

## PINFRA: Inicio de Cobertura

11 de Febrero de 2019

Brian Rodríguez Ontiveros  
J. Roberto Solano Pérez

- Iniciamos Cobertura de PINFRA con una Recomendación de Compra.
- Nuestro PO para finales de 2019 es \$230.0
- Estimamos un Potencial de Rendimiento de 23.9% para finales de 2019.

### Pinfra es el líder en Concesiones Carreteras en México.

Estamos Iniciando la Cobertura de Pinfra con una recomendación de Compra y un Precio Objetivo (PO) de \$230.0 para finales de 2019. Para este año estimamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 7.2% y 9.2% respectivamente. Por segmento, esperamos un incremento a nivel de Ingresos y de Ebitda en Concesiones de 8.3% y 8.5%, en Plantas de 7.5% y 8.0%, y en Construcción de 4.0% y 5.0% respectivamente. En particular, para las Concesiones carreteras estimamos un aumento en el Tráfico Promedio Diario (TPDV) de 4.1%, además, un ajuste a nivel de Tarifas (+/-) similar a la inflación (+3.8% estimado para finales de 2019). En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 64.6%, un nivel que implicaría una expansión de +123pbs respecto al año previo, derivado de que algunas Concesiones se encuentran en una etapa más avanzada de maduración.

### La empresa Líder de Autopistas en el Centro de México.

Pinfra es el operador más grande de Concesiones de Infraestructura en México. La empresa cuenta con un portafolio de 21 concesiones, de las cuales 19 son Carreteras (+1,000 km de vías en 28 autopistas de peaje) y 2 son Portuarias (Altamira y Veracruz). Adicionalmente, la emisora cuenta con 2 plantas asfálticas y un contrato de operación de un Puente. En los últimos 13 años la emisora ha incrementado en casi 4.0x el número de concesiones (+21 nuevas carreteras), mientras que, en los últimos 5 años el TPDV de sus carreteras ha presentado una TCAC del 7.6%. Un dato a destacar de la emisora es que la vigencia promedio en sus concesiones es de 33 años (vs 27 años del promedio del sector).

### Construyendo las Principales Estrategias de Pinfra.

Algunas de las principales estrategias que destacamos de Pinfra son las siguientes: 1) **Promover y desarrollar** en conjunto con el Gobierno nuevas oportunidades en infraestructura; 2) **Gestionar los proyectos** desde la identificación de nuevas obras hasta la generación de flujos, pasando por las etapas de licitación, construcción, operación de la concesión, hasta obtener el retorno esperado; 3) **Administrar el portafolio** actual de concesiones, lo cual le permite maximizar el retorno de inversión y encontrar nuevas oportunidades de negocio; 4) **Diversificar su portafolio** en diferentes negocios, ya que en los últimos 2 Pinfra ha incursionado en puertos y plantas de producción; 5) **Mantener una sana estructura financiera**, lo cual le permite aprovechar las futuras oportunidades de negocio; y 6) **Adaptarse a las nuevas tendencias demográficas y económicas** en el país, lo cual le permitirá crear una mejor conectividad en las regiones en donde ya participa.

### Una Expectativa Moderada en México.

De acuerdo con el World Economic Forum (WEF), en la actualidad México se ubica en el lugar 49 de 140 países en cuanto a calidad de la infraestructura, posición que representa un ascenso de 13 lugares respecto a lo observado en 2017. Si bien la posición en términos de infraestructura ha mejorado recientemente, en el país aún existe un rezago importante en cuanto a proyectos en el sector, lo cual abre la posibilidad de observar nuevas obras hacia futuro. Durante el actual sexenio, el sector de infraestructura presenta 2 oportunidades atractivas, la primera de ellas es que el Presupuesto 2019 considera una inversión de \$66,400 mdp en el sector (equivalente a 1.2% del PIB), mientras que por otro lado un eventual Plan Maestro de Desarrollo podría favorecer al sector con nuevos proyectos carreteros, portuarios, ferroviarios y aeroportuarios.

### El mejor Apalancamiento en el Sector es para Pinfra.

En la actualidad, Pinfra presenta una sana estructura financiera, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda se ubica en un nivel de -2.6x, resultado principalmente de un mayor nivel de efectivo (al cierre del 3T18 la empresa contaba con un efectivo de \$12,600 mdp), lo que le permitirá eventualmente participar en nuevas obras.

PINFRA	
Sector Infraestructura	
<i>Empresa Mexicana líder en Concesiones de Infraestructura</i>	
Precio Objetivo 2019	\$230.0
Precio Actual	\$185.6
% Rendimiento Estimado	23.9%
Recomendación	<b>Compra</b>

## Valuación

Nuestro PO para 2019 es de \$230.0, un nivel que implica un rendimiento de 23.9% para finales de 2019.

Para 2019, estimamos un PO de \$230.0 como resultado de promediar los precios obtenidos mediante una valuación por Múltiplos, por el método de DCF y una valuación por proyectos, lo cual nos proporciona un rendimiento de 23.9%. Por Múltiplos obtuvimos un PO de \$237.0, asumiendo un crecimiento en el Ebitda de 9.2% y considerando un Múltiplo FV/Ebitda Objetivo de 12.0x, nivel que se encuentra entre el Múltiplo Promedio observado en los últimos 3 años y el de 12 meses. Por el método DCF obtenemos un PO de \$212.0, considerando una WACC de 11.6%, un aumento en la perpetuidad de 2.5%, una beta de 0.67, una prima al riesgo de mercado de 5.5% y un rendimiento del bono a largo plazo M27 de 8.6%. Adicionalmente, mediante una valuación por proyectos obtenemos un PO de \$240.0, el cual considera los flujos ajustados a la vigencia promedio de las Concesiones de 33 años y su nivel de Capex correspondiente (no incluye obras en Construcción).

### FV/Ebitda de Pinfra



Hacia futuro consideramos que Pinfra a través de su portafolio de Concesiones, presenta una mejor expectativa en cuanto a la generación de flujos respecto a sus comparables locales.

Fuente: Bloomberg

Pinfra cotiza a un Múltiplo FV/Ebitda de 10.7x, un nivel que representa un descuento de -30.1% y -17.3% respecto al promedio de los U5a y U3a respectivamente. Pese a que estos descuentos reflejan una perspectiva de menor Gasto en Infraestructura en el país (a la espera de conocer nuevos proyectos), consideramos que hacia los próximos 5 años Pinfra cuenta con un amplio portafolio de Concesiones con una alta expectativa de generación de flujos, además de una posición favorable de liquidez respecto a sus comparables, lo que eventualmente le permitirá participar en nuevos proyectos. Por otro lado, la emisora cotiza a un Múltiplo P/FCF de 10.4x, un nivel que resulta similar al promedio de sus comparables internacionales, sin embargo, hacia futuro estimamos que la generación de "Free Cash Flow" de la emisora resultará muy superior respecto a la del sector. Cabe mencionar que Pinfra presenta un Margen Ebitda de 63.4%, un nivel que resulta similar respecto al año anterior en el cual presentó un incremento en la eficiencia operativa respecto a años previos.

### Comparativo Sectorial PINFRA (mdd)

Empresa	País	Mk Cap	Ebitda	FV/Ebitda	Mg Op	Mg Ebitda	EPS 2019	P/U	P/FCF
Bangkok	Tailandia	4,728	239	20.1x	34.0%	57.6%	23.0%	29.7x	24.8x
Ansaldo	Italia	2,912	135	15.1x	8.5%	7.9%	30.3%	19.2x	13.0x
Taiwan High	China	5,539	1,039	13.4x	41.6%	72.0%	11.0%	18.9x	7.0x
Jasa Marga	Indonesia	2,321	444	9.0x	18.6%	27.9%	0.8%	15.0x	7.9x
CCR	Brasil	6,589	1,244	6.2x	32.0%	47.6%	8.4%	17.0x	8.3x
Ecordovias	Brasil	1,494	465	4.8x	38.2%	53.5%	8.6%	12.9x	10.1x
Lingkaran	Malasia	536	111	5.8x	70.4%	78.6%	3.2%	9.6x	5.5x
Nusantara	Indonesia	283	27	17.6x	40.8%	47.4%	10.9%	30.0x	23.3x
Stalexport	Polonia	219	82	1.7x	69.7%	73.3%	21.7%	4.6x	4.5x
Mep Infra	India	119	129	3.6x	23.1%	48.9%	3.4%	10.3x	5.9x
<b>Internacionales</b>		<b>2,474</b>	<b>392</b>	<b>9.7x</b>	<b>37.7%</b>	<b>50.0%</b>	<b>12.1%</b>	<b>16.7x</b>	<b>10.1x</b>
Aleatica	México	2,177	1,005	4.6x	89.0%	76.1%	5.2%	4.6x	19.4x
<b>Local</b>		<b>2,177</b>	<b>1,005</b>	<b>4.6x</b>	<b>89.0%</b>	<b>76.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.6x</b>	<b>19.4x</b>
<b>Pinfra</b>	<b>México</b>	<b>3,934</b>	<b>356</b>	<b>10.7x</b>	<b>59.2%</b>	<b>63.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>16.1x</b>	<b>10.4x</b>

Fuente: Bloomberg

El Margen Operativo actual de Pinfra, resulta casi 2.0x mayor respecto al promedio de sus comparables internacionales

## Un Sector con Oportunidades en Infraestructura

En los últimos 5 años, en México el desarrollo en Infraestructura ha representado el 2.0% del PIB.

En México, en los últimos 15 años la extensión de la Red de Carreteras Federales ha presentado una TCAC de 5.6% (un nivel superior en 2.0x el crecimiento del PIB en México).

En 2019, el Programa de Conservación de Infraestructura en Caminos Rurales será por \$7,670 mdp, el equivalente al 10.0% del PIB del estado de Tlaxcala.

En México, aproximadamente 1 de cada 3 personas cuenta con automóvil.

En México, el Índice de Vehículos por habitante presenta un nivel de 0.28, el cual resulta 0.5x el nivel de los países en la OCDE.

### Contexto Económico Moderado para el 2019

De acuerdo con el World Economic Forum (WEF), en la actualidad México se ubica en el lugar 49 de 140 países en cuanto a calidad de la infraestructura, dicha posición representó un ascenso de 13 lugares respecto al 2017. Cabe señalar que el sector de la Infraestructura es uno de los principales factores para impulsar el crecimiento económico del país, debido a que promueve la generación de empleos, estimula la inversión tanto privada como gubernamental y detona actividades asociadas al turismo y al comercio. En cuanto al contexto económico en México, hacia 2019 la expectativa resulta más conservadora con un crecimiento esperado en el PIB de 1.7%. Pese a que se estima un moderado crecimiento para éste año, un dato a destacar es que dentro del presupuesto 2019 se mencionan inversiones en Infraestructura por un monto de \$66,400 mdp (equivalente al 1.2% del PIB). Hacia futuro, un aspecto clave a seguir será el anuncio de un Plan Maestro de Desarrollo, el cual podría incluir proyectos carreteros, portuarios, aeroportuarios y ferroviarios.

### México en el Sector de Transportes y Comunicaciones

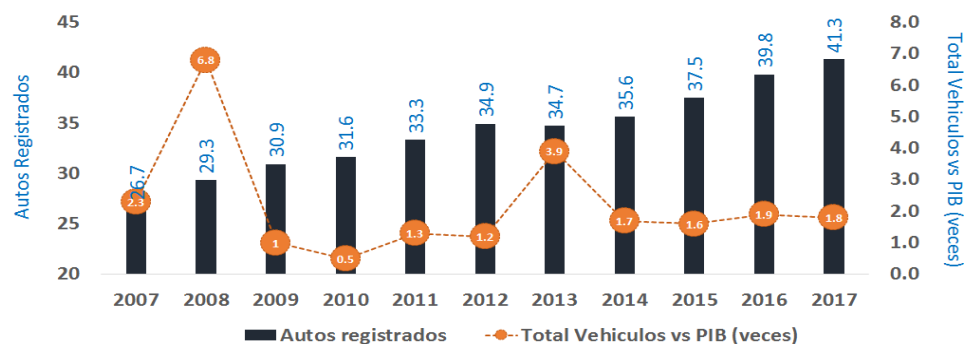
En México, el Sector de Transportes y Comunicaciones es fundamental para conectar al país con una favorable logística, lo cual permite mejorar la productividad y competitividad de las empresas. En los últimos 20 años, la inversión en dicho sector ha presentado una TCAC de 5.6%. Cabe mencionar que la participación de inversión privada en este sector representó solamente el 10.9%, mientras que la inversión pública representó el 89.1% restante. Hacia 2030 se espera un crecimiento poblacional del +22.3% estimado, el cual consideramos que demandará una mejoría en transportes y comunicaciones, lo cual podría impulsar una mayor inversión del sector público y privado.

Con base en el WEF, México se ubicó a nivel de calidad de Carreteras en el lugar 47 de 140 países, debido a que presento un índice de calidad de 4.6/7, el cual resultó menor respecto a otros países como Francia con una calificación de 6.0/7 (el de mayor calidad a nivel mundial) ó de EUA con 5.6/7 ó Chile con un nivel de 5.0/7. La estructura de la **Red de Carreteras** en México, se encuentra compuesta por 393,473 km, de las cuales el 12.8% son Autopistas Federales, 24.1% Vías Estatales, 45.2% rurales y el 17.7% restante son brechas mejoradas. Un dato a destacar es que, en 2018 por estas vías circuló el 80.0% del total de transporte de pasajeros y el 60.0% del transporte de carga. El actual gobierno estima que para éste sexenio se podrían presentar 364 procesos de licitación para la conservación de 40,000 km de vías federales, las cuales podrían requerir una inversión de \$78,000 mdp (equivalente al 1.4% del PIB). Dicha inversión es ajena a lo que eventualmente se podría anunciar en el Plan Maestro de Desarrollo, el cual podría proporcionar una cantidad adicional de proyectos en Infraestructura.

### Escenario Vehicular en México

Con cifras del INEGI, en 2017 el Parque Vehicular en México presentó un registro histórico de 41.3 millones de vehículos. En los últimos 20 años, los registros de carros en el país han presentado un incremento 2.0x mayor respecto al crecimiento del PIB. Consideramos que estos niveles de parque vehicular se han visto impulsados por una mayor capacidad de Ingresos en cierto segmento de la población, además de un periodo en donde los créditos automotrices han resultado más accesibles debido a tasa de crédito más atractivas, lo cual ha permitido atraer una mayor demanda de autos.

### Registro de Vehículos en México (demanda) y Vehículos vs %PIB (veces)



Fuente: Monex con información de INEGI

*En México, el sector de la construcción genera el 6.0% de los empleos en el país.*

### Sector Construcción en México

El sector de la construcción es un componente importante para el crecimiento económico de un país, ya que a través de proyectos en infraestructura como carreteras, puentes, hospitales, viviendas, entre otras obras, se detona una inversión tanto pública como privada, lo cual genera una mayor cantidad de empleos, además de una reactivación económica. Adicionalmente, este sector resulta relevante en cuanto a la demanda de insumos en otras industrias, como el cemento, ladrillo, asfalto, acero, hierro y arena. Un dato a desatacar es que en 2017 este sector presentó una participación en el PIB del 7.0%, un nivel cercano al promedio de los últimos 3 años. Durante 2018, el sector de la construcción presentó un ligero incremento en inversión de 1.6%, mientras que hacia 2019 la expectativa es que dicho crecimiento resulte similar al observado en el año anterior, recordando que el principal factor positivo estará asociado a los nuevos proyectos en Infraestructura que se mencionen en éste año.

### Plantas de Asfalto en México

En la actualidad, la producción de mezclas asfálticas resulta de gran importancia para la red de carreteras en el país, ya que éste se encuentra asociado directamente a la demanda de la construcción y mantenimiento de las vías de transporte, así como de impermeabilizantes de muros y techos. En 2018, la fabricación de productos de asfalto en México presentó un crecimiento del 63.0%. En lo que respecta a la producción potencial de asfalto a futuro, se contempla que para el sexenio en curso se demande una mayor cantidad de asfalto, derivado del mantenimiento de 40,000km de vías por parte del Gobierno, así como la inversión en Capex del sector privado para el mantenimiento de sus autopistas.

## Pinfra, la Empresa líder en Concesiones Carreteras

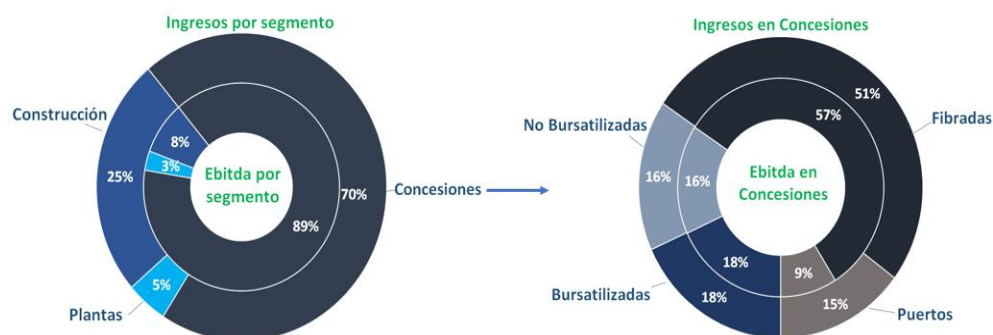
*En los últimos 13 años, Pinfra ha incrementado en 4.0x el número de concesiones en su Portafolio, pasando a 21 desde 5 activos.*

### Hagamos una descripción de Pinfra

Pinfra es el operador más grande de Concesiones de Infraestructura en México. La empresa cuenta con un portafolio de 21 concesiones, de las cuales 19 son Concesiones Carreteras (+1,000 km de vías, en 28 autopistas de peaje) y 2 son Concesiones Portuarias (Altamira y Veracruz). Adicionalmente, la emisora cuenta con 2 plantas asfálticas y un contrato de operación de un Puente. Tomando en cuenta el Portafolio de Negocios de Pinfra, es bueno señalar que éste se ubica en 11 Estados del país (contempla el 49.8% de la población en México), los cuales aportan el 52.3% del PIB.

Los segmentos de negocio de Pinfra se diversifican de la siguiente forma; 1) **Concesiones:** Esta división está representada por 21 concesiones, de las cuales 19 son carreteras de cobro y 2 son terminales portuarias (Puerto de Altamira y Puerto de Veracruz); 2) **Manufacturas (Plantas):** En este sector, la empresa se enfoca a la producción de agregados y productos de concreto, los cuales son considerados como materia básica de la construcción de Infraestructura; y 3) **Construcción:** Ésta última sección está destinada a proyectos de construcción pesada (autopistas, túneles, puertos, presas, puentes, aeropuertos y ferrocarriles), industrial (plantas petroquímicas, industriales, de tratamiento de aguas residuales y generadoras de electricidad) y urbana (estacionamientos, museos, parques, edificios, sistemas de agua y de transporte público).

### Ingresos y Ebitda de los Segmentos de Pinfra y por división en Concesiones



*En los últimos 5 años, el Ebitda de Pinfra ha presentado una TCAC de +15.5%.*

Fuente: Información de la emisora

En los últimos 13 años, Pinfra ha incrementado en 5.8x las autopistas de peaje.

La etapa de "ramp up" describe el periodo desde el desarrollo inicial hasta la utilización máxima de capacidad.

A través de las autopistas de Pinfra, se puede llegar a 43 de 121 Pueblos Mágicos que existen en el país.

La longitud de las Autopistas de Pinfra (1,053 km), equivalen a la distancia de la Ciudad de México a Mc Allen, Texas.

La Cd. de México presenta en cuanto al nivel de Tráfico vial en el mundo el índice más elevado en 108.0, el cual resulta 5.0x mayor al registrado en ciudades como Londres y Chicago.

### Las Principales Estrategias de Pinfra

Dentro de las principales estrategias de Pinfra destacamos los siguientes puntos: 1) **Promover y desarrollar** en conjunto con el Gobierno nuevas oportunidades de Infraestructura, a través de su amplia experiencia en proyectos; 2) **Gestionar los proyectos** desde la identificación de nuevas obras hasta la generación de flujos, pasando desde la etapa de licitación, la construcción, la supervisión y operación de la Concesión (superar la etapa de "ramp up"), hasta finalmente, la liberación de los flujos; 3) **Administrar el portafolio** actual de concesiones, lo cual le permite maximizar el retorno de Inversión, además de identificar nuevas oportunidades de proyectos; 4) **Diversificar su portafolio** en diferentes segmentos de negocio, ya que en los últimos 2 años además de participar en carreteras, la empresa ha incursionado en terminales portuarias y plantas de producción; 5) **Mantener una sana estructura financiera**, lo cual le permite aprovechar las futuras oportunidades de infraestructura (en este aspecto, Pinfra destaca respecto a sus comparables locales); y 6) **Adaptarse a las nuevas tendencias demográficas y económicas** en el país, lo cual le permitirá una mejor conectividad en las regiones en donde ya cuenta con presencia.

### Concesiones

El segmento de Concesiones presenta una participación a nivel de Ingresos y de Ebitda del total de Pinfra de 65.5% y 89.3% respectivamente. Dicha división se encuentra conformada por 19 Concesiones carreteras y 2 terminales portuarias. En particular al segmento de Concesiones, a nivel de Ingresos y de Ebitda, las Concesiones Carreteras representan el 85.2% y 91.1%, mientras que las Concesiones Portuarias representan el 14.8% y 8.9% restante.

Las **Concesiones carreteras** se encuentran clasificadas de la siguiente forma; 1) **Fibradas**: En esta división se encuentran 3 Concesiones Carreteras, las cuales representan una participación a nivel de Ingresos y de Ebitda del total de la empresa de 33.3% y 50.7% respectivamente; 2) **Bursatilizadas**: Este segmento considera 4 Concesiones de Autopistas, las cuales han presentado una participación de Ingresos y Ebitda de la emisora de 11.9% y 16.2%; y 3) **No Bursatilizadas**: En esta división se encuentran 13 Concesiones de Vías, las cuales representan una participación en Ingresos y Ebitda de la compañía del 10.6% y 14.5%. En la actualidad el Portafolio de Concesiones Carreteras de Pinfra, se encuentra compuesto por 28 Autopistas de peaje, un nivel que representa un incremento del 40.0% respecto al 2012, pasando a 28 desde 20 carreteras. En cuanto al total del **Tráfico Promedio Diario de Vehículos (TPDV)** de Pinfra, éste ha presentado una TCAC del 7.6% en los últimos 5 años.

### Clasificación de las Concesiones Carreteras en Pinfra

CLASIFICACIÓN	CONCESIONES	TPDV	VIGENCIA PROMEDIO	LONGITUD	UBICACIÓN
Bursatilizadas	Tenango - Ixtapan de la Sal Santa Ana - Altar Paquete Puebla Atlixco - Jantetelco Amería - Manzanillo	44,324	29 años	305.0 km	Edo. De México, Sonora y Puebla
No Bursatilizadas	Zitácuaro - Lengua de Vaca Morelia - Aeropuerto San Luis Colorado - Estación Dr. Tlaxcala - Puebla Tlaxcala - San Martín Texmelucan Paquete Michoacán Siglo XXI Viaducto Elevado Puebla La Raza - Indios Verdes - Sta Clara La Gloria - San Fernando Puente El Prieto Puente JOLOPO	79,999	27 años	662.4 km	Colima, Michoacán, Tlaxcala, Puebla, Sonora, Morelos, Cd. de México, Edo. de México, Nuevo León, Tamaulipas y Veracruz
Fibradas	México - Toluca Peñón - Texcoco Ecatepec - Peñón	155,367	33 años	89.0 km	Cd. de México y Edo. de México

Fuente: Información de la emisora

Nota: Los Ingresos de las Concesiones Fibradas, se distribuyen a Pinfra y otra parte a la estructura de la Fibra

### Concesiones Carreteras

La concesión carretera más importante para Pinfra es la **México – Toluca**, ya que esta presenta una participación a nivel de Ingresos y Ebitda del total de la empresa de 20.7% y 31.5% respectivamente. Ésta concesión representa una participación del total de TPDV del 34.4% (83.4 mil vehículos). Además, en los últimos 5 años dicho tráfico ha presentado una TCAC de 1.6%. Dicha vía cuenta con 4 carriles que recorren desde la Avenida Constituyentes y Reforma en la CDMX hasta el poblado de La Venta en el Estado de México, los cuales cuentan con una longitud de aproximadamente 19.0 km (México – Marquesa y el tramo Marquesa – Lerma). Esta concesión tiene vigencia hasta Julio del 2049, y hacia futuro, destacamos que será la vía principal que conecte a la Cd. de México con el nuevo proyecto del Aeropuerto en Toluca.

*En 2017, a través de las autopistas de Pinfra, circularon aproximadamente 102.0 millones de vehículos, el equivalente a 2.5x el parque vehicular en el país.*

*El promedio de vigencia de las concesiones de Pinfra es de 33 años, un nivel que resulta superior en +5 años respecto a sus competidores locales.*

*En los últimos 5 años, Pinfra a nivel de Carga de Contenedores ha presentado una TCAC de 5.1%*

*Las terminales portuarias en Altamira y Veracruz representan el 87.9% de la Carga Comercial del Golfo de México.*

En 2do. Lugar se encuentra la concesión de **Pirámides – Ecatepec - Peñón**, la cual ha presentado una participación en Ingresos y en el Ebitda de la emisora de 7.3% y 11.3% respectivamente. Dicha concesión representa el 13.2% del TPDV total de la compañía (36.0 mil carros), el cual en los últimos 5 años ha presentado una TCAC de 12.0%. Este proyecto se divide en 2 tramos carreteros (Pirámides – Ecatepec y Ecatepec – Peñón), los cuales consideran una longitud de 40.2 km de vía carretera y una Fecha de Vencimiento de la concesión hasta el año 2051.

Manteniendo una fuerte presencia en el Centro de México, en 3er. lugar se encuentra la Concesión de la **Autopista Peñón – Texcoco**. Dicha concesión ha mostrado una participación en cuanto a Ingresos y el Ebitda de Pinfra de 5.2% y 7.9% respectivamente. Esta carretera representa el 13.2% del Tráfico Promedio Diario de Vehículos de la empresa (36.0 mil automóviles). En los últimos 5 años, el TPDV de la autopista ha presentado una TCAC de 4.6%. Esta vía tiene una longitud de aproximadamente 15.6 km y una Fecha de Vencimiento para el año 2053.

En 4to. lugar se encuentra el **Paquete Puebla**, el cual presenta una participación en Ingresos y en el Ebitda de la emisora del 5.6% y el 9.5% respectivamente. Dicho paquete representa el 12.0% del TPDV total de la compañía (28.8 mil vehículos), el cual en los últimos 5 años ha presentado una TCAC de 3.4%. Esta concesión cuenta aproximadamente con 142.5 km de longitud, una vigencia hasta el año 2072 y considera 3 vías (la Virreyes – Teziutlán, la Vía Atlíxcáyotl y la Apizaco – Huauchinango).

Considerando las **15 Concesiones Carreteras restantes** del portafolio de Pinfra, éstas han presentado en cuanto a Ingresos y Ebitda de la emisora, el 15.1% y el 19.8% respectivamente. Dichas Concesiones presentan una participación en el TPDV de la empresa del 22.0% (59.0 mil carros). De estas concesiones, 12 se encuentran en operación y 3 de ellas se encuentran en una etapa de construcción (Siglo XXI, Viaducto La Raza – Indios Verdes – Santa Clara y La Gloria – San Francisco).

### Fibra E

La **Fibra E** es un fideicomiso de Inversión en Energía e Infraestructura, la cual presenta como principal objetivo para la empresa el recibir inversiones y/o monetizar su participación accionaria en proyectos, además de obtener ventajas fiscales y costos competitivos. En 2016 Pinfra constituyó FIBRA VIA (constituida solamente por carreteras), instrumento en el cual la emisora presenta una participación del 58.0%. A través de este instrumento, la empresa cede ciertos derechos y obligaciones al fideicomiso, como los derechos de cobro de peaje. De esta forma, Pinfra recibe los Ingresos a través de su participación en la Fibra E y desde la propiedad que mantiene en las vías.

### Concesiones Portuarias

Pinfra cuenta en su portafolio con 2 **Concesiones Portuarias** (Puerto de Altamira y el Puerto de Veracruz). En 2017, el puerto de Altamira procesó 230.7 mil contenedores que representaron el 46.1% de su capacidad total, además operó 727.2 mil toneladas de acero y 1,800 toneladas de carga general. En dicho periodo la emisora ganó la licitación para la construcción y operación de la Terminal de Carga en Veracruz. Un dato relevante es que la región donde se encuentran las 2 Terminales Portuarias de Pinfra, ha presentado en Transporte de Carga un crecimiento de +6.0%.

### Pinfra en Construcción

El segmento de Construcción en Pinfra presenta una participación del 28.0% de los Ingresos y el 7.2% del Ebitda total de la empresa. Como parte de su proceso a nivel de construcción, cabe señalar que Pinfra subcontrata a diferentes proveedores, lo cual le permite disminuir riesgos de construcción y al finalizar los proyectos le permite recibir las utilidades generadas por la obra (el diferencial del valor del activo y el costo de la Construcción). Las obras que se encuentran actualmente en una etapa de construcción son la autopista **Lerma - Las Torres**, la ampliación de **Tenango-Ixtapan de la Sal**, el **Libramiento del Paquete Michoacán**, el tramo **Pirámides-Texcoco** y el Libramiento de **Huejotzingo** en Puebla. Las que eventualmente entrarán en un proceso de Construcción son las carreteras **Monterrey-Nuevo Laredo** y la **Terminal del Puerto de Veracruz**.

### Pinfra en Plantas

Adicional a los negocios mencionados anteriormente, la empresa cuenta con una planta de asfalto dedicada a la producción de mezclas asfálticas utilizadas para pavimentar principalmente las carreteras de su portafolio. Cabe señalar que en 2017 la planta de asfalto produjo 592.4 mil toneladas de mezcla asfáltica, el cual representó el 42.3% de su capacidad máxima. En los últimos 12 meses éste segmento representó el 5.2% de los Ingresos y el 2.9% del Ebitda.

## Crecimiento interesante para 2019

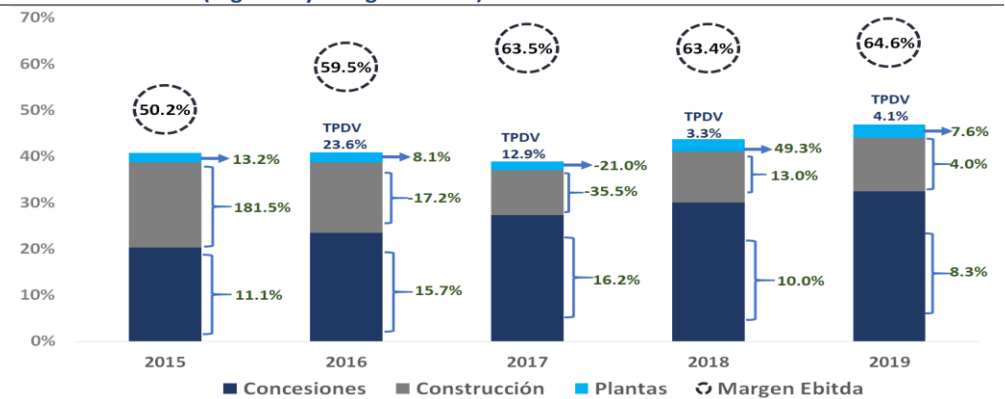
Los estados donde participa Pinfra, representan +60.% del parque vehicular en México.

### Crecimiento importante en Ingresos y Ebitda

Para 2019 esperamos un crecimiento en los Ingresos y en el Ebitda de 7.2% y 9.2% respectivamente. Dichas cifras son resultado de un incremento a nivel de Ingresos y de Ebitda en Concesiones de 8.3% y 8.5%, en Plantas de 7.5% y 8.0%, y en Construcción de 4.0% y 5.0% respectivamente. En particular, para las Concesiones Carreteras estimamos un aumento en el TPDV de 4.1%, además, un ajuste a nivel de tarifas (+/-) similar a la inflación (+3.8% estimado de inflación para finales de 2019). Nuestros estimados consideran un contexto económico conservador en México, donde estimamos un incremento en el PIB de 1.7%.

En cuanto al Margen Ebitda, esperamos que éste se ubique en 64.6%, un nivel que implicaría una expansión de +123pbs respecto al 2018, debido a una mayor liberación de flujo de Ingresos en el segmento de Concesiones respecto al año anterior, resultado de que algunas Concesiones Carreteras se encuentran en una etapa más avanzada de maduración, mientras que algunos Costos se mantienen fijos y los Gastos mantienen una estructura similar al año previo.

### Crecimiento 2019 (Ingresos y Margen Ebitda)



En la actualidad, en Pinfra el segmento de Concesiones se destaca por contar con un Margen Ebitda de 80.8%

Fuente: Estimados Monex e información de la emisora

### Construyendo el Futuro.

Adicional a nuestros estimados de crecimiento, hacia futuro consideramos los siguientes aspectos aditivos de valor en la empresa: 1) Un amplio portafolio de Concesiones en una etapa de Construcción, con una alta expectativa de generación de flujos en los próximos 5 años; 2) La posibilidad de establecer sinergias a través de las asociaciones Público-Privadas, lo cual le permitirá a la empresa de manera individual o ajena a la inversión del Gobierno establecer nuevos proyectos de Infraestructura; 3) La expectativa del actual Gobierno de realizar durante éste sexenio, 364 procesos de licitación para el mantenimiento de +40,000kms de vialidades en el país; y 4) Un eventual Plan Maestro de Desarrollo, el cual podría presentar una alta expectativa en cuanto a nuevos proyectos en Infraestructura. Un dato a destacar es que durante el sexenio previo, se estimó una inversión en el sector de Infraestructura 2.0x superior a los presentados en sexenios anteriores (aspecto que favoreció a las empresas del sector privado).

### Pinfra, Ganador en el NAIM

Previo a la cancelación del aeropuerto en Texcoco, la empresa mantenía sinergias a través de la autopista Peñón – Texcoco, la cual recibiría la afluencia vehicular que provendría de la Ciudad de México hacia el complejo ubicado en Texcoco. Posterior a la cancelación, la emisora podría compensar éste escenario adverso a través de las siguientes conexiones que presenta desde la Cd. de México hacia los complejos de Toluca y Santa Lucía; 1) La carretera **Peñón – Texcoco**, la cual mantendrá el flujo vehicular que transita de Texcoco hacia el AICM; 2) La vía **La Raza - Indios Verdes - Santa Clara** (carretera clave), la cual recibirá el Tráfico Vehicular que circule hacia el complejo ubicado en Santa Lucía; y 3) La autopista **México – Toluca**, la cual servirá para trasladarse desde la Ciudad de México al aeropuerto en Toluca.

En los últimos 5 años, el Ebitda de Pinfra ha presentado una TCAC de +15.5%.

## Sana Estructura Financiera

*El apalancamiento de Pinfra, se podría mantener en niveles mínimos, debido a la alta generación de flujo de sus principales Concesiones Carreteras.*

### Deuda

En la actualidad Pinfra presenta una sana estructura financiera, ya que su razón de apalancamiento DN/Ebitda se ubica en un nivel de -2.6x, métrica que resulta inferior respecto al promedio del Sector Internacional de 2.7x. Respecto a su historia de los últimos 3 años, la emisora también presenta un bajo nivel de apalancamiento. En la actualidad la empresa mantiene el 59.5% de la Deuda Total de la compañía en Udis y el 40.5% en Pesos. Es importante mencionar que Pinfra mantiene un elevado nivel de liquidez, lo cual le permitirá participar eventualmente en nuevos proyectos, además de mantener un bajo nivel de apalancamiento.

### Rentabilidad

En términos de ROIC la emisora presenta un nivel de 11.8%, el cual resulta superior respecto a su comparable local y al promedio Internacional de 10.9% y 10.4% respectivamente, derivado principalmente de un menor nivel en cuanto a los gastos financieros de la empresa como consecuencia de su posición actual de liquidez. En relación al ROE, la emisora presenta un nivel de 13.8%, el cual resulta ligeramente inferior respecto a sus comparables nacionales e internacionales, no obstante, consideramos que se muestra a niveles competitivos. En cuanto a dividendos, en los últimos 3 años el monto que la empresa ha destinado para el pago a sus accionistas ha presentado una TCAC de 71.3%. En el último año la empresa ha presentado un "Dividend Yield" de 3.53%.

*Pinfra presenta un ROIC de 11.8%, el cual resulta superior en 1.1x respecto a sus comparables internacionales*

Comparativo Sectorial PINFRA							
Empresa	Pais	DN/Ebitda	Ebitda/G. Financieros	AT/PT	PT/CC	ROE	ROIC
Bangkok	Tailandia	7.1x	5.2%	1.5	1.9	10.2%	4.7%
Ansaldo	Italia	-2.4x	23.4%	1.6	1.7	9.2%	12.3%
Taiwan High	China	8.5x	4.2%	1.2	5.3	8.6%	3.9%
Jasa Marga	Indonesia	3.8x	5.7%	1.3	3.0	15.3%	6.4%
CCR	Brasil	2.9x	3.5%	1.4	2.3	20.1%	10.8%
Ecordovias	Brasil	2.7x	4.2%	1.1	11.7	20.0%	11.7%
Lingkaran	Malasia	0.9x	6.4%	1.7	1.5	19.7%	12.8%
Nusantara	Indoneasia	2.3x	2.7%	2.9	0.5	2.0%	3.8%
Stalexport	Polonia	-1.1x	14.4%	2.3	0.8	15.8%	26.2%
Mep Infra	India	2.2x	1.9%	1.0	20.5	22.3%	11.7%
<b>Internacionales</b>		<b>2.7x</b>	<b>7.2%</b>	<b>1.6</b>	<b>4.9</b>	<b>14.3%</b>	<b>10.4%</b>
Aleatica	México	1.4x	4.0%	2.6	0.6	14.6%	10.9%
<b>Locales</b>		<b>1.4x</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.6</b>	<b>0.6</b>	<b>14.6%</b>	<b>10.9%</b>
<b>Pinfra</b>	<b>México</b>	<b>-2.6x</b>	<b>9.8%</b>	<b>4.9</b>	<b>0.3</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.8%</b>

Fuente: Bloomberg

## Riesgos

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

- Un entorno económico local e internacional desfavorable podría llevar a Pinfra a disminuir sus expectativas de crecimiento en cuanto al Tráfico Promedio Diario, lo cual reflejaría una disminución en sus ingresos.
- Un menor gasto del Gobierno en Infraestructura podría disminuir la participación de la empresa en nuevos proyectos.
- Modificaciones a los presupuestos destinados a Infraestructura en el país podría afectar directamente al sector de la construcción, ya que dicho sector resulta el más vulnerable a recortes presupuestales.
- La apertura en el país hacia nuevas empresas podría implicar una menor participación de Pinfra en nuevos proyectos

*Para Pinfra, el desabasto de gasolina no representa un riesgo en el Corto Plazo.*



Pinfra tiene un peso aproximado en el S&P BMV IPyC de 1.4%

- Retrasos en la construcción de las autopistas concesionadas podría retrasar la generación de flujo.
- Existe una alta concentración en los Ingresos de la empresa, ya que actualmente dependen en más de 20.0% de una sola concesión (México – Toluca).
- La construcción del Tren Interurbano México – Toluca, podría implicar una reconfiguración del aforo vehicular en las autopistas de la Concesión México - Toluca.
- Cambios en las disposiciones aplicables al establecimiento y ajustes de las tarifas máximas de peaje, podría no garantizar la rentabilidad de las carreteras.
- Modificaciones al marco regulatorio a nivel federal, estatal y municipal podrían implicar un nivel de rentabilidad menor al esperado.
- Un eventual escenario ante el rescate o revocación de las Concesiones por parte de las autoridades, podría no garantizar que la empresa reciba el valor de su inversión.

## Otros

Otros aspectos a destacar para Pinfra son:

- La composición accionaria está compuesta por la Familia Peñaloza 43.7% y un free Float de 56.3%.
- Pinfra tiene un “peso” aproximado en el S&P BMV IPyC de 1.4%.
- En los últimos 10 años el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 1,163.0%.
- La empresa cuenta con acciones serie L (PINFRAL), las cuales son nominativas, de voto limitado y sin expresión de valor nominal.

En los últimos 13 años, el precio de la acción ha presentado un rendimiento de 3,645.0%.

## Estados Financieros

Estado de Resultados				
Montos (Millones de pesos)	2017	2018E	2019E	2019E
Ingresos Totales	10,008	11,260	12,068	7.2%
Resultado operativo	5,929	6,679	7,295	9.2%
Ebitda	6,353	7,139	7,799	9.2%
Utilidad Neta	4,433	4,685	5,197	10.9%
Margen Operativo	59.2%	59.3%	60.5%	1.2%
Margen Ebitda	63.5%	63.4%	64.6%	1.2%
Margen Neto	44.3%	41.6%	43.1%	1.5%

Fuente: Estimados Monex

Balance General		
Montos (Millones de pesos)	2017	3T18
Activo Total	\$ 49,930	\$ 53,236
Activo Circulante	\$ 24,363	\$ 26,687
Activo No Circulante	\$ 25,567	\$ 26,549
Pasivo Corto Plazo	\$ 3,027	\$ 5,006
Pasivo Largo Plazo	\$ 4,506	\$ 5,898
Pasivo Total	\$ 7,533	\$ 10,904
Capital Contable	\$ 42,398	\$ 42,331

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>
Marcos Daniel Arias Novelo	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 4186	<a href="mailto:mdariasn@monex.com.mx">mdariasn@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:bicolinf@monex.com.mx">bicolinf@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>
José Enrique Estefan Cassereau	Analista Bursátil Jr.	T. 5230-0200 Ext. 0637	<a href="mailto:jeestefanc@monex.com.mx">jeestefanc@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