

GAP

Sobrevolando el 2012

Reiniciamos la Cobertura de Gap con Recomendación de Mantener

Gap es el primer grupo aeroportuario en términos de tráfico de pasajeros (20.2m. en '11) en México. El grupo tiene la concesión para operar, mantener y desarrollar 12 aeropuertos, principalmente en la región del Pacífico del país: Guadalajara (35.6% del total de pasajeros), Tijuana (17.3%), Los Cabos (13.9%), Puerto Vallarta, (12.5%), Hermosillo (5.9%), Guanajuato (4.2%), La Paz (2.7%), Mexicali (2.4%), Morelia (1.9%), Aguascalientes (1.6%), Los Mochis (1.0%) y Manzanillo (0.8%). En 2010, los 5 primeros aeropuertos mencionados se encontraron dentro de los 10 más concurridos de México.

Menor Turbulencia en el Sector

En los últimos años, el sector aeroportuario ha enfrentado dificultades tanto internas como externas, pero consideramos que las perspectivas mejoran este año y permitirán que Gap tenga una recuperación de su tráfico de pasajeros, que es su principal motor de ingresos. Estimamos una TCAC 2010-2015e de 3.5% en el tráfico de pasajeros, basados en: 1) Sólido crecimiento en la economía mexicana, de 3.5% este año y 3.0% en 2013, que la diferencia de mercados desarrollados con menor dinamismo estimado y que apoyará el tráfico doméstico, de mayor peso para Gap (64.6% en '11); 2) Aperturas de rutas, aumento de frecuencias y expansión de flotas por parte de diversas aerolíneas; 3) Mayor movilidad de pasajeros en avión. La Organización de Aviación Civil Internacional ("OACI") dijo que en '11 los pasajeros en avión crecieron 5.1% vs. 5.3%e en julio. Estima alzas de 6.2% y 6.1% para '12e y '13e, respectivamente; y 4) El crecimiento estimado en el Turismo Mundial en '12 es de 3-4%e por la Organización Mundial del Turismo (OMT) vs. 4.4% '11. No obstante, el desarrollo de la economía en EU y la volatilidad en el precio del petróleo ante recientes tensiones geopolíticas que involucran productores importantes del crudo a nivel mundial (Irán y Nigeria) son claves para la industria y son temas a monitorear en los próximos meses.

Diversificación de Pasajeros y Los Mejores Márgenes del Sector

Una fortaleza que caracteriza a Gap es tener el portafolio mejor diversificado de aeropuertos en cuanto a número de pasajeros y por tipo de destino (regional, metrópoli y turismo). Para 2012, estimamos incrementos en sus Ingresos (Ex INIF) de 7.3%, con un aumento en su tráfico total de pasajeros de 4.0% (2.6% en el tráfico nacional y 4.9% en el internacional, continuando con la tendencia de los últimos meses). Por otro lado, derivado del esfuerzo del control de costos de la compañía, prevemos un crecimiento de 8.0% en el Ebitda y estabilidad en su Margen Ebitda al pasar de 65.6% '11e a 65.9% '12e, de manera que la compañía seguirá siendo la de mejor margen del sector en el país.

Generador de Efectivo y Atractivo Dividend Yield (PU5a. de 4.9%)

Es importante resaltar que una característica importante del grupo es la alta generación de efectivo, lo cual ha permitido a Gap pagar dividendos con un atractivo rendimiento promedio de 4.9% en los U5a. La acción cuenta con una bursatilidad alta ocupando el lugar 27 y tiene un peso en el IPC de 0.93%.

Precio Objetivo 2012e de \$52.0 pesos

Por el método DCF, el PO obtenido es de P\$56.5. Por múltiplos, Gap cotiza a un múltiplo FV/Ebitda de 11.0x U12m, con un premio de 9.9% respecto a su PU5a. de 10.0x. Asumiendo un crecimiento en Ebitda '12e de 8.0% (A/A) y un múltiplo objetivo de 9.5x (-13.0% vs. el promedio actual de la muestra del sector de 10.9x, a pesar de mostrar mejores márgenes Ebitda 51.3% vs. 46.6%), el PO obtenido es de P\$47.5. El promedio de ambos métodos de valuación nos arroja un PO 2012e de P\$52.0 y ofrece un rendimiento potencial de 5.4%.

Riesgos

Los riesgos que consideramos más relevantes de Gap son: 1) Sensibilidad a cualquier menor crecimiento económico en México y EU; 2) Volatilidad en precio del petróleo; 3) Salida de aerolíneas del mercado; 4) Desinversión de Gmexico en Gap; 5) Huracanes; 6) Inseguridad en el país; y 7) Revocación de concesión.

Reinicio de Cobertura

2 de Febrero de 2012

MANTENER

Precio Objetivo (2012 P\$):	52.00
Rendimiento Potencial :	5.4%
Precio Objetivo ADS :	45.21

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixe.com.mx
5268-9000 ext. 48066

Datos Básicos de la acción al 1 de Febrero de 2012

Precio Actual (P\$)	49.32
Precio ADS (USD\$)	38.07
Acciones por ADS	10
Dividendo (retorno)	3.9%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	50.66 - 44.41
Valor de mercado (USD\$ m)	2,146
Acciones en circulación (m)	561
% entre el público	85.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	29.5

Resultados

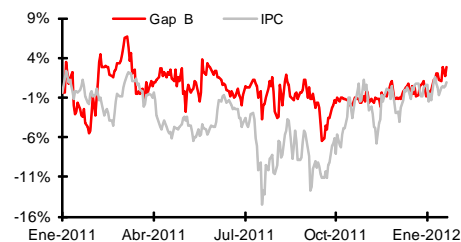
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	4,374	4,953	4,959	4,899
Utilidad Operativa	1,559	1,602	1,744	1,918
EBITDA	2,439	2,532	2,733	2,971
Margen EBITDA	55.8%	51.1%	55.1%	60.6%
Utilidad Neta	1,500	1,343	1,345	1,457
Margen Neto	34.3%	27.1%	27.1%	29.7%
Activo Total	28,889	29,035	29,597	30,284
Disponibles	2,349	2,096	2,263	2,938
Pasivo Total	2,218	2,818	2,897	2,978
Deuda	1,309	1,763	1,763	1,763
Capital	26,671	26,217	26,700	27,306

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	11.3x	10.7x	9.8x	8.8x
P/U	20.4x	19.7x	18.2x	16.4x
P/VL	1.1x	1.0x	1.0x	1.0x
ROE	5.1%	5.1%	5.4%	5.8%
ROA	5.2%	4.7%	4.6%	4.9%
EBITDA/Intereses	-42.3x	-17.6x	-17.3x	-17.8x
DeudaNeta/EBITDA	-0.5x	-0.2x	-0.3x	-0.5x
Deuda/Capital	0.0x	0.1x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Gap —Criterios Fundamentales

	Positivo	Neutral	Negativo
PERSPECTIVA SECTORIAL	<ul style="list-style-type: none"> • Altas barreras de entrada: permisos gubernamentales e inversión sustancial y de largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Estacionalidad. Sector sujeto a fluctuaciones por temporadas. Mayor demanda en periodos vacacionales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Altos precios del petróleo, que deriva en aumento de la turbosina, que significa mayores costos para aerolíneas (25%-40% de los costos totales de las aerolíneas), mayores precios de boletos de avión y menor demanda de transportación aérea.
-NEUTRAL	<ul style="list-style-type: none"> • 14 de cada 100 personas aprox. en el mundo serán turistas en 2012 y aumentarían a 21 para 2030. • México es el décimo destino turístico a nivel mundial con aprox. 22.6m. de visitantes extranjeros en 2010. • Acuerdo Nacional del Turismo (avance del 45%) en pro del objetivo de gobierno: México como 5to. destino turístico del mundo en el 2018. • La industria es monopolio natural, capaz de fijar precios no regulados y de llegar al máximo de las tarifas reguladas. • Continuo plan de expansión de aerolíneas nacionales en los próximos años. • Vuelos anuales en México per cápita de 0.4 vs. 1.3 a nivel mundial. • México posee el mayor número de aeropuertos después de EU y Brasil en el continente americano. • En 2011, la OACI dijo que pasajeros en avión crecieron 5.1% vs 5.3% 	<ul style="list-style-type: none"> • OMT: Turismo creció 7% en 2010. Crec. '11e de 4.4% y '12e de 3-4%. • Con el PNI 2007-2012 se planean construir al menos 3 aeropuertos y ampliar otros 31. • México, principal destino de turistas de EU, participación de mdo. de 16.5%. • México ocupa el lugar 10 respecto a sus recursos nacionales a nivel mundial. • México ocupa el lugar 81 de 139 países respecto al número de aeropuertos por cada millón de hab. • México ocupa el lugar 26 de 139 países, respecto al número de aerolíneas que operan en el país. • Potencial de crecimiento en infra. de transporte aéreo y Turismo: México lugar 47 y 43 de 139 países, respectivamente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Salida de aerolíneas del sector (Ej. Grupo Mexicana). • Desaceleración en EU podría disminuir los pasajeros internacionales que vuelan a nuestro país (de EU proviene el 70-75% del turismo extranjero). • Ataques terroristas desincentivan el uso de avión como medio de transporte. • Conflictos internacionales, epidemias o inseguridad podrían significar otros riesgos importantes para la industria aérea. • Riesgo de otra degradación de nivel de seguridad aérea mexicana por parte de EU que impediría la apertura de nuevas rutas ha dicho país.
PERSPECTIVA INDIVIDUAL	<ul style="list-style-type: none"> • Opera 12 aeropuertos en el Pacífico mexicano, incluyendo a 5 de los 10 aeropuertos más grande del país, atendiendo el año pasado a cerca de 22 millones de pasajeros. • Gap cuenta con un portafolio diversificado de aeropuertos, en ciudades importantes, destinos turísticos atractivos y ciudades metropolitanas en crecimiento. • 2012e: +7.3%e Ingresos (Aeronáuticos y no Aeronáuticos) y +8.0%e Ebitda • Flujo de efectivo permite realizar sus inversiones de capital y pagar dividendos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Puerto Vallarta-Riviera Nayarit sede del Tianguis Turístico 2012. • Ingresos sujetos a tarifa regulada en 2010 fueron el 99.9% del monto al que tenía Gap derecho a percibir (eficiencia). • 28 aerolíneas operaron en los aeropuertos del grupo en 2010. • De Ingresos Ex INIF 17: 79% son regulados y 21% no regulados. • Gap podría participar en la licitación de nuevos aeropuertos en México, incluyendo el de la Riviera Maya. 	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgos de huracán en la zona del Pacífico. (En 2011, se presentaron 10 huracanes en el Pacífico). • El tráfico doméstico sigue mostrando cierto rezago en relación al crecimiento de la economía mexicana. • La salida de Grupo Mexicana afectó el tráfico de pasajeros del grupo. Gap ha recuperado aprox. el 60% de la oferta que dejó Grupo Mexicana.
-POSITIVA			
RENTABILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> • Mejores márgenes que el promedio del sector internacional (51.3% Ebitda) 	<ul style="list-style-type: none"> • Estabilidad en márgenes '12e (Vtas. Ex INIF): 42.1% Operativo y 65.9% Ebitda. 	<ul style="list-style-type: none"> • ROE de la empresa de 5.0% '12e.
-POSITIVA			
MERCADO	<ul style="list-style-type: none"> • El 64.6% de los pasajeros de Gap fueron nacionales en los U12m. El restante son internacionales (35.4%). • En 2010, 91.0% de pasajeros intls. de Gap viajaron en vuelos de o hacia EU. 	<ul style="list-style-type: none"> • Impacto mixto por fluctuación de tipo de cambio: depreciación del peso afecta costos de viaje de pasajeros nacionales, pero tiene efecto positivo en ingresos comerciales y aeronáuticos; por otro lado, una apreciación afecta los costos de pasajeros intls. y con efecto negativo en los ing. comerciales y aeronáuticos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Desaceleración de la economía mexicana y/o de la de EU afectaría el tráfico de pasajeros del grupo. • Una devaluación del peso podría resultar que exceda las tarifas máx., y ocasionar la revocación de concesiones.
-POSITIVA			
ESTRUCTURA FINANCIERA	<ul style="list-style-type: none"> • Sana estructura financiera con una razón Deuda Neta/Ebitda actual y '12e de -0.3x. • Al 3T11, contaba con efectivo e inversiones temporales de \$1,964mdp. 	<ul style="list-style-type: none"> • La empresa ha buscado mejorar su estructura financiera adquiriendo cerca de P\$1,575m. de deuda recientemente. 	
-POSITIVA			
VALUACION	<ul style="list-style-type: none"> • Valuación por DCF muestra un descuento de 17.7% y PO '12e de P\$56.5. • Múltiplo P/VL actual (1.1x) es -51.4% respecto al promedio del sector (2.2x). 	<ul style="list-style-type: none"> • La acción cotiza a un múltiplo FV/Ebitda de 11.0x, 9.9% mayor al PU5a. (10.0x). • Precio de la acción ha variado 4.3% (12m) vs. 0.2% del IPC. 	<ul style="list-style-type: none"> • Con un crecimiento en Ebitda '12e de 8.0% y un múltiplo FV/Ebitda objetivo de 9.5x, el PO '12e resultante es de P\$47.5.
-NEUTRAL			
BURSATILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> • Bursatilidad alta (lugar 27, de acuerdo al Ind. de Bursatilidad de dic. de la BMV). 	<ul style="list-style-type: none"> • El Float es del 85%. • Tiene un peso de 0.93% en el IPC. 	
-POSITIVA			
OTROS	<ul style="list-style-type: none"> • La administración de la compañía cuenta con los lineamientos de gobierno corporativo. • Política de pago de dividendos. El Div. Yield ha sido históricamente atractivo (PU5a. de 4.9%). 	<ul style="list-style-type: none"> • Cuenta con certificaciones ISO 9001 (Calidad) y en proceso de implantación de Certificación de Industria Limpia (ISO 14001). • Empresa Socialmente Responsable. 	<ul style="list-style-type: none"> • Conflicto entre accionistas de control del grupo (al parecer ya resuelto) ha afectado el precio de la acción de Gap. • Conflicto legal con Gmexico por su tenencia de acciones mayor a la permitida por lo estatutos de Gap.
-POSITIVA			

Valuación y P.O. de P\$52.0

Nuestro precio objetivo 2012e se obtuvo a través del promedio aritmético de los precios objetivos de 2 métodos de valuación: 1) Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO '12e de P\$56.5); y 2) Múltiplos (PO '12e de P\$47.5). De esta forma, el Precio Objetivo 2012e se ubica en P\$52.0, representado un rendimiento potencial de 5.4% respecto al precio actual (P\$49.3).

Valuación por DCF

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido 2012e es de P\$56.5. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.50%; Costo promedio de la deuda de 7.5%; Beta de 0.88; Bono de largo plazo (10a.) de EU (1.91%); Riesgo país de 1.95%, un premio por riesgo mercado de 5.50% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.0%. Nuestros resultados nos mostraron un descuento del grupo de 17.7% respecto a su Valor de Mercado Actual, y muestra un rendimiento potencial de 14.6% vs. su precio actual (pesos). El decremento en el flujo de efectivo 2015e prevemos se dará ante mayores montos de inversión en el comienzo del Programa Maestro de Desarrollo (PMD) 2015-2019 de Gap.

Comparativo Sectorial

Gap cotiza actualmente a un múltiplo actual FV/Ebitda 12m de 11.0x, que representa un premio de 9.9% respecto a su promedio de los U5a. y un premio de 1.1% respecto al promedio del múltiplo de una muestra de compañías comparables internacionales y mexicanas (10.9x). Así mismo, Gap cotiza a un múltiplo FV/Ebitda 2012e de 9.8x, que significa un premio de 2.3% respecto al promedio de la muestra del sector 2012e (9.6x). Cabe señalar que el margen operativo de la compañía se encuentra ligeramente por arriba del promedio de la muestra, mientras que el margen Ebitda es notablemente superior al promedio de la misma.

Valuación por Múltiplos

Asumiendo un crecimiento en Ebitda '12e de 8.0% y suponiendo que el inversionista esté dispuesto a pagar un múltiplo de 9.5x (que representa un descuento de 13.0% respecto al promedio del sector actual de 10.9x), el Precio Objetivo obtenido 2012e es de P\$47.5, que representa una variación de -3.7% en relación a su precio actual. Dicho múltiplo objetivo (9.5x) representa un descuento de 5.4% respecto a el PU5a. de la compañía en 10.0x y hay que tomar en cuenta que Gap tiene el mayor margen en Ebitda respecto al promedio de la muestra del sector (51.3% vs 46.6%, respectivamente), así como un atractivo pago de dividendos (rendimiento PU5a. de 4.9%) y un menor riesgo de conflicto entre sus socios estratégicos al firmar un acuerdo que al parecer pone fin a sus diferencias.

Gap-DCF (millones de dólares)

Concepto	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Perpetuidad
Flujo Libre de Efectivo	107	150	180	155	170	184	3,467
VPN de los Flujos	2,572						Acciones en Circulación (mill.) 561
(-) Deuda Neta	-36						P\$ USD/ADS
Valor DCF	2,608				PO DCF	56.5	45.2
Market Cap. Actual	2,146				Precio Actual	49.3	38.1
Descuento %	-17.7%				Rendimiento Potencial	14.6%	18.8%

*Fuente: Banorte-Ixe, TC (US\$ / MXP) 2012e: 12.50.

Gap – Comparativo Sectorial Internacional (millones de dólares)

Empresa	País	Mkt. Cap.	Vtas U12M	Ebitda U12M	Mg. Op. U12M	Mg. Ebitda U12M	FV/Ebitda U12m	FV/Ebitda '12e (x)	P/VL (x)
Kobenhavns Lufthavne	Dinamarca	3,086	583	297	35.2%	51.0%	12.5x	10.6x	6.2x
Auckland Intl.	Nueva Z.	2,741	315	232	58.7%	73.7%	15.5x	13.9x	1.3x
Airports of Thailand	Tailandia	2,448	926	487	25.2%	52.6%	7.5x	7.2x	1.1x
Flughafen Zuerich AG	Suiza	2,336	976	511	30.4%	52.4%	6.6x	6.5x	1.2x
Malaysia Airports	Malasia	2,059	792	258	25.9%	32.6%	10.1x	10.2x	1.8x
Tav Havalimanlari	Turquía	1,717	1,105	254	12.8%	23.0%	13.8x	9.5x	2.7x
Prom. Intl.		2,398	783	340	31.36%	47.55%	11.0x	9.6x	2.4x
Asur	México	2,038	339	182	44.9%	53.6%	10.8x	9.5x	1.7x
Oma	México	761	235	79	25.4%	33.8%	10.6x	9.6x	1.7x
Prom. México		1,400	287	130	35.2%	43.7%	10.7x	9.6x	1.7x
Prom. General		2,148	659	288	32.3%	46.6%	10.9x	9.6x	2.2x
Gap	México	2,146	373	191	32.5%	51.3%	11.0x	9.8x	1.1x
Gap vs. Prom. Gral.							1.07%	2.25%	-51.34%

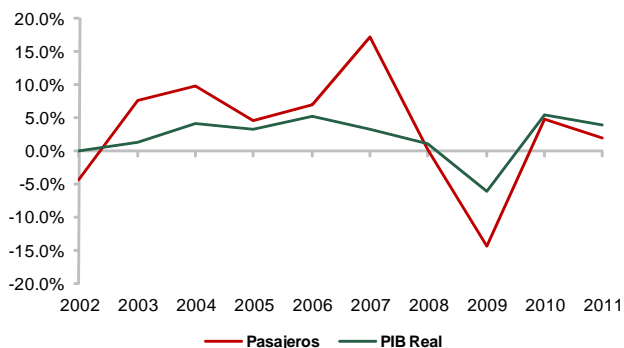
Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg (01/02/12).

Sector Aeroportuario

La industria de los aeropuertos en México se caracteriza por contar con aspectos favorables. Existe un marco regulatorio de largo plazo y claro que otorga transparencia, así como visibilidad a los ingresos de los grupos aeroportuarios, a través de un sistema tarifario que fomenta la inversión y otorga seguridad a los inversionistas. Dicho marco protege a los aeropuertos de la competencia, conformándose como monopolios naturales, capaz de fijar precios no regulados y de llegar al máximo de las tarifas reguladas y tener altas barreras de entrada. Por otro lado, los grupos aeroportuarios privados se obligan a realizar inversiones de capital en sus aeropuertos bajo los PMD de cada uno, los cuales se efectúan de manera quinquenal.

El sector aeroportuario está ampliamente ligado con la evolución de la economía y presenta una estacionalidad muy marcada—fluctuaciones por temporadas, con mayor demanda de pasajeros en periodos vacacionales.

Evolución Pasajeros (Gpos. Aeroportuarios) vs. PIB Real
(var. % anual)



Fuente: Banorte-Ixe / PIB 2011 de 4.0%e (Análisis Económico)

En México, después del boom en el sector en el 2007, el sector aeroportuario y la aviación han enfrentado diversas situaciones adversas, tales como la crisis y los altos precios del petróleo en 2008, el virus de la Influenza AH1N1 en 2009, la desaceleración económica mundial, la degradación a la aviación mexicana a Categoría II en julio de 2010 (regresó a Categoría I en diciembre de 2010), por parte de la Administración Federal de Aviación de EU y la suspensión de operaciones de algunas aerolíneas—principalmente la de Grupo Mexicana en agosto de 2010. Asimismo, eventos internacionales recientes han ocasionado fuertes incrementos en los precios del petróleo y de la turbosina, con impacto negativo para las aerolíneas (mayores costos) y para los grupos aeroportuarios, ya que ocasiona que las aerolíneas opten por reducir sus frecuencias (menor tráfico de pasajeros) y/o aumenten el precio de sus boletos afectando la demanda de pasajeros. Por último, el tema de un creciente clima de inseguridad en el país afecta el tráfico de pasajeros de los grupos aeroportuarios.

La industria en México depende primordialmente del comportamiento económico de México y de EU, ya que en éste último se origina el 70-75% del turismo extranjero hacia nuestro país. Actualmente, la economía mexicana y la estadounidense (en menor medida) se encuentran en una fase de recuperación. De acuerdo a nuestro departamento de análisis económico, en 2011 México habría crecido cerca de 4.0% y EU 1.7%, y las expectativas de crecimiento para 2012 son de 3.5% y 2.2%, respectivamente. Adicionalmente, es importante destacar las acciones de diversas aerolíneas con

aperturas de rutas, aumento de frecuencias y expansión de flota, incrementando la oferta de asientos en el sector que se vio afectada ante la salida del mercado de Grupo Mexicana en agosto 2011.

A nivel mundial, la OACI señaló que en 2011 los pasajeros en avión crecieron 5.1% vs. 5.3%e en julio pasado. Asimismo, sus estimaciones para 2012 y 2013 son de un alza de 6.2% y 6.1%, respectivamente.

Por otro lado, el turismo que contribuye directamente al crecimiento de la industria aeroportuaria seguirá con una tendencia positiva (aunque en menor proporción). La OMT estima que para el 2012 el turismo mundial crezca entre 3-4% (vs. 4.4% en 2011). Actualmente se espera que aprox. 14 de cada 100 personas en el mundo serán turistas en 2012 y para 2020 el porcentaje aumente 21%.

En México, el turismo es un sector que apoya el crecimiento de la economía, representando aprox. el 9% del PIB. Nuestro país se encuentra dentro de los 10 primeros destinos turísticos a nivel mundial con 22.6 millones de visitantes extranjeros y es primer lugar en visitantes e ingresos de Latinoamérica y el Caribe.

El gobierno federal firmó en 2011 el Acuerdo Nacional del Turismo. La Secretaría de Turismo ("Sectur") informó que a octubre, se llevaba un 45% de avance de las metas planeadas (101 acciones comprometidas) de dicho acuerdo. Algunos de los principales avances son: La Secretaría de Hacienda y Crédito Público asignó P\$630m. de créditos en materia de apoyo a proyectos turísticos rurales, la Secretaría de Economía invirtió más de P\$85m. en diversos programas para beneficiar a más de 4,800 micro, pequeñas y medianas empresas turísticas, la Sectur capacitó 57,000 prestadores de servicios turísticos, la Secretaría de Comunicaciones y Transportes impulsó la firma de convenios de aviación con Turquía y Canadá y estarían por celebrarse convenios con Rusia, Letonia y Venezuela.

Dichas acciones forman parte del objetivo de que México pase de ser el décimo (actual) destino turístico a nivel mundial al quinto destino para el 2018. Cabe señalar que México posee el mayor número de aeropuertos después de EU y Brasil en el continente; sin embargo, existe un rezago en los vuelos per cápita del país (0.4 vuelos/año vs. 1.3 a nivel mundial), lo que a su vez representa un potencial de crecimiento en el sector y pasaje aéreo.

Tomando en cuenta lo anterior, se prevé un mejor panorama para el sector, pese a ciertos riesgos como la evolución de la economía de EU y la volatilidad en los precios del petróleo, con más claridad en el mediano y largo plazo apoyado por la recuperación en la economía nacional (mayor dinamismo estimado a comparación de mercados desarrollados) y en menor medida en la estadounidense, la recuperación de la oferta que dejó Mexicana en el mercado por parte de diversas aerolíneas, así como un continuo y más grande crecimiento en el sector turístico de nuestro país.

Descripción de Gap

Gap es el grupo aeroportuario más grande del país en cuanto al número de pasajeros, atendiendo en 2011 a 20.2m. El grupo fue constituido en 1998 como parte de los planes del gobierno mexicano para la privatización del sistema aeroportuario mexicano. La SCT otorgó a Gap la Concesión de 50 años a partir del 01/11/98, para administrar, operar y explotar 12 aeropuertos en la región Central y del Pacífico de México que se encuentran bien diversificados en cuanto a tamaño y por tipo de pasajeros. Opera en 2 ciudades metropolitanas: Guadalajara y Tijuana; en 4 destinos turísticos: Los Cabos, Puerto Vallarta, La Paz y Manzanillo; así como en algunas ciudades de tamaño mediano como: Hermosillo, Guanajuato, Mexicali, Morelia, Aguascalientes y Los Mochis. Es importante señalar que Gap opera 5 (Guadalajara, Tijuana, Los Cabos, Puerto Vallarta y Hermosillo) de los 10 aeropuertos más grandes en México. En el 2011, el 64.6% del tráfico de pasajeros total fueron nacionales y el 35.4% fueron internacionales.

Mexicanos del Pacífico, S.A. de C.V. ("AMP"), un grupo formado por Aena Desarrollo Internacional, S.A. ("AENA Internacional", subsidiaria de AENA, principal operadora de aeropuertos del gobierno español), Controladora Mexicana de Aeropuertos, S.A. de C.V. ("CMA"); y DCA, subsidiaria de Abertis Infraestructuras, S.A. ("ABERTIS", un operador de infraestructura europeo), en donde cada uno tiene el 33.33% de las acciones de control, serie BB, de Gap (15% del capital). Por otro lado, Gap también se obliga a realizar inversiones de capital en sus aeropuertos bajo el PMD que se lleva a cabo y efectúa de manera quinquenal. En el PMD actual de Gap 2010-2014 las inversiones son las siguientes (actualización al 31/12/10): P\$712m. 2010, P\$1,153m. 2011, P\$695m. 2012, P\$430m. 2013 y P\$262m. 2014.

Adopción de la INIF 17

En 2010, Gap adoptó la regla contable INIF 17 ("Contratos de Concesión de Servicios"), indicando el siguiente efecto como el principal en su estado de resultados: Contabilizar los ingresos y gastos relacionados a las adiciones y mejoras en los activos concesionados en las cuentas de ingresos por

Gap-Aeropuertos

Aeropuerto	Pasajeros (000)	% del Total	Descripción de Aeropuerto
Guadalajara	7,201,700	35.6%	2da ciudad más grande de México con 5 millones de habitantes.
Tijuana	3,500,800	17.3%	Importante centro manufacturero cercano a la frontera con EU.
Los Cabos	2,807,000	13.9%	Atractivo centro turístico con amplio potencial de crecimiento.
Puerto Vallarta	2,535,900	12.5%	Atractivo centro turístico maduro con potencial de crecimiento.
Hermosillo	1,200,900	5.9%	Aeropuerto regional con una población de 1 millón de hab.
Guanajuato	854,200	4.2%	Aeropuerto regional sirviendo principalmente a la Cd. de León.
La Paz	546,500	2.7%	Destino turístico con una abundante vida marina.
Mexicali	493,000	2.4%	Centro manufacturero fronterizo en Baja California Norte.
Morelia	376,200	1.9%	Aeropuerto regional en la capital de Michoacán.
Aguascalientes	328,500	1.6%	Aeropuerto regional sirviendo a Aguascalientes y alrededores.
Los Mochis	205,800	1.0%	Aeropuerto regional con una importante industria agrícola.
Manzanillo	157,200	0.8%	Centro turístico con poco crecimiento.
Total	20,207,600		

Fuente: Banorte-Ixe y Gap

En 2010, 28 aerolíneas operaron en los aeropuertos de Gap. En el periodo de enero-noviembre del 2011, 4 aerolíneas (Volaris 29.1%, Grupo Aeroméxico 24.1%, Interjet 10.2% y VivaAerobus 6.5%) representaron aproximadamente el 70% del tráfico de pasajeros total del grupo.

Gap-Aerolíneas (Enero-Noviembre 2011)

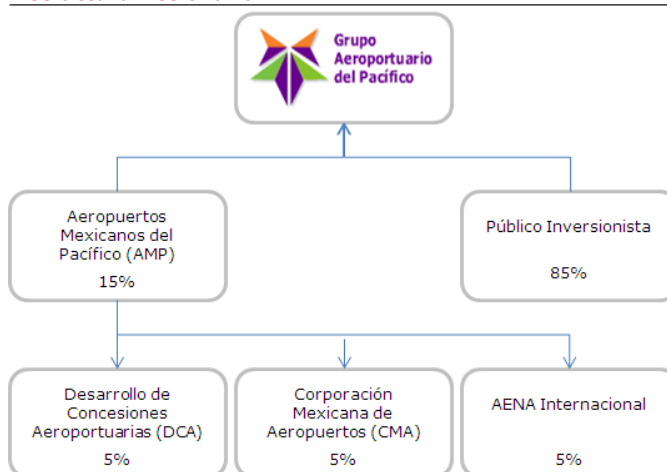
Aerolínea	Tráfico Doméstico	Aerolínea	Tráfico Internacional
Volaris	39.0%	Alaska Airlines	15.7%
Aeroméxico	16.8%	Continental Airlines	14.3%
Aeroméxico Connect	15.9%	Volaris	11.6%
Interjet	15.3%	US Airways	10.0%
VivaAerobus	10.2%	American Airlines	9.0%
Magnicharters	1.8%	Aeroméxico	7.7%
Aeromar	0.8%	Delta	7.3%
Transportes Aeropacifico	0.2%	United	3.8%
Otros	0.2%	Otras	0.2%

Fuente: Banorte-Ixe y Gap

Los aeropuertos privados en México tienen la obligación, dentro de otras cosas, de pagar el 5% de sus ingresos al Gobierno. Así mismo, existe un grupo de control que recibe lo que resulte mayor entre un monto fijo (US\$4m. ajustados a la inflación desde 2000) o el 5% del Ebitda antes de dicho cargo, a cambio de intercambio de información y tecnología. En el caso de Gap, el grupo de control es Aeropuertos

"Servicios por mejoras a bienes concesionados" y en la de "Costos por mejoras a bienes concesionados" por el mismo monto. Resultado de lo anterior, el margen operativo y Ebitda del grupo presentan una disminución relativa.

Estructura Accionaria



Estrategia de Negocios

Incremento en Volúmenes de Pasajeros y Carga

Para incrementar el tráfico de pasajeros y el volumen de carga, que son los principales factores de crecimiento de los ingresos, la compañía se basa en lo siguiente: a) Marketing de aeropuertos y desarrollo de rutas coadyuvando con aerolíneas, clientes, agentes de viajes y agencias turísticas internacionales para desarrollar una red de rutas que operan en los aeropuertos de Gap. b) Recuperación de rutas perdidas ante la salida de aerolíneas nacionales (Grupo Mexicana el 28/08/10) que dejan de operar rutas nacionales e internacionales importantes, para lo cual, Gap aplica las acciones referidas en el inciso anterior. c) Impulso a la conectividad multimodal para facilitar la comunicación entre el autobús y el avión con el objeto de fomentar la captación de pasajeros en el aeropuerto mediante la mejora de las vías de comunicación en el área de influencia—en 2009, Gap construyó un centro de Conexión Multimodal en el aeropuerto de Guadalajara.

Maximización de Ingresos Aeronáuticos

Los ingresos de Gap se dividen principalmente en dos: Aeronáuticos (79%) y No Aeronáuticos (21%).

Los ingresos aeronáuticos (regulados) son aquellos derivados del uso de las instalaciones aeroportuarias por parte de las aerolíneas y pasajeros, así como cargos adicionales a empresas que prestan servicios a aerolíneas. En 2010, los ingresos de Gap sujetos a tarifa máxima fueron el 99.9% del 100% que tenía derecho a percibir en sus aeropuertos.

Crecimiento de los No Aeronáuticos

Los ingresos no aeronáuticos (no regulados) provienen de actividades comerciales (estacionamientos, renta de locales comerciales, publicidad, transportación terrestre, entre otros). La estrategia de Gap se basa principalmente en la expansión de sus áreas comerciales, renegociación de contratos en términos más convenientes para la empresa, recuperación de arrendamientos de largo plazo (los más lucrativos) para operar ciertas áreas comerciales en los aeropuertos del grupo y la mejora del acceso a pasajeros a tiendas de menudeo y a tiendas libres de impuestos. La TCAC de los ingresos no aeronáuticos de Gap para el periodo 2005-2010 es de 9.2%. Dentro de las últimas acciones para apoyar estos ingresos está la apertura de salas VIP en los aeropuertos, actualmente ya en Los Cabos y con posibles aperturas en Puerto Vallarta y Guadalajara (en estudio).

Calidad en el Servicio

La seguridad y confort de los pasajeros, así como un proceso eficiente en las instalaciones de los aeropuertos son esenciales para el modelo de negocio del grupo. Por lo tanto, Gap busca proveer instalaciones que sean atractivas, seguras y funcionales.

Oportunidades

Crecimiento Ante la Recuperación de las Economías (principalmente la de México)

Hoy en día existe un rezago en la recuperación del tráfico doméstico del grupo en comparación con la recuperación de la economía mexicana (afectación por la salida de Grupo Mexicana). Sin embargo, creemos que el tráfico de pasajeros nacionales se verá favorecido en la medida en que la economía mexicana continúe con su crecimiento. De igual

forma, la recuperación en EU es importante ya que en 2010, el 91.0% de los pasajeros internacionales de Gap viajaron en vuelos de o hacia dicho país.

Recuperación de la Oferta que dejó Grupo Mexicana

Tras suspender Mexicana sus operaciones en agosto de 2010, el tráfico de pasajeros de Gap se ha visto afectado. Al 1S10, Mexicana transportó 1.8 millones de pasajeros que representó el 18.3% del tráfico total del grupo transportado en dicho periodo. Al final del 2010, Gap (junto con diversas aerolíneas) había recuperado el 37% de los asientos que se habían perdido ante la salida de Mexicana y al cierre del 2011, el número es de alrededor del 60%. De manera que, en la medida que se siga retomando la oferta que dejó Mexicana, se esperaría un mejor comportamiento en el tráfico de pasajeros del grupo, principalmente el doméstico.

Turismo...un sector importante

Los pasajeros internacionales de Gap (35.4% del total), fueron los que tuvieron un mejor comportamiento en el 2011, creciendo 2.1%, contrarrestando parcialmente la caída de 1.2% de los nacionales. Consideramos que la posición geográfica de México, como vecino de la mayor potencia económica mundial, sus grandes atributos naturales, arqueológicos e históricos, así como los diversos programas gubernamentales fomentando el aumento del turismo de nuestro país representan una atracción para viajeros provenientes del exterior. Aquí es donde los aeropuertos del grupo ubicados en destinos turísticos (Puerto Vallarta, Los Cabos, La Paz y Manzanillo); que en suma aportaron con el 55% del tráfico internacional de Gap), pueden salir beneficiados.

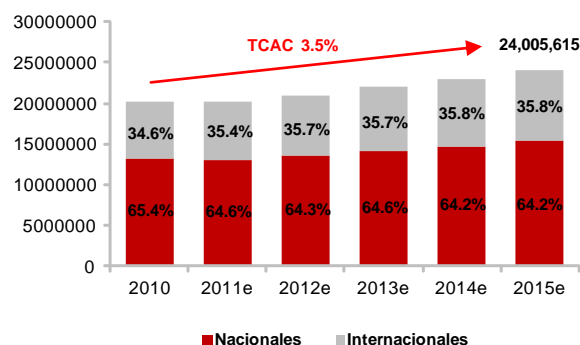
Expectativas de Resultados

Tráfico de Pasajeros

La principal variable que influye en los ingresos de los grupos aeroportuarios es el tráfico de pasajeros, que es sensible al comportamiento y evolución del PIB. Gap cuenta con el portafolio más diversificado de aeropuertos en cuanto a número de pasajeros, así como por tipo de destino (Regional, Metrópoli y Turismo). Históricamente, el tráfico de pasajeros de Gap ha tenido un crecimiento moderado con una TCAC de 1.9% para el periodo 1999-2011. Adicionalmente, para el periodo 2004-2011, el múltiplo promedio entre el crecimiento del tráfico de pasajeros de Gap en relación al crecimiento del PIB real de México fue aprox. 1.2x.

Tráfico de Pasajeros de Gap-2010-2015e

(var. % anual)



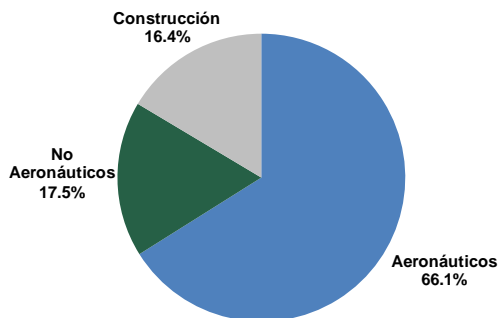
Fuente: Banorte-Ixe

Para 2012, tomando en cuenta las perspectivas del sector y la relación que guarda el tráfico de pasajeros con el PIB, que nuestra área de análisis económico pronostica en 3.5% para México, estimamos un aumento en los pasajeros totales de Gap de 4.0%, con un aumento en el tráfico nacional (65.4% del total estimado) de 2.6%, menor al internacional (34.6% del total estimado) de 4.9%, ante la salida de Grupo Mexicana del mercado (aprox. ha recuperado el 60% de la oferta que dejó la aerolínea). Para el periodo 2010-2016 estimamos una TCAC en su tráfico de pasajeros de 3.5%.

Ventas:

Para 2012, estimamos una marginal variación en Ventas de Gap de 0.1% y un aumento en Ventas Ex INIF de 7.3% (este es el verdadero indicador del negocio, en realidad). Proyectamos que los ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos crezcan 7.1% y 8.1%, respectivamente, resultado del incremento en el tráfico de pasajeros (mayor recuperación de la oferta que dejó Grupo Mexicana), un mayor ingreso promedio por pasajero y la buena estrategia comercial de la compañía. Consideramos que los ingresos por servicios de construcción disminuirán cerca del 25%, al estar relacionados con el plan de inversión comprometido.

Segmentación de Ingresos Gap, 2012e
(Participación porcentual)



Fuente: Banorte-Ixe

Ebitda y Márgenes

Estimamos un crecimiento para 2012e en Ebitda de 8.0% e incrementos en los márgenes operativo y Ebitda de 2.8pp y 4.0pp, para ubicarse en 35.2% y 55.1%, respectivamente. Considerando las Ventas Ex INIF 17, los márgenes operativo y Ebitda se ubicarían en 42.1% y 65.9% (aumentos de 0.6pp. y 0.4pp.), respectivamente, conservando el mejor margen Ebitda del sector en México. Lo anterior se debe a que la estructura de costos fijos de Gap (de los aeropuertos), le permite la generación de economías de escala que aprovecharía los esfuerzos en materia de mayor flujo de pasajeros y apalancamiento de los comerciales.

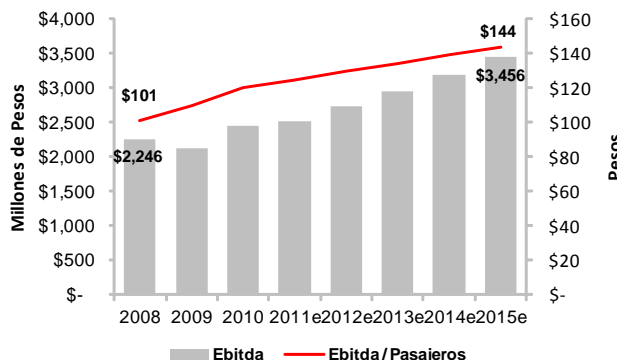
Resultado Neto

Para 2012, estimamos una utilidad neta de P\$1,345m., representando una variación nula A/A y un margen neto de 27.1%.

Estructura Financiera

Gap cuenta con una sólida estructura financiera y balance general. Al 3T11, la compañía contaba con una deuda de P\$1,763m. y el efectivo e inversiones temporales ascendían a P\$1,964m. La razón Deuda Neta/Ebitda es de -0.2x.

Ebitda y Ebitda/Pasajeros, 2008-2015e
(var. % anual)



Fuente: Banorte-Ixe

Flujo de Efectivo y Dividendos

Gap es un grupo generador de efectivo. En 2012, estimamos que el flujo de efectivo de Gap sea de P\$1,329m., que destinaría principalmente para las inversiones comprometidas (Capex '12e de P\$882m.) y para el pago de dividendos a los accionistas el cual ha sido históricamente atractivo con un rendimiento promedio de los U5a. de 4.9%. Respecto a la utilidad neta, el pago de dividendos ha representado poco menos del 90% en promedio de los U5a.

Riesgos

Sensibilidad a cualquier menor crecimiento económico en México y EU: por la relación que guarda el tráfico de pasajeros con la evolución de la economía mexicana y a la exposición que tiene con EU (de los pasajeros internacionales de Gap, el 91.0% volaron desde o hacia EU en 2010).

Volatilidad en precio del petróleo: que al aumentar representaría mayores costos para las aerolíneas (aumenta el precio de la turbosina) y podrían afectar: 1) La demanda de pasajeros si reducen sus frecuencias y/o aumentan precios de boletos de avión; y 2) Sus planes de expansión.

Salida de aerolíneas del mercado: que pudieran afectar la demanda y el ritmo de crecimiento del tráfico de pasajeros del grupo, reduciendo la oferta de asientos de aerolíneas y presionando a la alza el precio de boletos de avión.

Desinversión de Gmexico en Gap: Además de los posibles efectos negativos en el precio de la acción, referentes a la OPA de Gmexico por Gap mencionados anteriormente, hay que tomar en cuenta el posible cambio de control de la compañía que pudiera interferir con los objetivos de la compañía a mayor plazo.

Huracanes: que podrían afectar la operación de los aeropuertos de Gap. En 2011, se presentaron 10 huracanes en la región del Pacífico.

Inseguridad en el país: que puede afectar atractivos turísticos del país (Puerto Vallarta, Los Cabos, la Paz y Manzanillo donde opera Gap), por las opiniones desfavorables de viajeros internacionales.

Revocación de la concesión: en caso de que Gap exceda las tarifas máximas establecidas o no cumpla con las inversiones establecidas en el PMD (se revisan cada 5 años).

Acuerdo de Socios Estratégicos

Gap comunicó que: Aena Internacional, DCA y CMA, accionistas en partes iguales de AMP, socio estratégico del grupo, firmaron un acuerdo que pone fin a sus diferencias y se comprometen a desistirse de los procesos jurídicos que habían iniciado. La noticia es positiva, ya que este ha sido un tema delicado que ha influenciado el comportamiento de la acción de la compañía (en junio de 2010 fue suspendida precisamente por dichos conflictos). No obstante, hay que monitorear el desarrollo de este tema por lo menos hasta que se lleve a cabo la Asamblea en donde se propondrá, entre otros temas, que la presidencia del Consejo de Administración sea retomada por el socio estratégico mexicano CMA.

OPA de Grupo México por Gap

El 13/06/11, Gmexico quien ha venido comprando acciones de Gap desde 2009, anunció su intención de adquirir un porcentaje mayor al 30% de las acciones serie B de Gap, y por lo tanto, de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores deberá llevar a cabo una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) de dicha emisora, hasta por el 100% de las acciones B representativas del capital social de Gap. Prevé ofertar un precio de compra de no más de P\$50.0 por acción. Sin embargo, en caso de no lograr al menos un porcentaje superior al 51% de las acciones B, analizará el continuar con un programa de compra o su desinversión total en Gap. La Comisión Federal de Competencia (CFC) ya autorizó la transacción, pero para que se pueda efectuar falta la de la Comisión Nacional Bancaria de Valores ("CNBV"). Hay que

recordar que de acuerdo a los estatutos de Gap, no se permite tener más del 10% de las acciones de la compañía y al 05/12/11 Gmexico ya contaba con el 28.7% del total.

Derivado de lo anterior, Gap envió un comunicado el 18/10/10, en el que señaló que fue emplazado a juicio mercantil ordinario propuesto por Gmexico en donde reclama la nulidad de ciertos artículos de sus Estatutos Sociales. Por su parte, Gap y AMP, promovieron un amparo cada uno en contra del procedimiento de autorización que lleva la CNBV para instrumentar la OPA, solicitando la suspensión de la emisión de la autorización (sí procedió el amparo de Gap, más no el de AMP). Adicionalmente, Gap informó que un Juez de Primera Instancia del fuero común del D.F., consideró que los Artículos 10 y 12 de los Estatutos Sociales de esta Emisora (referentes al impedimento de que un accionista no puede tener más del 10% de las acciones de Gap) no se ajustan a la Ley del Mercado de Valores; la sentencia debería ser revisada por un Tribunal de Apelación y en su oportunidad por un Tribunal Federal, que pudiesen revocarla y hasta entonces quedaría firme. Consideramos que esta disputa legal entre las dos compañías tardarán meses en resolverse y podría afectar al precio de la acción por dos razones: 1) el precio de la OPA (P\$50 por acción) podría verse como un límite superior y 2) en el hipotético caso de que Gmexico decida desinvertirse al no poder realizarse la OPA, tendría un efecto negativo para el precio de la acción de Gap.

Estado de Resultados	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TCAC 10 -15e
MDP							
Ventas Netas	4,373,670	4,952,994	4,958,547	4,899,432	5,081,713	5,908,638	6.20%
Ventas Netas Ex INIF	3,716,567	3,862,909	4,144,954	4,476,547	4,816,318	5,181,316	6.87%
Costo y Gastos de Operación	2,814,320	3,350,573	3,214,666	2,981,225	2,987,130	3,619,634	
Utilidad de Operación	1,559,350	1,602,421	1,743,881	1,918,208	2,094,583	2,289,003	7.98%
EBITDA	2,439,292	2,532,166	2,733,410	2,970,785	3,209,715	3,469,992	7.30%
Costos Financieros	38,225	95,115	124,349	134,296	144,490	155,439	
Utilidad Antes Impuestos	1,595,610	1,690,495	1,868,010	2,052,082	2,238,713	2,443,994	8.90%
Impuestos	95,451	347,811	523,043	595,104	626,840	733,198	
Utilidad Neta May.	1,500,159	1,342,684	1,344,967	1,456,978	1,611,874	1,710,796	2.66%
Margen Operación	35.7%	32.4%	35.2%	39.2%	41.2%	38.7%	
Margen Operación (Vtas. Ex INIF)	42.0%	41.5%	42.1%	42.9%	43.5%	44.2%	
Margen EBITDA	55.8%	51.1%	55.1%	60.6%	63.2%	58.7%	
Margen EBITDA (Vtas. Ex INIF)	65.6%	65.6%	65.9%	66.4%	66.6%	67.0%	

Balance	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TCAC 10 -15e
Activos Totales	28,893,059	29,035,149	29,597,252	30,283,764	31,028,241	31,733,014	1.89%
Efectivo	2,348,807	2,095,895	2,262,626	2,937,593	3,815,677	4,195,906	
Activo Circulante	3,026,876	2,808,795	3,009,776	3,708,151	4,637,669	5,058,987	
Otros Activos	25,866,183	26,226,354	26,587,476	26,575,614	26,390,572	26,674,028	
Pasivos Totales	2,222,154	2,818,471	2,896,867	2,977,725	3,058,094	3,141,420	7.17%
Pasivo Circulante	907,718	1,096,439	1,141,628	1,197,413	1,247,408	1,300,208	
Pasivo Largo Plazo	1,042,808	1,401,559	1,401,559	1,401,559	1,401,559	1,401,559	
Capital Contable	26,670,907	26,216,679	26,700,385	27,306,039	27,970,148	28,591,595	1.40%

Fuente: Banorte-Ixe

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, María Dolores Palacios Norma, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Miguel Angel Aguayo Negrete, Carlos Hermosillo Bernal, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Luciana Gallardo Lomelí, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, han obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es mas, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte.

Directorio de Análisis

René Pimentel Ibarrola	Director General de Desarrollo de Negocio y Análisis	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
------------------------	--	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia Gubernamental	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Dolores Palacios	Subdirector de Gestión	dolores.palacios.n@banorte.com	(55) 5268 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.maca@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenez@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuanalo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48028
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48066
María de la Paz Orozco	Edición Bursátil	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Miguel Angel Aguayo	Subdirector de Análisis de Deuda Corporativa	maguayo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9804
Tania Abdul Massih	Analista Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo Lomelí	Analista Deuda Corporativa	Luciana.gallardo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9931

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Patricio Rodríguez	Director General Banca Privada y Gestión de Activos	prodriguez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9987
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683