

## GAP: Inicio de Cobertura

J. Roberto Solano Pérez

- Iniciamos Cobertura de GAP con una Recomendación de Mantener.
- Nuestro PO para finales de 2018 es \$214.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 8.5% para finales de 2018.

### El Grupo Aeroportuario con Mayor Crecimiento en 2018

Estamos Iniciando la Cobertura de Gap con una recomendación de Mantener y un Precio Objetivo (PO) de \$214.0 para finales de 2018. Para este año, estimamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 13.9% y 12.8%, el cual estará sujeto a los siguientes aspectos: 1) Un crecimiento en el Tráfico total de 8.8%; 2) Un incremento de los Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos de 13.2% y 16.1% respectivamente; y 3) Expectativas apegadas a un contexto macroeconómico conservador en EUA, México y Jamaica. En cuanto al Margen Ebitda esperamos que éste se ubique en 69.2%, un nivel que si bien implicaría un ligero ajuste de 70bs respecto a 2017, resultaría muy similar al observado en los últimos 3 años. Nuestra visión para 2018 no considera alguna adquisición en los estimados.

### Un Sólido Desempeño del Sector Aeroportuario

En 2017, México presentó un crecimiento en el Tráfico de Pasajeros de 12.0%, un nivel superior al incremento del Tráfico Global de 6.4%, o visto de otra forma, 2.0x el crecimiento de LATAM. En el contexto mundial, el país se ubica en el octavo lugar a nivel de Turismo Global. Pese a que en los últimos 6 años en México el Tráfico Aéreo ha presentado una TCAC de 8.0%, existe un rezago importante, ya que hoy el país se ubica en el lugar 67 de 123 en el ranking global de infraestructura aeroportuaria. Respecto a otros transportes, si consideramos cifras de hace 10 años respecto a datos recientes, los viajes a través de aviación han presentado un crecimiento de 68.0%, mientras que en los autobuses el crecimiento sólo resulta de 21.0%. A futuro, el Nuevo Aeropuerto de la Cd. de México implicaría un volumen de pasajeros 3.0x mayor al actual, generando una favorable expectativa a futuro.

### Gap Presenta Cifras Históricas Record

Gap es el 2do operador en el Sector Aeropuertos en México (12 nacionales y 1 Internacional), el cual en términos de pasajeros en los últimos 5 años ha presentado una TCAC de 9.7%, incremento superior al del AICM de 7.1% y del doble respecto al resto de complejos locales. En 2017, Gap ganó +70pbs en la participación de mercado local. Como dato clave, 4 de sus aeropuertos (Guadalajara, Tijuana, Los Cabos y Guanajuato) se encuentran dentro de los 10 primeros lugares en crecimiento de Tráfico en México. En los Ingresos Comerciales, Gap ha logrado que la cifra actual represente 2.5x lo observado hace 5 años. Internacionalmente Gap participa en Montego Bay en Jamaica (participación de 74.5%), dejando la posibilidad para adquirir el 100.0% del Tráfico del destino caribeño si incluye a futuro el complejo de Kingston.

### Una Sobresaliente Estrategia Aterriza en Sólidos Resultados

Destacamos los siguientes aspectos de GAP: 1) Una empresa diversificada, ya que además de ser el grupo privado más grande en México, cuenta con un balanceado portafolio donde no existe concentración; 2) Ingresos balanceados, ya que hacia futuro los Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos de Gap representarían el 70.0% y 30.0% respectivamente, logrando materializar su estrategia planteada hace pocos años; y 3) Innovador, ya que además de las expansiones comerciales, Gap ha incursionado con el 1er puente fronterizo, recordando que adicionalmente la empresa estará participando en hoteles y en nuevas unidades de negocio.

### Apalancamiento Prudente en GAP

Pese a que Gap se ha mantenido activa en emisiones de Deuda en los últimos 2 años, en la actualidad la emisora presenta una sana estructura financiera al ubicar su razón de apalancamiento DN/Ebitda de 0.7x, un nivel que resulta inferior al Sector local, Internacional y de su métrica interna de 1.1x y 2.5x y 2.4x respectivamente. En cuanto a dividendos, la distribución de GAP en los últimos 5 años ha presentado una TCAC de 11.0%, la cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 5.8%

GAP	
Sector Aeropuertos	
<i>Segundo grupo aeroportuario más grande de México</i>	
Precio Objetivo 2018	\$214.0
Precio Actual	\$195.1
% Rendimiento Estimado	8.5%
Recomendación	Mantener

## Valuación

Nuestro PO para 2018 es de \$214.0, un nivel que implica un potencial rendimiento de 8.5% para finales de 2018.

Para 2018, estimamos un PO de \$214.0 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 8.5%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$229.0, asumiendo un crecimiento en Ebitda de 12.8% y considerando un múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 16.0x, el cual resulta ligeramente inferior al promedio observado en los últimos 3 años (esperamos en 2018 un Margen Ebitda similar al promedio de dicho periodo). Por el método DCF obtenemos un PO de \$199.0, donde consideramos una WACC de 11.0%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.9, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo (M26) de 7.20%.

### FV/Ebitda de Gap



Fuente: Bloomberg

Hacia 2018 consideramos que Gap presenta una mejor expectativa en el Tráfico de Pasajeros respecto a sus comparables locales.

En la actualidad, Gap presenta un ligero descuento de -5.8% respecto al Múltiplo FV/Ebitda del Sector Local de 15.7x (descuento similar a lo observado U3a), y un justificado premio respecto a los Internacionales de 35.0% al presentar un Margen Ebitda 2.5x superior (contexto histórico similar). Además, Gap presenta un descuento de -7.5% respecto al promedio observado de los U3a, el cual si bien hoy resulta atractivo, visualiza retos a nivel del Tráfico de Pasajeros y rentabilidad, adquisiciones y financiamiento a futuro (principalmente Capex). El PEG de Gap de 1.7x destaca por ser menor respecto a la muestra Local e Internacional de 2.5x y 1.8x respectivamente.

### Comparativo Sectorial GAP (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	6.9
Beijing	China	6,102	732	6.8x	12.1%	14.9%	25.3%	14.9x	1.0
Guangzhou	China	5,124	780	9.9x	31.8%	19.0%	-8.3%	19.0x	1.4
Malaysia	Malasia	3,840	424	8.8x	16.2%	31.6%	45.0%	35.6x	0.9
Zurich	Suiza	6,492	596	10.5x	20.5%	21.3%	-12.3%	21.3x	1.9
Kobenhavn	Dinamarca	7,186	400	13.2x	36.9%	55.0%	10.3%	33.8x	3.1
Flughafen	Austria	3,464	449	9.0x	35.5%	83.3%	24.1%	24.4x	2.2
Fraport	Alemania	9,110	1,121	9.6x	27.6%	22.3%	16.2%	22.3x	1.4
Paris (ADP)	Francia	22,015	1,752	11.8x	13.5%	18.0%	-0.90%	31.0x	3.1
Aeroporto	Italia	702	36	13.8x	12.0%	22.6%	5.5%	35.9x	2.1
Macquarie	EUA	3,259	624	9.3x	16.7%	33.4%	-61.1%	23.2x	2.7
<b>Internacionales</b>		<b>10,895</b>	<b>976</b>	<b>11.0x</b>	<b>20.6%</b>	<b>27.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>26.0x</b>	<b>2.5</b>
Oma	México	2,003	188	11.3x	45.5%	66.0%	9.1%	17.3x	2.0
Asur	México	5,065	400	18.5x	50.0%	69.0%	-14.2%	16.9x	1.8
<b>Local</b>		<b>4,932</b>	<b>2,614</b>	<b>15.7x</b>	<b>49.7%</b>	<b>68.9%</b>	<b>0.5%</b>	<b>17.5x</b>	<b>1.8</b>
<b>Gap</b>	<b>México</b>	<b>5,823</b>	<b>410</b>	<b>14.8x</b>	<b>50.8%</b>	<b>69.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>22.3x</b>	<b>1.7</b>

Fuente: Bloomberg

El Margen Ebitda de Gap de 69.9% es casi el doble al promedio de sus comparables internacionales de 27.7%

## Un Sólido Desempeño del Sector Aeroportuario

A nivel mundial, México es el 8vo país con mayor aforo de turistas.

### Turismo y Tendencias Globales

Tomando en cuenta las cifras de la OMT (Organización Mundial de Turismo), en 2016 México se ubicó en cuanto a la llegada de turistas internacionales en el lugar 8 en el mundo, mientras que en los esquemas de mayores ingresos por turismo en el lugar 16. Cabe mencionar que en México el Sector Turismo representa el 12.0% del PIB, una cifra que resulta superior respecto al 9.8% de Francia, líder mundial en Turismo. En 2017, el número de turistas aéreos presentó un incremento de 12.0% respecto al 2016, de los cuales destacan viajeros de EUA con 59.0% del total, Canadá con el 10.0%, LATAM con 16.0%, Europa con 11.0% y de otros países con el 4.0% restante. En 2017, estos visitantes dejaron ingresos por \$21,300 mdd (2.0x las exportaciones mexicanas hacia China).

Hablando de una tendencia a nivel mundial, diversos especialistas coinciden que en los últimos años generaciones llamadas Millennials o Generación "X" (rango edad 18-34 años) que hoy representan el 20.0% de los viajeros internacionales, impulsarán el turismo global, los cuales en 2017 generaron recursos cercanos a \$180,000 mdd (equivalente a la exportaciones de EUA a México). Cabe señalar que la cifra anterior se traduce en aumento de 30.0% respecto a los últimos 10 años. Bajo criterios de American Express Business Insights, esta generación resulta el segmento que más gasta dinero en viajes. Desde la visión de dicha generación, destacan destinos de Ciudad como México, Guadalajara y Querétaro, además de Playas como Cancún y Playa del Carmen.

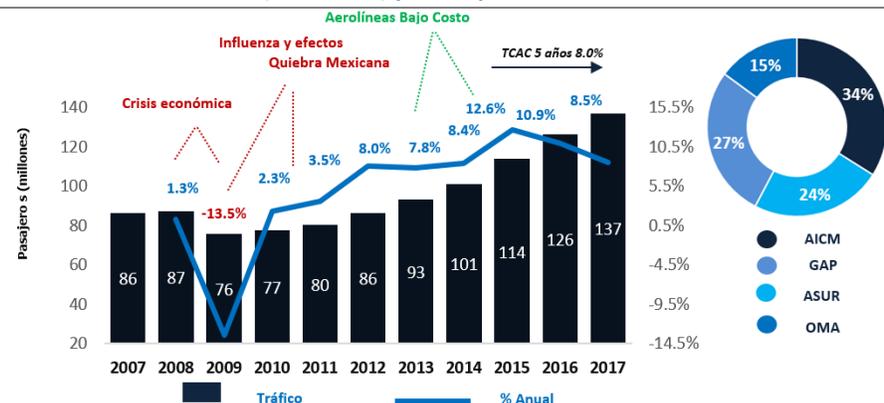
### Contexto Actual de México en el Sector Aeroportuario

México se ubica en el lugar 67 de 123 en Infraestructura aeroportuaria, y a pesar de que en los últimos 6 años el tráfico aéreo ha presentado una sólida TCAC de 8.0%, la conectividad aérea presenta una centralización de rutas y un elevado número de aeropuertos con una fuerte disparidad. De hecho, cabe señalar que de los 76 aeropuertos nacionales, 17 concentran el 86.0% de los pasajeros, dejando sólo 3 Aeropuertos (Ciudad de México, Cancún, Guadalajara y Monterrey) con la mayor cantidad de conexiones.

El Sector de Aeropuertos en México, está dividido en cuatro grupos principales, destacando con el 33.0% del Tráfico Nacional el AICM, seguido del 63.0% del Sector Privado (Asur, Gap y Oma), de ASA con el 2.0% y de Sociedades con el 2.0%. Visto por número de complejos, de los 66 aeropuertos registrados por la SCT, el 52.0% se encuentra en el aspecto privado (34 aeropuertos) y el 48.0% en manos del Gobierno y posibles asociaciones (34 restantes).

En cuanto al nuevo AICM de la Cd. de México, se espera que la 1era fase del complejo se complete a fines de 2020, no obstante, las operaciones podrían materializarse en un plazo de hasta 2 años o más. Lo que es real es que el nuevo Aeropuerto representa una oportunidad para que otros operadores aeroportuarios consoliden rutas dejando una capacidad de 125 millones de pasajeros al año, un nivel que resulta 2.8x mayor a la capacidad actual del AICM.

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



Fuente: Monex con información de la SCT.

Bajo criterios de competitividad del World Economic Forum, México se ubica en el lugar 67 de 123 en Infraestructura Aeroportuaria mundial.

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

*Con cifras de hace 10 años respecto a datos actuales, los viajes a través de avión han presentado un crecimiento de 68.0% (2.0x el de autobuses).*

En 2017, el Tráfico de Pasajeros de Aerolíneas Mexicanas presentó un incremento de 9.8% (internacionalmente 16.0%), del cual, el incremento por viajeros de EUA, Canadá, Europa y de Centroamérica se ubica en 9.0%, 14.0%, 7.0% y 27.0% respectivamente. En cuanto a nivel de Flota nacional, en los últimos 5 años esta ha presentado una TCAC de crecimiento 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), generando la opción a futuro de nuevas rutas para los diversos complejos locales.

Si bien en los últimos diez años las aerolíneas locales han generado en el país un mayor aforo de pasajeros por la apertura de nuevas rutas por precios bajos, en la actualidad el país presenta un vuelo per cápita de 0.4x, un nivel que resulta inferior respecto a EUA, Canadá y de Latam de 2.3x, 2.6x y 1.2x respectivamente. Con cifras de hace 10 años respecto a los actuales, destacamos que los viajes a través de avión han presentado un crecimiento de 68.0%, mientras que el de autobuses el resultado fue sólo de 21.0%. Pese a lo anterior, el Autobús comercial representa el 74.3% del Transporte Total en México, el de Lujo el 22.0%, el avión sólo el 2.0%, y otros el 1.7%.

### Aspectos a Considerar en la Industria

En 2017, el precio del crudo (West Texas Intermediate) mostró una recuperación del 10.0% vs 2016, después de que 2 años previos había mostrado una caída importante. Para 2018 y 2019 se estiman niveles cercanos a \$60 usd, un nivel que resulta conservador respecto al cierre de 2017. Pese a lo anterior, cabe mencionar que un aumento en los precios implicaría un repunte en la Turbosina (combustible de los aviones), lo cual afectaría el volumen de pasajeros y carga, aumentando los Costos. En México, si bien los precios de la Turbosina están alineados a una tendencia global, éstos presenta un factor de poco predictibilidad, por lo que de incrementarse aún más los precios, las aerolíneas presentarían presiones operativas, lo cual afectaría sus expectativas a futuro.

*En 2015 Gap buscó diversificar su estrategia de negocios al adquirir el Aeropuerto de Montego Bay en Jamaica.*

## Gap, el Segundo Grupo más Grande de México

### Una Estrategia de Negocio Sobresaliente de Gap

Gap es el 2do operador en el sector Aeropuertos en México, después de AICM. En 1998 la empresa ganó la concesión para administrar durante 50 años los 12 aeropuertos del Centro y Pacífico del país: Tijuana, Guadalajara, Puerto Vallarta, Los Cabos, Mexicali, Hermosillo, Los Mochis, La Paz, Manzanillo, Morelia, Guanajuato y Aguascalientes. En 2015 después de una sólida trayectoria local, Gap realizó la adquisición del Aeropuerto de Montego Bay en Jamaica, generando una mayor diversificación en su portafolio de destinos, de recursos (dólares), de ubicación, entre otros.

El Portafolio Local e Internacional de Gap se clasifica en 3 principales grupos: 1) Los Aeropuertos en zonas industriales: Guadalajara y Tijuana; 2) Los aeropuertos destinos turísticos: Los Cabos, Puerto Vallarta, La Paz, Manzanillo y Montego Bay (en Jamaica); y 3) Los aeropuertos regionales: Hermosillo, Guanajuato, Morelia, Mexicali, Aguascalientes y Los Mochis. Cabe destacar que los Estados en donde se encuentran los aeropuertos de Gap contribuyen en su conjunto al 24% del PIB nacional y vive el 25% de la población total del país.

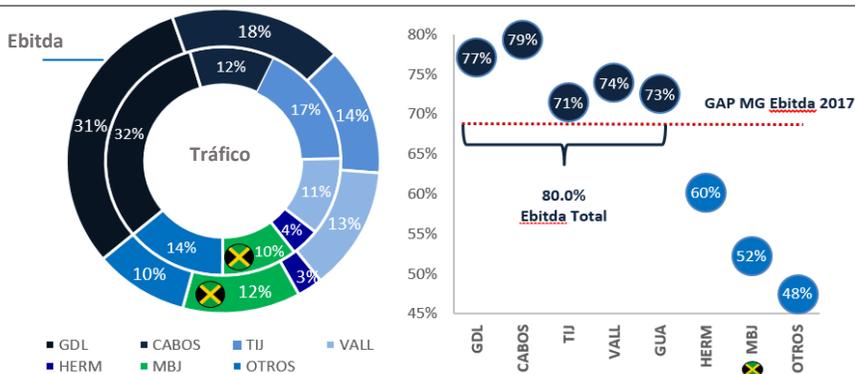
En los últimos 5 años, el Tráfico Total de Pasajeros de Gap presentó una TCAC de 9.7%, tasa de crecimiento superior al AICM de 7.1% (mayor complejo en México), al promedio de sus comparables locales de 8.0% y al de ASA y Sociedades de 3.9% y 4.6% respectivamente. En 2017, los aeropuertos de Gap en su conjunto recibieron a 40.7 millones de pasajeros (56.4% nacional y el 43.3% Internacionales), los cuales representan un aumento de 11.4% respecto a 2016, o visto de otra forma, el doble del crecimiento promedio de Asur y Oma en el periodo comparable. Debido a este crecimiento en 2017, Gap ganó 70pbs de participación de mercado. Otra cifra a destacar es que en los últimos 7 años, 4 de los principales complejos de GAP (Los Cabos, Vallarta, Guadalajara, Tijuana), han presentado un crecimiento de doble dígito en el número de asientos, un nivel muy superior al promedio de 7.6% observado en una muestra de LATAM.

Por Aerolínea: Considerando que Gap es jugador local, la diversificación por aerolínea considera la mayor participación en Volaris con el 34.0%, seguido de Aeroméxico con el 15.0%, de Interjet con el 9.0%, VivaAerobus con el 8.0%, mientras que el 44.0% es una mezcla regional e internacional

*La aerolínea con mayor cantidad de rutas dentro de los Aeropuertos de Gap es Volaris, seguido de Aeroméxico y posteriormente Interjet.*

El Margen Ebitda de Gap es de 70.0%, destacando Guadalajara, Los Cabos, Tijuana y Vallarta con un margen superior a dicho nivel.

### Participación Ebitda-Margen Ebitda



Fuente: Monex con información de la emisora.

### Una Sólida Diversificación en los Ingresos

Los ingresos de Gap se dividen en dos vertientes: Ingresos Aeronáutico (74.8%) y No Aeronáuticos (25.2%). Con base base a esta sólida diversificación, la empresa impulsará su crecimiento a través de los siguientes aspectos: 1) Promover en conjunto a las aerolíneas, nuevas rutas en sus principales aeropuertos, lo cual favorece a su tráfico de pasajeros (2018 espera 18 nuevas rutas con 15 en proceso de negociación); 2) Materializar nuevos ingresos comerciales en los complejos más rentables (vía expansiones), los cuales hoy representan 2.5x veces respecto a los ingresos de los últimos 5 años; y 3) Incluir activos que ayuden a la diversificación, ya que si bien Gap incorporó el Aeropuerto de Montego Bay en Jamaica, existe terreno para futuras adquisiciones.

En los últimos 5 años los Ingresos comerciales nacionales e internacionales han presentado una TCAC de 22.4% y 17.5% respectivamente.

Bajo la visión de segmentos regulados (por la SCT), destacamos la siguiente diversificación; 1) Los Ingresos Regulados por la SCT incluyen Ingresos por Servicios Aeroportuarios (95.0% de participación), los cuales se enfocan en el cobro que realiza el aeropuerto a las aerolíneas por pasajero (considera la TUA) y el de Servicios Complementarios (5.0% de participación); y 2) Los Ingresos No Regulados son una parte central de la estrategia de negocio Gap, los cuales consideran áreas comerciales, para ofrecer a los pasajeros tiendas y servicios (duty free, salones ejecutivos, etc).

En los últimos 5 años los Ingresos comerciales nacionales e internacionales han presentado una TCAC de 22.4% y 17.5% respectivamente. Cabe señalar que la diversificación comercial considera los Ingresos vía terceros con el 68.0% (locales comerciales, Tiendas Duty Free, Tiempo compartido, transportación, ingresos comerciales) y el 32.0% negocios operados directamente por Gap. Bajo los Ingresos Comerciales por Pasajero, Gap en México presenta un nivel de \$63.0 pesos (35.0% vs el nivel de los últimos 5 años), mientras que en Montego el nivel de \$6.0 (usd), ligeramente superior respecto a 2 años previos.

### Los Datos más Relevantes de 13 Aeropuertos de Gap

El complejo de **Guadalajara** es el más importante para Gap y el 3ro por número de pasajeros totales a nivel nacional (12.8 millones vs 44.5 millones del AICM). En los últimos 5 años, el complejo ha presentado una TCAC en el Tráfico de 9.5% (5to mejor crecimiento en México en ese periodo), dejándolo como el activo con mayor predictibilidad y contribución de flujo de pasajeros. La ciudad de Guadalajara es la 2da ciudad más importante de México por número total de habitantes (6.6% del total de la población del país), además, destaca por ser el 4to Estado en contribución al PIB nacional (6.3%). Cabe señalar que Guadalajara goza de 10 pueblos mágicos para sus visitantes.

A nivel de Tráfico, Guadalajara resulta el Aeropuerto con mayor participación en GAP (contribuye con el 32.0% del Total del Ebitda en 2017)

En **Tijuana** encontramos al 2do aeropuerto más importante por número de pasajeros de Gap y el 5to a nivel nacional. En los últimos 5 años, el complejo ha presentado una TCAC en el Tráfico de 10.7% (2do mejor crecimiento en México). El complejo se localiza a sólo 30 km de San Diego –California, el cual presenta una alta composición de pasajeros nacionales (72.3% vs 27.7% internacional). Tijuana es un punto esencial de interconexión entre México y EUA, recordando que dicha frontera es la más transitada entre ambos países. Tijuana cuenta con el el CBX (Cross Border Express), un puente inaugurado en diciembre de 2015 que conecta los Aeropuertos de Tijuana y San Diego (EUA), dejando el favorable beneficio de migración efectiva en los usuarios, arrojando una mayor movilidad que se traduce en mejor logística para el viajero local e internacional.

*Con el Cross Border Express en Tijuana, Gap busca que los viajes hacia EUA resulten más ágiles y generen mayor volumen de pasajeros a futuro.*

En tercer lugar y con el 6to a nivel nacional, encontramos al complejo de **Los Cabos**, el cual en los últimos 5 años ha presentado una TCAC en el Tráfico de 9.7% (9no mejor crecimiento en México). El complejo destaca en su composición de turistas el alto porcentaje de pasajeros extranjeros vs nacionales (70.0% vs 30.0%). Los Cabos es el 3° destino turístico nacional más visitado por turistas internacionales, considerado uno de los lugares favoritos para turistas de EUA y Canadá (muy cercanos a dichas playas), viajeros que adicionalmente destacan por un mayor poder adquisitivo respecto al visitante de otros destinos de playa. Consideramos que Los Cabos se muestra como un activo defensivo ante las tormentas, ya que en años previos han mostrado que pueden recuperar su Tráfico de Pasajeros en menor tiempo respecto a otros destinos de playas.

Como un destino de playa líder, encontramos a **Puerto Vallarta**, el cual resulta el 4° lugar por número total de pasajeros de Gap y el 7° a nivel nacional, recordando que en los últimos 5 años el complejo ha presentado una TCAC en el Tráfico de 14.1% (2do mejor crecimiento en los 10 primeros lugares de México). Destaca que el 68.0% del Tráfico es Internacional, mientras el 32.0% restantes es local. Después de Cancún, Puerto Vallarta es uno de los destinos más visitados por turistas internacionales en el país (recientemente ha logrado un gran atractivo en el mundo), y en los últimos 3 años, la visión del viajero ha generado una atracción fuerte por este destino de Playa.

En el ámbito Internacional Gap participa en **Montego Bay** en **Jamaica** (con una participación de 74.5%), el cual considera un nivel de Tráfico de Pasajeros de 4.2 millones al año (2017) y en la actualidad ya representa en dicho rubro el 10.5% en la participación total de Gap. Si bien el Tráfico del complejo ha presentado en los últimos 3 años una TCAC de 4.2%, existe una madurez importante observada en los últimos 10 años, que en periodos de crisis se muestra defensivo respecto a los comparables del Caribe. A nivel de viajero, el 99.0% se enfoca en Turismo y sólo el 1.0% en viaje de negocios. En cuanto a la diversificación geográfica del turista, el 66.0% proviene de EUA, el 20.0% de Canadá y el 14.0% de otras regiones (el 70.0% de los visitantes a Jamaica aterrizan en Montego).

*Montego Bay en Jamaica recibe el 70.0% de pasajeros que visitan ese destino caribeño.*

Respecto a los 8 Aeropuertos restantes del Portafolio de Gap, estos han presentado en los últimos 5 años una TCAC de 8.8% (Guanajuato como número 1). Por Estado, **Hermosillo** se ubica como la 6ta ciudad más poblada (7ma más competitiva) y con un enfoque de negocios de manufactura; **Guanajuato** resulta una ciudad cercana al corredor industrial de Bajío (Querétaro y SLP), **La Paz** resulta un centro turístico relevante para la zona sur de Baja California; **Mexicali** es una ciudad versátil con un enfoque agropecuario, en el sector de Servicios; **Aguascalientes** destaca por su exposición industrial, ganadera y comercial (el Banco Mundial lo considera el estado con el mejor clima de negocios); **Morelia** resulta una ciudad histórica del país con exposición a los servicios, inmobiliarios y turísticos (aparte muy importante a nivel cultural); **Los Mochis** como un lugar estratégico del Noroeste del Pacífico con actividades ligadas a la agricultura, comercio y ganadería; y finalmente **Manzanillo** como un destino ideal para el turismo de Playa.

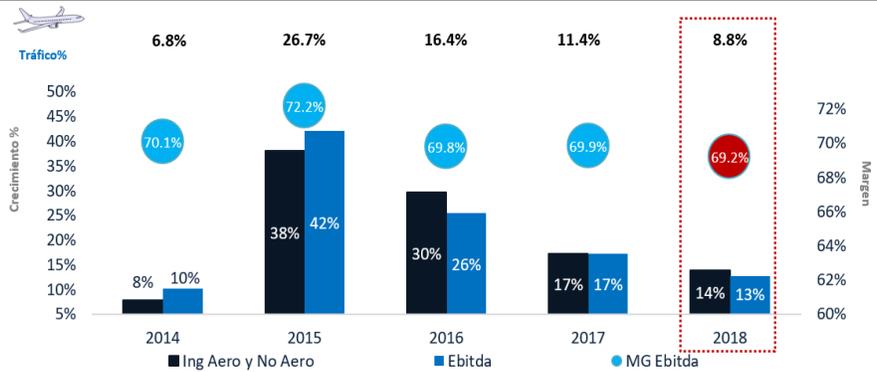
## El Mejor Crecimiento del Sector en 2018 esta en Gap

Para 2018 esperamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 13.9% y 12.8%, respectivamente. De manera particular, el crecimiento estará sujeto a los siguientes aspectos: 1) Un crecimiento en el Tráfico total de 8.8% (un escenario conservador), sin incorporar futuras adquisiciones; 2) Un incremento de los Ingresos Aeronáuticos y No Aeronáuticos de 13.2% y 16.1% respectivamente; y 3) Expectativas sujetas a un contexto macroeconómico conservador en EUA, México y Jamaica (un crecimiento en el PIB de 2.5%, 2.2% y 2.1% respectivamente), el cual se verá reflejado en el Gasto destinado al Tráfico de Pasajeros. Cabe señalar que nuestra proyección a futuro estará sujeta al nuevo Plan Maestro de Desarrollo PMD (el actual concluye en 2019), el cual si bien arrancará hacia 2020 podría generar algunos ajustes a futuro en nuestros estimados y en nuestra valuación de la emisora. En cuanto al Margen Ebitda esperamos que este se ubique en 69.2%, un nivel que implicaría un ligero ajuste de 70bs vs 2017, pero que resulta muy similar al observado en los últimos 3 años.

*La proyección de Tráfico de Pasajeros de Gap hacia 2018 implicaría un nivel de 44.2 millones, lo equivalente al 32.3% de la Población de México.*

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

En 2018 esperamos que el Margen Ebitda de Gap se mantenga en un nivel similar al promedio observado en los últimos 3 años.



Fuente: Estimados Monex

**Aspectos Considerar en Gap en el Corto, Mediano y Largo Plazo**

Consideramos los siguientes aspectos favorables en la perspectiva de Gap: 1) En el corto plazo (2018) consideramos que el nivel de Tráfico de Pasajeros de Gap presentará el mayor crecimiento en el Sector; 2) En el mediano plazo la emisora mantendrá una expectativa favorable a nivel comercial, ya que existen expansiones en diverso complejos (Guadalajara y Tijuana) y nuevos proyectos en Vallarta, Los Cabos y un Hotel en Guadalajara; y 3) A Futuro, esperamos que Gap logre materializar su estrategia de una base de Ingresos más balanceados, buscando el objetivo de una diversificación en 70.0% en los Ingresos Aeronáuticos y 30.0% en los No Aeronáuticos.

Cabe mencionar que hacia 2019 Gap podría materializar la adquisición de Kingston, la cual si bien implicaría retos a nivel del Margen Ebitda (éste podría presentar mejorías a futuro), ayudaría a la empresa a sumar el 100% del Tráfico del país caribeño (un volumen de pasajeros que representa el 4.0% del Tráfico Total en 2017), además generar una mayor cantidad de Ingresos dolarizados dentro de la emisora (23.0% de los ingresos actuales).

Gap podría realizar la adquisición del Aeropuerto de Kingston en el Largo Plazo, logrando con esa compra el 100.0% del Tráfico del país caribeño.

Pese a visualizar un escenario optimista en GAP, consideramos que los principales retos de la emisora están asociados a mantener la tendencia favorable del Tráfico de Pasajeros (con o sin adquisiciones), controlar los Costos de Servicio y Gastos para no disminuir el Margen Ebitda por debajo del promedio de los últimos 3 años (considerando una adquisición), negociar el próximo PMD , mejorar las condiciones de financiamiento del Capex (será 2.0x el monto invertido previamente) y materializar una futura adquisición en un nivel sostenible respecto las métricas de apalancamiento y financiamiento.

**Sana Estructura Financiera**

**Deuda**

Pese a que Gap se ha mantenido activa en emisiones de Deuda en los últimos 2 años, en la actualidad la emisora presenta una sana estructura financiera, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda se ubica en un nivel de 0.7x, dato que resulta inferior al Sector local, Internacional y de su métrica interna de 1.1x y 2.5x y 2.4x respectivamente. Cabe mencionar que la Deuda de Gap se encuentra en 77.0% en Tasa Flotante y 33.0% en Tasa Fija, mientras que a nivel de divisas el 68.0% esta Pesos y el 32.0% en dólares.

Consideramos prudente el nivel de apalancamiento de Gap, el cual resulta menor respecto al promedio local e internacional.

En la actualidad, el perfil de vencimiento considera el 20.0% de corto plazo (2 años) y el 80.0% restante de Largo Plazo. Pese al contexto de la Deuda actual, será importante evaluar a futuro si Gap materializa futuras adquisiciones, refinanciamientos y futuras colocaciones para financiar al Capex como se ha efectuado en ocasiones previas.

El "Dividend Yield" promedio de Gap en los últimos 5 años es de 5.8%.

### Rentabilidad

En términos de ROE y ROIC la empresa presenta niveles superiores al promedio Internacional (el Sector Local muestra casi el doble respecto a los internacionales) y bastante competitivo a nivel local (2do mejor nivel), reiterando que la visión del ROE podría mantenerse en 2018 considerando las expectativas en Utilidad Neta (+10%). En cuanto a dividendos cabe señalar que la distribución de GAP en los últimos 5 años ha presentado una TCAC de 11.0%, la cual ha implicado un "Dividend Yield" promedio en dicho periodo de 5.8% (considera aumento en el precio de la acción de 237.0%). En cuanto al Payout Ratio, el nivel actual de GAP de 111.0% (promedio en los últimos 3 años de 130.0%) resulta similar al promedio observado en los últimos años, pero superior respecto a los internacionales cuyo promedio es de 40.0%.

Comparativo Sectorial GAP (mdd)							
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>2.5x</b>	<b>15.8%</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>8.7%</b>	<b>12.6%</b>
Oma	México	0.6x	10.0%	2.0	0.9	20.0%	31.0%
Asur	México	1.8x	12.2%	2.5	0.6	3.2%	24.0%
<b>Locales</b>		<b>1.1x</b>	<b>12.5%</b>	<b>2.3</b>	<b>0.8</b>	<b>12.0%</b>	<b>24.0%</b>
<b>Gap</b>	<b>México</b>	<b>0.7x</b>	<b>12.5%</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>16.2%</b>	<b>21.9%</b>

Fuente: Bloomberg

### Riesgos

Entre los principales factores de riesgo a considerar para GAP encontramos

Incrementos en los precios de la Turbosina podría implicar una reducción en nuevas rutas por parte de las aerolíneas.

**Entorno económico:** Un entorno económico mundial desfavorable podría llevar a Gap a disminuir su crecimiento en el tráfico de pasajeros, lo cual se vería reflejado en una disminución en sus ingresos.

**Volatilidad en los precios del petróleo:** Un escenario de un alto precio en la Turbosina podría presentar un efecto adverso en las aerolíneas, reflejándose en una posible disminución de pasajeros.

**Seguridad:** Un incremento en la inseguridad en el país podría generar diversos escenarios de migración de turistas a otros destinos turísticos y de negocios.

**Revocación de la concesión:** En caso que la empresa incumpla y exceda las tarifas definidas en su PMD (Programa Maestro de Desarrollo), el Gobierno Federal podría revocar la concesión.

**Contexto Financiero adverso en las aerolíneas:** Si bien en los últimos años las aerolíneas locales han incrementado el volumen de pasajeros y rutas, el contexto financiero les presenta retos importantes a futuro, por lo que un escenario de menor crecimiento o de liquidez podría limitar su expectativa.

**Fenómenos Climatológicos:** Los aeropuertos de Gap están altamente expuestos a fenómenos climatológicos como huracanes, tormentas tropicales e inundaciones.

Desde el Conflicto con Gmexico, dicha emisora redujo significativamente su participación en Gap.

**Políticas Migratorias:** Cualquier modificación en materia migratoria por parte de EUA, implicaría modificaciones en algunos complejos de Gap, generando una revisión a las expectativas futuras.

**Advertencias Internacionales:** Mayores advertencias de diversos países en el extranjero a sus connacionales para visitar México generarían una contracción en el volumen de pasajeros.

## Otros

Destacamos los siguientes aspectos de Gap:

A nivel de estructura accionaria, la emisora presenta un 44.6% de Float (3.0% más vs 2016), el 19.0% distribuido en 9 accionistas, el 15.0% en AMP (Aeropuertos Mexicanos del Pacifico) acciones BB, el 9.7% corresponde al ADRs Float, el 12.8% Gmexico (con un 2.8% de exceso de participación) y el 2.4% de nuevo de AMP pero con la serie B.

En la actualidad, Gap tiene un "peso" aproximado en el S&P BMV IPyC de 2.2%

En los últimos 5 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 237.0%

A partir del 2015, Gap ha incursionado en el mercado de Deuda.

## Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2016	2017E	2018E	2018E
Ventas netas	9,431	11,053	12,584	13.9%
Resultado operativo	5,234	6,278	7,089	12.9%
Dep oper	1,348	1,444	1,619	12.2%
Ebitda	6,583	7,721	8,708	12.8%
Margen Ebitda	69.8%	69.9%	69.2%	-0.7%
Utilidad Neta	3,353	4,727	5,386	13.9%
Margen Neto	35.6%	42.8%	42.8%	0.0%

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Miles de pesos)	2016	2017
Activo Total	\$ 36,051	\$ 39,517
Activo Circulante	\$ 5,998	\$ 8,980
Activo No Circulante	\$ 30,053	\$ 30,537
Pasivo Corto Plazo	\$ 1,941	\$ 2,295
Pasivo Largo Plazo	\$ 11,705	\$ 15,145
Pasivo Total	\$ 13,646	\$ 17,440
Capital Contable	\$ 22,404	\$ 22,076

Fuente: Estimados Monex

## 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>
essandra Ortiz Rodríguez	Analista Económico	T. 5231-0200 Ext. 0793	<a href="mailto:paortizr@monex.com.mx">paortizr@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>
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 las expresadas en el presente documento. Inclusive, Monex o cualquiera de sus promotores, operadores, afiliadas o personas relacionadas podrían realizar decisiones de inversión inconsistentes con las opiniones expresadas en el presente documento.