de Puerto Rico, después de un escenario adverso por el Huracán en 2017; 3) En el tema de adquisiciones, consideramos que la empresa podría estar participando en nuevos complejos hacia futuro, principalmente en Sudamérica (con mayor probabilidad en Colombia); y 4) La posibilidad de que Asur participe en el proyecto del Tren Maya (hoy resulta algo especulativo), generaría una expectativa favorable en la empresa en el Largo Plazo.

## Sana Estructura Financiera

### Deuda

En la actualidad Asur presenta un elevado nivel de apalancamiento, ya que su razón DN/Ebitda se ubica en un nivel de 1.4x, métrica que resulta superior respecto al promedio del Sector Local de 0.9x. Respecto a su historia de los últimos 3 años, la emisora también presenta un mayor apalancamiento (años previos de 0.7x), no obstante, es bueno mencionar que dicho nivel es resultado de la estrategia de adquisición de nuevos complejos observada en los últimos 2 años.

Cabe señalar que Asur presenta un perfil de vencimiento favorable, ya que de la Deuda Total, el 89.0% se encuentra en el Largo Plazo y el 11.0% restante a Corto Plazo. En cuanto a la Deuda por divisas, cabe señalar que de la Deuda Total, el 54.8% se encuentra en pesos y el 45.2% en dólares. Será importante evaluar a futuro si Asur concreta nuevas adquisiciones, ya que esto implicaría mayor deuda, refinanciamiento, menor rentabilidad y un nivel superior de Capex.

### Rentabilidad

En términos de ROE, Asur presenta niveles inferiores respecto al promedio local, no obstante, es superior respecto al promedio Internacional. En cuanto a dividendos, en los últimos 5 años ha presentado en el monto pagado a los inversionistas una TCAC de 11.1%, lo cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 2.4%.

El "Dividend Yield" promedio de Asur en los últimos 5 años es de 2.4%.

Asur presenta una ROE de 23.1%, equivalente a 2.9x el promedio comparable internacional.

Comparativo Sectorial ASUR								
Empresa	Pais	DN/Ebitda	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC	
Auckland	N. Zelanda	2.1x	6.5%	1.2	0.5	4.6%	6.2%	
Beijing	China	3.1x	20.2%	1.8	0.8	9.6%	12.8%	
Guangzhou	China	2.3x	15.5%	3.6	0.4	11.7%	13.9%	
Malaysia	Malasia	1.7x	2.5%	1.7	1.5	4.3%	2.3%	
Zurich	Suiza	2.8x	43.7%	2.3	1.7	7.3%	11.2%	
Kobenhavn	Dinamarca	2.2x	18.8%	1.3	2.6	14.5%	42.2%	
Flughafen	Austria	0.8x	14.8%	2.2	0.7	8.2%	11.2%	
Fraport	Alemania	3.8x	5.4%	1.6	1.7	5.6%	8.8%	
Paris (ADP)	Francia	2.0x	15.8%	1.1	1.8	10.1%	9.5%	
Aeroporto	Italia	-0.3x	37.8%	2.9	0.5	8.8%	9.8%	
Macquarie	EUA	5.7x	5.6%	1.8	1.4	3.2%	4.5%	
<b>Internacionales</b>		<b>2.4x</b>	<b>17.0%</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>8.0%</b>	<b>12.0%</b>	
Oma	México	0.7x	10.0%	2.0	1.0	31.2%	20.0%	
Gap	México	0.6x	16.2%	1.9	1.1	21.9%	16.4%	
<b>Locales</b>		<b>0.9x</b>	<b>15.3%</b>	<b>2.2</b>	<b>0.9</b>	<b>25.4%</b>	<b>13.6%</b>	
Asur	México	<b>1.4x</b>	<b>19.5%</b>	<b>2.6</b>	<b>0.6</b>	<b>23.1%</b>	<b>4.3%</b>	

Fuente: Bloomberg

## Riesgos

Entre los principales factores de riesgo a considerar para Asur encontramos:

- Un entorno económico internacional y local desfavorable podría llevar a Asur a disminuir su crecimiento en el Tráfico de Pasajeros, reflejando una disminución en sus ingresos.
- Un escenario de altos precios en la Turbosina podría presentar un incremento en el precio de las tarifas, lo que llevaría a una disminución del tráfico de pasajeros.
- Un ajuste futuro en las expectativas de nuevas rutas podría traer un efecto negativo.
- En caso de que la empresa incumpla y exceda las tarifas definidas en su PMD (Programa Maestro de Desarrollo), el Gobierno Federal podría revocar la concesión.
- Un incremento en la inseguridad podría generar diversos escenarios de migración de turistas a otros destinos turísticos y de negocios.
- Huracanes y desastres naturales podrían afectar el Tráfico de Pasajeros.
- Los destinos de Cuba y República Dominicana generan mayor competencia en el Caribe.
- Controles más eficientes para incrementar la seguridad en los aeropuertos podrían presentar incrementos en los gastos de la empresa.
- Mayores advertencias de diversos países en el extranjero a sus connacionales para visitar México generarían una contracción en el volumen de pasajeros.
- Modificaciones a las políticas migratorias y fronterizas de los Estados Unidos podrían dificultar los traslados entre México y Colombia con los Estados Unidos.

*El arribo masivo de sargazo podría dañar la imagen turística del estado de Quintana Roo.*

*Asur participa en EUA mediante los ADS, cada uno equivale a 10 acciones.*

## Otros

Destacamos los siguientes aspectos de Asur:

- La composición accionaria está compuesta por Fernando Chico Pardo con el 16.4%, Grupo ADO con el 16.1%, Aberdeen Asset Management con el 11.0% y un free Float de 56.5%.
- Asur tiene un “peso” aproximado en el S&P BMV IPyC de 2.3%
- Las acciones Serie B de Asur están listadas en el NASDAQ Global Market en forma de American Depositary Shares o ADS. Cada ADS equivale a 10 acciones Serie B.

## Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2016	2017	2018E	2018E
Ingresos Totales (Aeronáuticos y No Aeronáuticos)	9,753	12,514	15,856	26.7%
Resultado operativo	4,933	1,477	7,953	438.5%
Ebitda	5,462	7,414	9,933	34.0%
Utilidad Neta	3,630	6,750	5,382	-20.3%
Margen Operativo	50.6%	11.8%	50.2%	38.4%
Margen Ebitda	56.0%	59.2%	62.6%	3.4%
Margen Neto	37.2%	54.0%	33.9%	-20.0%

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2017	2T18
Activo Total	\$ 56,614	\$ 56,083
Activo Circulante	\$ 5,788	\$ 5,020
Activo No Circulante	\$ 50,826	\$ 51,063
Pasivo Corto Plazo	\$ 2,409	\$ 2,378
Pasivo Largo Plazo	\$ 20,517	\$ 19,284
Pasivo Total	\$ 22,926	\$ 21,662
Capital Contable	\$ 33,688	\$ 34,422

Fuente: Estimados Monex

*En los últimos 10 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 700.4%.*

## Directorio

### Dirección de Análisis y Estrategia Bursátil

Carlos A. González Tabares	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	T. 5231-4521	<a href="mailto:rgonzalez@monex.com.mx">rgonzalez@monex.com.mx</a>
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Análisis Económico	T. 5231-0200 Ext. 0669	<a href="mailto:jquirozz@monex.com.mx">jquirozz@monex.com.mx</a>
Fernando E. Bolaños S.	Gerente de Análisis	T. 5230-0200 Ext. 0720	<a href="mailto:fbolanos@monex.com.mx">fbolanos@monex.com.mx</a>
J. Roberto Solano Pérez	Analista Bursátil Sr.	T. 5230-0200 Ext. 4451	<a href="mailto:jrsolano@monex.com.mx">jrsolano@monex.com.mx</a>
Verónica Uribe Boyzo	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4287	<a href="mailto:vuribeb@monex.com.mx">vuribeb@monex.com.mx</a>
B. Jimena Colín Fernández	Analista Bursátil	T. 5231-0016 Ext. 0710	<a href="mailto:bjcolinf@monex.com.mx">bjcolinf@monex.com.mx</a>
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	<a href="mailto:brodriguez1@monex.com.mx">brodriguez1@monex.com.mx</a>
Juan Francisco Caudillo Lira	Analista Técnico Sr.	T. 5231-0016	<a href="mailto:jcaudillo@monex.com.mx">jcaudillo@monex.com.mx</a>
César Adrian Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	<a href="mailto:casalinag@monex.com.mx">casalinag@monex.com.mx</a>

## Disclaimer

Nosotros, el Área de Análisis y Estrategia Bursátil, certificamos que las opiniones contenidas en este documento reflejan exclusivamente el punto de vista del analista responsable de su elaboración. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, ni recibiremos, compensación alguna directa o indirecta a cambio de expresar una opinión específica de este reporte.

Es importante mencionar que los analistas no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis, así como que ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

En los últimos doce meses, es posible que Monex Grupo Financiero, S.A. de C.V. y/o las sociedades que forman parte del grupo (en lo sucesivo "Monex"), a través de sus áreas de negocio, haya recibido compensaciones por prestar algún servicio de representación común, financiamiento corporativo, banca de inversión, asesoría corporativa u otorgamiento de créditos bancarios, a emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente informe.

Este reporte está dirigido a la Dirección de Promoción. Las recomendaciones reflejan una expectativa de comportamiento de la acción contra su mercado de referencia y en un plazo determinado. Este comportamiento puede estar explicado por el valor fundamental de la compañía, pero también por otros factores. El cálculo del valor fundamental realizado se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando. Sin perjuicio de lo que antecede, podrían tener más peso otros factores, entre los que se encuentran el flujo de noticias, momento de beneficios, fusiones y adquisiciones, el apetito del mercado por un determinado sector, entre otros; estos factores pueden llevar a una recomendación opuesta a la indicada solamente por el valor fundamental y su comparación directa con la cotización.

Nuestra política de recomendación contempla los siguientes escenarios: Compra.- Cuando el rendimiento esperado de la acción supere en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC; Mantener.- Cuando el rendimiento esperado de la acción se ubique entre el  $\pm 5\%$  el rendimiento esperado del IPyC; Venta.- Cuando el rendimiento esperado de la acción sea inferior en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC.

El presente documento fue elaborado por Monex con información pública obtenida de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo no existe garantía, explícita o implícita, de su confiabilidad, por lo que Monex no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo. El contenido de este mensaje no constituye una oferta, invitación o solicitud de Monex para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores o bien para la realización de operaciones específicas. Monex no asume, ni asumirá obligación alguna derivada del contenido del presente documento, por lo que ningún tercero podrá alegar un daño, perjuicio, pérdida o menoscabo en su patrimonio derivado de decisiones de inversión que hubiese basado en este documento. Las opiniones aquí expresadas sólo representan la opinión del analista y no representan la opinión de Monex ni de sus funcionarios. Los empleados de las áreas de promoción, operación, directivos o cualquier otro profesional de Monex, podrían proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen opiniones contrarias a