

Aeropuertos mexicanos

Todavía parece demasiado pronto para moverse libremente sobre la terminal

Stephen Trent ^{AC}

Lucas Augusto Laghi

Contacto:

Mesa de Análisis (Ext 10717)

mesadeanalismx@citi.com

- **Un movimiento hipotético hacia un sistema de caja única...** No tenemos evidencia de que México esté planeando trasladar a los operadores de aeropuertos del país a un sistema de caja única que considera todos los ingresos como regulados. Bajo el sistema actual, los retornos de los ingresos aeronáuticos están regulados, pero no existen tales limitaciones en los ingresos comerciales de alto margen del sector. Sin embargo, ya que algunos inversionistas han preguntado cómo se verían los retornos aeroportuarios bajo un cambio hipotético a un marco de caja única, este informe analiza ese impacto en las ganancias esperadas de GAP y OMA, en las que se enfoca la atención, ya que se enfrentan a revisiones obligatorias de su Plan Maestro de Desarrollo (PMD) este año y el próximo, respectivamente.
- **...Es más fácil pronosticar a través de impuestos.** Si bien hay varios medios por los cuales los reguladores podrían limitar los retornos, los ajustes fiscales parecen ser un medio relativamente directo de hacerlo, lo que evitaría cambiar elementos tales como tarifas e inversiones requeridas. El análisis de sensibilidad muestra que un aumento en las tasas de impuestos en efectivo implícitas del 25% al 55% casi reduciría a la mitad los retornos hipotéticos de GAP y OMA bajo el método de caja única.
- **¿Es justo decir que nada ha cambiado en el último año?** En junio, ASUR se encargó de completar su PMD 2019-2023, pocos días antes de las elecciones presidenciales de México. En octubre, el proyecto del aeropuerto de Texcoco fue cancelado en un referéndum (para mayor detalle ver nuestro reporte *Aeropuertos mexicanos-Con Texcoco en el limbo, reflexiones sobre las implicaciones al crecimiento a largo plazo*, publicado el 21 de noviembre de 2018), y los rendimientos de los bonos del Gobierno mexicano siguen aumentando. A pesar de estos riesgos a la baja, el consenso del aeropuerto mexicano parece que casi no se ha movido. Asimismo, si bien las estadísticas de tráfico mensuales han sido sólidas en términos absolutos, los datos de diciembre muestran una desaceleración vs. octubre-noviembre, especialmente para las estadísticas internacionales de alto margen. Estos desarrollos refuerzan nuestras preocupaciones respecto a la medida en que estos riesgos se han considerado en las estimaciones del mercado.

| Compañía | Ticker | Moneda | Precio | Fecha y hora | Recom. | | Precio Obj. | | R. div. (%) | RTE (%) | Últ. año rep. | UPA 2019 | | UPA 2020 | |
|--------------|--------|--------|--------|--------------|--------|-------|-------------|-------|-------------|---------|---------------|----------|-------|----------|-------|
| | | | | | Ant. | Nueva | Anterior | Nuevo | | | | Anterior | Nuevo | Anterior | Nuevo |
| OMA Airports | OMAB | US\$ | 42.90 | 09 Ene 16:00 | 2 | 2 | 48.00 | 48.00 | 0.2 | 12.1 | Dic-17 | 2.92 | 2.92 | 2.64 | 2.64 |
| GAP Airports | PAC | US\$ | 90.06 | 09 Ene 16:00 | 3 | 3 | 72.00 | 72.00 | 4.4 | -15.6 | Dic-17 | 4.70 | 4.70 | 4.68 | 4.68 |

1 = Compra, 2 = Neutral, 3 = Venta, A = Riesgo Alto

Fuente: Citi Research

Ver Anexo A-1 para certificación del analista, declaraciones importantes y declaraciones de analistas no estadounidenses.

Citibanamex Casa de Bolsa S.A. de C.V., Casa de Bolsa, integrante del Grupo Financiero Citibanamex, es una empresa integrante del Grupo Económico denominado Citigroup. Este último, a través de múltiples filiales y empresas económicamente relacionadas, dentro y fuera de México, tiene o puede tener negocios con compañías cubiertas en sus reportes de análisis. Como resultado, los inversionistas deben tomar en cuenta que cualquiera de estas empresas, pudiera tener conflictos de intereses que podrían afectar la objetividad de este reporte de análisis. Los inversionistas deben considerar este reporte solamente como un factor individual dentro de la toma de decisiones de inversión. Algunos productos (los cuales no son inconsistentes con el reporte de análisis publicado por el autor) únicamente están disponibles en los portales de las filiales y empresas integrantes del Grupo Económico denominado Citigroup.



Estimados de utilidades

| Compañía | Ticker | Últ. año reportado | Moneda | 2017 | | | | 2017 | 2018 | | | | 2018 | 2019 | | | | 2019 |
|--------------|--------|--------------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|----|----|------|
| | | | | 1T | 2T | 3T | 4T | | 1T | 2T | 3T | 4T | | 1T | 2T | 3T | 4T | |
| OMA Airports | OMAB | Dic-17 | US\$ | 0.45 | 0.57 | 0.66 | 0.64 | 2.32 | 0.67 | 0.74 | 0.78 | 0.72 | 2.92 | - | - | - | - | 2.64 |
| GAP Airports | PAC | Dic-17 | US\$ | 1.47 | 1.12 | 1.08 | 0.87 | 4.54 | 1.40 | 1.08 | 0.96 | 1.45 | 4.70 | - | - | - | - | 4.68 |

Fuente: Citi Research

Los bonos mexicanos a largo plazo vuelven a subir...

En los últimos diez años, los rendimientos de los bonos gubernamentales a diez años de México parecieron haber tocado mínimos en el momento en que los operadores aeroportuarios del país se estaban preparando para las revisiones de sus PMD quinquenales. Sin embargo, desde que terminó el período anterior de los PMD, los rendimientos de los bonos se han incrementado (Figura 1), y este aumento coincide con los ciclos electorales de América del Norte y con el referéndum del 4T18 que detuvo el proyecto del nuevo aeropuerto en la región de Texcoco, en el área metropolitana de la Ciudad de México.

Figura 1. Los rendimientos de los bonos mexicanos se están acercando a máximos de diez años

Rendimiento histórico nominal en pesos de los bonos gubernamentales mexicanos a diez años



Fuente: Factset y Citi Research

...Y esto tiene implicaciones en la valuación

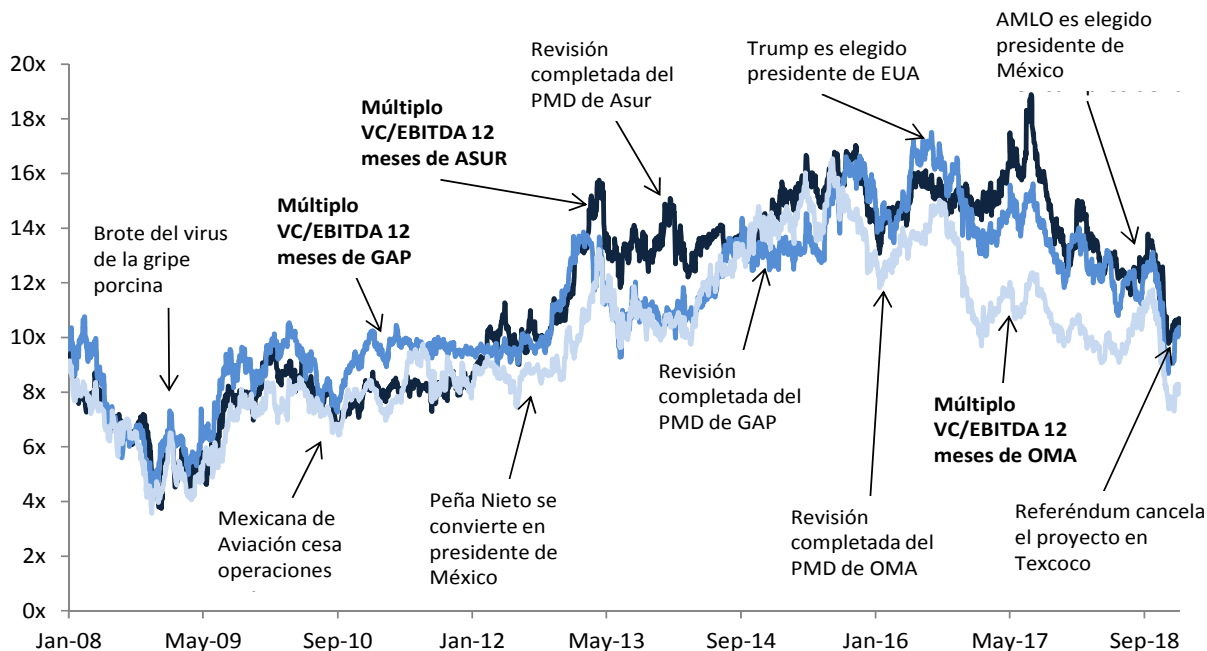
Las valuaciones de los operadores de aeropuertos mexicanos responden a varios factores diferentes, tales como los cambios percibidos en los riesgos políticos y nacionales, el impulso del crecimiento del tráfico y la reputación operativa y financiera de las aerolíneas que los atienden. Por ejemplo, los datos en la Figura 2 muestran que las fluctuaciones diarias en la valuación del múltiplo VC/EBITDA del consenso de ASUR tienen una correlación de -0.51 con los cambios en los rendimientos de los bonos mexicanos a largo plazo, mientras que las valuaciones de los rivales GAP y OMA tienen correlaciones de -0.51 y -0.62, respectivamente

Con base en los datos de cierre del martes, ASUR está cotizando a un múltiplo VC/EBITDA del consenso proyectado para 2019 de 10.5x, vs. su promedio histórico de ocho años de 12.9x. Lo anterior se compara con 10.1x y 12.3x para GAP y 8.2x y 11.0x para OMA. Es posible que algunos elementos del mercado sigan respondiendo a estas valuaciones relativamente bajas y de largo plazo, además de que algunos estén un poco menos nerviosos acerca de los riesgos regulatorios en este momento.

Por otra parte, las valuaciones de los aeropuertos mexicanos han sido muy altas en los últimos años, los márgenes EBITDA del grupo están muy por encima del nivel donde estuvieron los rendimientos de los bonos por última vez, y estas valuaciones lucen desfavorables en comparación con otras operadoras de concesiones de transporte de México y América Latina, las cuales cotizan a un promedio de sólo 6.6x el múltiplo VC/EBITDA proyectado a 2019. Algunas de estas bases comparativas pertenecen a mercados con una dinámica de tasas de interés más atractivas que la de México.

Aun cuando nuestros estimados todavía no suponen ajustes significativos en las tarifas reguladas, las dudas sobre el crecimiento del tráfico a largo plazo asociadas con la cancelación del proyecto de Texcoco (ver nuestro reporte *Aeropuertos mexicanos - Con Texcoco en el limbo, reflexiones sobre las implicaciones al crecimiento a largo plazo*, publicado el 21 de noviembre de 2018), así como la moderación del crecimiento del tráfico a corto plazo, incluyendo el hecho de que GAP acaba de informar su crecimiento más lento en 45 meses, refuerzan las preocupaciones acerca de que el consenso no ha considerado estos factores.

Figura 2. ...y estos rendimientos son relevantes para las valuaciones del múltiplo VC/EBITDA de los aeropuertos
Histórico aeropuertos mexicanos, múltiplos VC/EBITDA 12 meses.



Fuente: Consenso de Bloomberg y Citi Research Jan=enero

Las concesiones aeroportuarias mexicanas operan bajo un régimen de caja doble.

Los operadores de aeropuertos de México, al igual que la mayoría de los operadores aeroportuarios del mundo, funcionan bajo una estructura reguladora de caja doble (bajo este esquema los ingresos aeronáuticos están regulados y sujetos a un retorno permitido sobre la base de activos regulada - BAR-). En los regímenes de caja doble, los ingresos aeronáuticos son regulados y están sujetos a un retorno permitido de bases de activos reguladas (BAR), mientras que los rendimientos de actividades comerciales como los ingresos de tiendas minoristas, hoteles, parques industriales, etc. no están regulados. En el caso menos común de la estructura de caja única, el otorgante regula todos los ingresos, incluyendo las actividades comerciales de alto margen.

En contraste con algunos reguladores de aeropuertos europeos que cuentan con información sólida, la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT) de México, el regulador de comunicaciones y transporte del país, publica relativamente poca información sobre los retornos de BAR. En el caso de la SCT, hay información publicada sobre el tráfico de cada instalación aeroportuaria, los ingresos regulados, las tarifas máximas y el capex requerido, con proyecciones por valor de cinco años en los dos últimos temas. (Las tarifas máximas de los aeropuertos mexicanos representan el promedio máximo, los ingresos anuales aeronáuticos generados por unidad de carga de trabajo para una instalación de aeropuerto determinada. Si bien los ingresos aeronáuticos constan de varios componentes distintos, las dos piezas más importantes son las tarifas de aterrizaje y las tarifas de estacionamiento de aeronaves. Una unidad de carga de trabajo se define como un pasajero o 100 kilos o equipaje/carga).

Cuando la SCT calcula los retornos de los aeropuertos mexicanos con base en la BAR al final de cada revisión de los PMD, el regulador ejecuta un cálculo con base en la metodología de flujos de efectivo descontados de 15 años, que se basa exclusivamente en el segmento regulado; esto incluye una tasa de descuento que se basa en el rendimiento histórico promedio de dos años de rendimiento de los bonos mexicanos a largo plazo más una prima de riesgo que es únicamente a discreción de la SCT. El valor de capital del modelo de flujos de efectivo descontados se convierte en la BAR para el PMD quinquenal.

Desafortunadamente, la información de la SCT no es lo suficientemente adecuada para poder construir un modelo de flujos de efectivo descontados del segmento aeronáutico o calcular los retornos. Nuestros esfuerzos recientes para obtener la información que reportan los reguladores de la aviación en otros países, como la utilidad operativa regulada, los retornos permitidos y la BAR resultaron inútiles.

En un intento por estimar los retornos de los aeropuertos mexicanos con base en la BAR, en nuestro reporte *Aeropuertos mexicanos - Revisamos nuestra tesis de que sigue sin haber nada gratis; actualizamos nuestro análisis de los retornos regulados*, publicado el 6 de abril de 2017, usamos cálculos al estilo de las empresas de servicios públicos, que habían estimado altos retornos para el grupo. La Figura 3 muestra que el rendimiento estimado de OMA ha alcanzado el 45%, basado en nuestras proyecciones más recientes que incluyen información histórica hasta el 3T18.

Sobre una base anual, lo anterior se traduce en un retorno del 9%. En contraste, los retornos de los aeropuertos europeos con base en la BAR han promediado entre 4% y 6%, lo cual refuerza la percepción de que los retornos de los aeropuertos mexicanos con base en la BAR son altos en comparación con los estándares internacionales.

Figura 3. El retorno estimado de OMA con base en la BAR ha aumentado a 45%...

Retorno estimado de OMA con base en la BAR, en millones de pesos nominales

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tráfico (millones) | 18.8 | 19.7 | 21.4 | 22.1 | 22.9 |
| Ingreso reg. (mill. P\$) | 3,872.7 | 4,347.0 | 4,989.3 | 5,004.9 | 5,461.1 |
| Ingresos com. (mill. P\$) | 1,332.8 | 1,456.3 | 1,575.8 | 1,609.3 | 1,683.9 |
| Reg., como % del total | 74% | 75% | 76% | 76% | 76% |
| Costo de ventas(A) | (964.0) | (1,078.9) | (1,012.8) | (1,032.4) | (1,250.9) |
| Comisión concesión (B) | (193.6) | (217.4) | (249.5) | (250.2) | (273.1) |
| Comis. asist. téc. (C) | (118.0) | (135.1) | (164.9) | (158.7) | (168.9) |
| Gastos admvos. (A) | (545.3) | (499.2) | (485.6) | (496.5) | (420.2) |
| EBITDA estimado | 2,051.9 | 2,416.5 | 3,076.5 | 3,067.1 | 3,348.0 |
| Dep. y amort. regulados | (235.1) | (254.3) | (294.0) | (325.5) | (332.1) |
| Utilidad oper. estimada | 1,816.7 | 2,162.2 | 2,782.5 | 2,741.7 | 3,016.0 |
| Margen util. oper. est. | 47% | 50% | 56% | 55% | 55% |
| Tasa impto. efect.: | 25% | | | | |
| BAR: | 20,657.7 | | | | |
| Util. oper. 5 años: | 12,519.1 | | | | |
| Retorno nominal: | 45% | | | | |

Nota: (A) El costo de ventas supone que la proporción regulada como porcentaje de los ingresos regulados coincide con las cifras consolidadas, más un 10% de aumento bruto, (B) el arancel de concesión es igual al 5% de los ingresos regulados y (C) la comisión de asistencia técnica se aplica a los ingresos regulados. La tasa de impuesto al efectivo del 25% es una estimación normalizada.

Fuente: Citi Research

En octubre de 2015, este mismo ejercicio había estimado que el retorno de OMA con base en la BAR para el período anterior de cinco años fue de sólo el 29%. Por supuesto, desde ese momento, la depreciación del peso mexicano impulsó el auge de los turistas extranjeros que visitan México, mientras que el lanzamiento del servicio de las aerolíneas mexicanas de costo ultra bajo en las rutas de autobuses interestatales también ha llevado al crecimiento del tráfico nacional del sector a superar las expectativas del mercado. Como otro punto de referencia, habíamos calculado de manera retroactiva el retorno de su rival ASUR con base en la BAR, en 38% para el periodo 2009-2013. Este retorno estimado culminó en la revisión del PMD de enero de 2014, lo que resultó en un recorte de tarifas de Cancún de 4% y el requerimiento de inversiones regulatorias de 87% vs. el periodo anterior.

El PMD actual de GAP expira a fines de este año, lo que bajo circunstancias normales significa que la compañía podría comenzar a negociar su próximo paquete del PMD con la SCT en abril o mayo. Con respecto al PMD actual de la compañía, el retorno de GAP con base en la BAR es de un 46% (Figura 4). Lo anterior también representa un aumento sustancial en comparación con el 32% habíamos estimado en octubre de 2015, año que representó el primero del PMD actual de la empresa, y en el cual GAP aumentó tres veces sus metas de tráfico y EBITDA.

Figura 4 ... y el retorno estimado de GAP tiende a ser ligeramente mayor a 46%.

Retorno estimado de GAP con base en la BAR (en millones de pesos nominales).

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tráfico (mill.) | 30 | 37 | 41 | 45 | 48 |
| Ingresos reg. (mill. P\$) | 5,419.0 | 7,037.9 | 8,280.5 | 9,062.0 | 9,516.2 |
| Ingresos com.(mill. P\$) | 1,849.3 | 2,393.6 | 2,772.9 | 3,012.1 | 3,766.9 |
| Reg. como % del total | 75% | 75% | 75% | 75% | 72% |
| Costo de ventas (A) | (826.7) | (1,131.0) | (1,290.6) | (1,444.9) | (1,659.1) |
| Comis. Concesión (B) | (271.0) | (351.9) | (414.0) | (453.1) | (475.8) |
| Comis. asist. téc.(C) | (236.5) | (301.8) | (357.5) | (405.5) | (476.9) |
| Gastos admvos. (A) | (275.6) | (377.0) | (430.2) | (481.6) | (553.0) |
| EBITDA estimado | 3,809.2 | 4,876.2 | 5,788.3 | 6,276.8 | 6,351.3 |
| Deprec. y amort. reg. | (983.0) | (1,146.1) | (1,227.0) | (1,254.8) | (1,335.3) |
| Utilid. oper. estimada | 2,826.3 | 3,730.1 | 4,561.3 | 5,022.0 | 5,016.0 |
| Margen util. oper. est. | 52% | 53% | 55% | 55% | 53% |
| Tasa impto. efectivo: | 25% | | | | |
| BAR: | 34,773.2 | | | | |
| Utilid. oper. 5 años: | 21,155.6 | | | | |
| Retorno nominal: | 46% | | | | |

Nota: (A) El costo de ventas supone que la proporción regulada como porcentaje de los ingresos regulados coincide con las cifras consolidadas, más un 10% de aumento bruto, (B) la comisión de concesión es igual al 5% de los ingresos regulados y (C) comisión de la asistencia técnica se aplica a los ingresos regulados. La tasa de impuesto al efectivo del 25% es una estimación normalizada.

Fuente: Citi Research

Nuestro estimado en octubre de 2015 del retorno de GAP con base en la BAR sobre el periodo del PMD actual había sido de sólo 30%.

Escenarios de una estructura de caja única

Parecería muy difícil para la administración mexicana actual obligar a los operadores de aeropuertos del país a cambiar su esquema de caja doble a uno de caja única. Esto se debe a que los operadores de aeropuertos de México podrían argumentar que tal movimiento unilateral constituye un incumplimiento al contrato. Por lo tanto, los ajustes materiales a las tarifas máximas, y los ajustes a la BAR antes de las revisiones oficiales de del PMD quinquenal, podrían enfrentarse a desafíos legales.

Por otro lado, los ajustes en los impuestos corporativos podrían impactar los retornos sin ningún ajuste absoluto a los elementos contractuales, ya que las inversiones requeridas, las tarifas máximas o la BAR. Por lo tanto, aunque siguen existiendo riesgos importantes con respecto a si el Gobierno reduce los retornos y/o ajusta el tamaño de la BAR, no estamos considerando ningún ajuste de impuestos o un cambio a una estructura de caja única en nuestras proyecciones para operadores de aeropuertos mexicanos.

Sin embargo, a petición de algunos inversionistas, presentamos un análisis de sensibilidad con respecto a cómo podrían ser los aumentos de impuestos hipotéticos, inspirados en una estructura de caja única.

OMA

OMA anunció su PMD de cinco años para 2016-2020 en diciembre de 2015, que incluyó un aumento real de aproximadamente 15% en sus tarifas máximas y un incremento en sus inversiones regulatorias requeridas de aproximadamente 36% vs. el período de cinco años previo.

Volviendo a nuestras estimaciones oficiales en el momento en el que la compañía había anunciado su PMD actual, el retorno con base en el análisis de la BAR, que se muestra en la Figura 5, coloca a la BAR de una estructura de caja única existente en un 90%, y se ajusta de la siguiente manera: (A) se utilizan los ingresos consolidados, gastos y utilidad operativa, vs. la utilidad operativa regulada estimada; y (B) la BAR se recalcula.

Los retornos estimados considerablemente mayores de OMA sobre una base consolidada tienen sentido, considerando la probable superioridad del margen comercial sobre el segmento aeronáutico/regulado.

Figura 5. El retorno estimado de OMA en un sistema de caja única es de alrededor de 90%.
Retornos estimados de OMA, en una base consolidada (en millones de pesos nominales).

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Tráfico (mill.) | 17.9 | 18.7 | 19.6 | 20.6 | 21.0 |
| Ingresos regulados | 3,221.8 | 3,558.5 | 3,935.8 | 4,361.0 | 4,714.0 |
| Otros ingresos | 1,960.8 | 2,248.4 | 2,352.8 | 2,466.0 | 2,517.8 |
| Reg. como % del total | 62% | 61% | 63% | 64% | 65% |
| Costo de Ventas | 1,092.9 | 1,296.8 | 1,475.2 | 1,664.2 | 1,732.6 |
| Comis. concesión | 245.2 | 274.8 | 297.6 | 323.0 | 342.2 |
| Comis. asist. téc. | 114.0 | 127.7 | 138.3 | 150.1 | 159.0 |
| Otros gastos | 1,509.8 | 1,781.3 | 1,792.6 | 1,804.3 | 1,740.8 |
| EBITDA | 2,499.4 | 2,705.4 | 2,977.3 | 3,291.4 | 3,676.1 |
| Deprec. y amort. | 278.7 | 379.1 | 392.3 | 406.1 | 418.8 |
| Utilidad oper. | 2,220.6 | 2,326.3 | 2,585.0 | 2,885.3 | 3,257.3 |
| Margen utilid. oper. | 43% | 40% | 41% | 42% | 45% |
| Tasa impto. efect.: | 25% | | | | |
| BAR: | 11,063.4 | | | | |
| Util. oper. 5 años: | 13,274.5 | | | | |
| Retorno nominal: | 90% | | | | |

Fuente: Citi Research

Ya que el valor de capital del análisis bajo la metodología de flujos de efectivos descontados de 15 años se utiliza como BAR de un periodo actual, nuestra derivación de una BAR en un esquema de caja única se muestra en la Figura 6. Esto se basa en la metodología de flujos de efectivo descontados en moneda local a 15 años de lo que habían sido nuestros estimados oficiales para OMA en el 4T15, antes del anuncio de la empresa de su PMD.

Figura 6. Valor de capital/BAR de P\$11,000 millones está basado en nuestros estimados para la compañía al 4T15

OMA: Análisis de flujos de efectivo descontados basados en nuestros estimados históricos del 4T15 (en miles de pesos nominales).

| | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E-2030E |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|--------------|
| EBITDA | 2,499,390 | 2,705,385 | 2,977,311 | 3,291,350 | 3,676,051 | 53,941,558 |
| Capex neto | (1,393,718) | (2,084,978) | (1,765,558) | (1,218,181) | (711,898) | (14,612,169) |
| Imptos. efectivo | (556,095) | (610,277) | (682,305) | (772,627) | (889,422) | (14,424,537) |
| Capital de trabajo | 95,508 | 213,965 | 114,067 | 118,849 | 27,871 | 1,101,836 |
| Flujo libre de efectivo | 645,085 | 224,094 | 643,516 | 1,419,391 | 2,102,601 | 26,006,687 |
| WACC | 10.2% | | | | | |
| Valor compañía | 13,974,231 | | | | | |
| DN actual (Efec. neto) | 2,910,796 | | | | | |
| Valor de capital | 11,063,435 | | | | | |

Fuente: Citi Research

Otros supuestos y consideraciones del ejercicio anterior son los siguientes:

- 1) Un WACC en moneda local de 9.3% que incluye (A) una tasa libre de riesgo de 5.98%, que se basó en el rendimiento promedio del bono mexicano a diez años, desde enero de 2014 hasta diciembre de 2015; (B) una beta de 0.6; (C) una deuda objetivo de la industria con un límite máximo del 10% y; (D) una prima de riesgo de aproximadamente 5.9%; y

2) La deuda neta de P\$2,900 millones refleja el nivel reportado en el 3T15, el cual había sido el resultado financiero más reciente en el momento en que la compañía anunció su última revisión del PMD. Esta cifra también había incluido el interés minoritario de P\$72 millones.

GAP

Para GAP, el retorno estimado de la compañía de un 80%, utilizando un análisis de estilo de una estructura de caja única del período del PMD quinquenal actual de la compañía se muestra en la Figura 7.

Figura 7. Retorno estimado de GAP, bajo una estructura de caja única es de 80%.

Retornos estimados de GAP, en una base consolidada (en millones de pesos nominales).

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tráfico (mill.) | 30 | 37 | 41 | 45 | 48 |
| Ingreso reg. (mill. P\$) | 5,419.0 | 7,037.9 | 8,280.5 | 9,062.0 | 9,516.2 |
| Otros ingresos (mill. P\$) | 2,642.9 | 4,069.6 | 4,085.4 | 4,341.8 | 4,799.7 |
| Reg. como % del total | 67% | 63% | 67% | 68% | 66% |
| Costo de ventas | (1,303.6) | (1,782.1) | (2,026.5) | (2,265.1) | (2,709.6) |
| Comis. concesión | (483.1) | (764.4) | (944.2) | (1,061.1) | (1,226.8) |
| Comis. asist. téc. | (236.5) | (301.8) | (357.5) | (405.5) | (476.9) |
| Otros gastos | (1,950.1) | (3,024.4) | (2,756.1) | (2,805.9) | (2,603.7) |
| EBITDA | 5,245.0 | 6,583.3 | 7,725.3 | 8,342.4 | 8,869.7 |
| Deprec. y amort. | (1,156.4) | (1,348.4) | (1,443.6) | (1,476.2) | (1,570.9) |
| Utilidad oper. | 4,088.6 | 5,234.9 | 6,281.7 | 6,866.2 | 7,298.8 |
| Margen utilid. oper. | 51% | 47% | 51% | 51% | 51% |
| Tasa impto. efect.: | 25% | | | | |
| BAR: | 27,791.7 | | | | |
| Utilid. oper. 5 años: | 29,770.2 | | | | |
| Retorno nominal: | 80% | | | | |

Fuente: Citi Research

A pesar de que los márgenes consolidados de GAP superan a los de su rival OMA, la BAR de una estructura de caja única de GAP también es mayor en relación con su utilidad operativa después de impuestos esperada. La Figura 8 muestra el análisis de flujos de efectivo descontados de 15 años para GAP, que se basa en lo que habían sido nuestros estimados para la compañía en el momento del anuncio de su PMD en enero de 2015. También reconocemos que las proyecciones de la utilidad operativas de GAP (Figura 7) también podrían incluir un poco de contaminación de las operaciones de la compañía en Montego Bay, Jamaica. Para 2017, Montego Bay generó el 12% del EBITDA consolidado de la compañía. Sin embargo, los estimados mostrados en la Figura 8 no incluían a Montego Bay, ya que fueron anteriores a la adquisición de esa concesión por parte de la compañía.

Figura 8. Escenario de la BAR en una estructura de caja única para GAP of P\$27,800 millones derivado del análisis de flujos de efectivo descontados

GAP: Análisis de flujos de efectivo descontados, con base en nuestros estimados históricos del 4T14 (en millones de pesos nominales)

| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E - 2029E |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| EBITDA, menos | 4,228,326 | 4,642,287 | 5,060,656 | 5,534,783 | 6,024,620 | 81,835,421 |
| <i>Imptos. efectiv.</i> | (1,062,911) | (1,220,274) | (1,124,755) | (1,347,340) | (1,486,249) | (20,188,463) |
| <i>Neces. cap. trabajo</i> | (27,054) | (51,669) | (246,543) | (268,235) | (57,135) | (2,454,530) |
| <i>Inversiones capital</i> | (890,480) | (890,480) | (890,480) | (1,096,181) | (1,183,875) | (16,081,168) |
| Flujo libre efectivo | 2,247,881 | 2,479,863 | 2,798,878 | 2,823,027 | 3,297,360 | |
| Valor de la compañía (miles P\$) | 28,344,010 | | | | | |
| Efect. neto (deuda): | (552,346) | | | | | |
| Valor de capital: | 27,791,664 | | | | | |

Fuente: Citi Research

En general, los supuestos en el modelo de flujos de efectivo descontados de GAP son muy similares a las que habíamos usado para OMA, excepto que el WACC es del 10.1% en el modelo GAP. El último se basa en una beta de 0.8 y un rendimiento promedio de los bonos mexicanos históricos de 5.81%, ya que la revisión del PMD de GAP se produjo cuando el promedio de los rendimientos de los bonos mexicanos históricos a dos años fue un poco menor.

Análisis de sensibilidad de impuestos en una estructura de caja única

En el escenario hipotético en el que el Gobierno de México no realice ajustes absolutos a los contratos de concesión de los operadores aeroportuarios mexicanos, pero decida aumentar los impuestos del sector, OMA tiene un poco más de riesgo a la baja en sus retornos en comparación con los de GAP (Figura 9 y 10). Esto, al menos parcialmente, se debe a un caso base de un retorno en una estructura de caja única, superior de OMA vs. su rival.

Figura 9. En un escenario de una estructura de caja única, OMA tendría un poco más que perder en una hipotética represión fiscal.

Análisis de sensibilidad de los retornos de GAP y OMA en una estructura de caja única bajo diferentes tasas de impuestos.

| GAP | Tasa impto. efect. | Retorno con base en BAR | Cambio VL/acción vs. caso base | OMA | Tasa impto. efect. | Retorno con base en BAR | Cambio VL/acción vs. caso base |
|-----------|--------------------|-------------------------|--------------------------------|-----------|--------------------|-------------------------|--------------------------------|
| Caso base | 25% | 80% | 0 | Caso base | 25% | 90% | 0 |
| | 35% | 70% | 1,000 | | 35% | 78% | 1,200 |
| | 45% | 59% | 2,100 | | 45% | 66% | 2,400 |
| | 55% | 48% | 3,200 | | 55% | 54% | 3,600 |
| | 65% | 37% | 4,300 | | 65% | 42% | 4,800 |

Fuente: Citi Research

Grupo Aeroportuario del Centro Norte (OMA.B)

- **Reiteramos nuestra recomendación de Neutral para las acciones de OMA** — Para mayor detalle favor de referirse a las páginas 2 a la 11.

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Neutral | 2 |
| Precio BMV (9 ene 2019 16:00) | P\$102.90 |
| Precio Objetivo BMV* | P\$118.00 |
| Precio ADR (9 ene 2019 16:00) | US\$42.90 |
| Precio Objetivo ADR | US\$48.00 |
| Rendimiento por precio | 11.9% |
| Rendimiento por dividendos | 0.2% |
| Rendimiento Total Esperado | 12.1% |
| Valor de mercado (en millones) | P\$40,582 |
| | US\$2,112 |

* PO en P\$ proporcionado por el analista (ver sección de Valuación).

| Estimados | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 1T18A | 2T18A | 3T18A | 4T18E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-------|
| Ventas (mill. US\$) | 382 | 411 | 367 | 384 | 105 | 102 | 105 | 99 |
| EBITDA aj. (mill. US\$) | 189 | 232 | 216 | 230 | 56 | 58 | 63 | 55 |
| Margen EBITDA aj. (%) | 49.6 | 56.4 | 58.9 | 59.8 | 53.1 | 56.6 | 60.1 | 55.7 |
| Utilidad Neta (mill. US\$) | 114 | 144 | 130 | 140 | 33 | 36 | 38 | 36 |
| ÚPA (US\$) | 2.32 | 2.92 | 2.64 | 2.85 | 0.67 | 0.74 | 0.78 | 0.72 |
| Valuación | | | | | Razones | 2017A | 2018E | |
| VC/EBITDA aj. | 11.7 | 9.7 | 10.1 | 9.1 | ROE aj. (%) | 33.7 | 37.0 | |
| P/U | 18.5 | 14.7 | 16.2 | 15.1 | ROIC aj. (%) | 25.4 | 26.4 | |
| FLE (%) | 3.5 | 5.8 | 5.0 | 5.6 | Deuda /Capital (%) | 40.2 | 36.9 | |

Fuente: Reportes de la compañía y dataCentral, Citi Research.

Caso Optimista vs. Caso Pesimista: OMA Airports (OMA.B)

Caso optimista vs. Caso Pesimista – OMA (OMA.B)

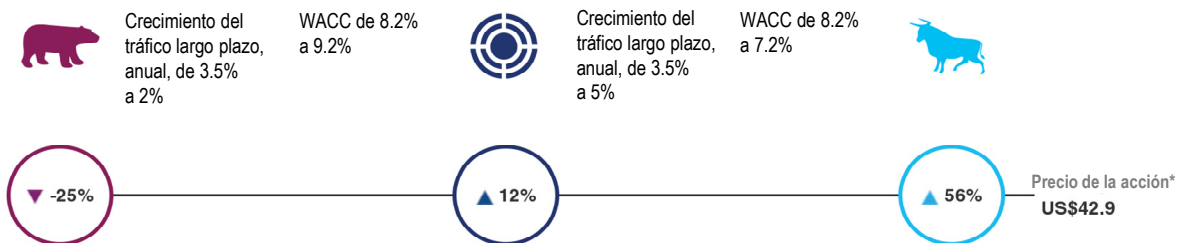
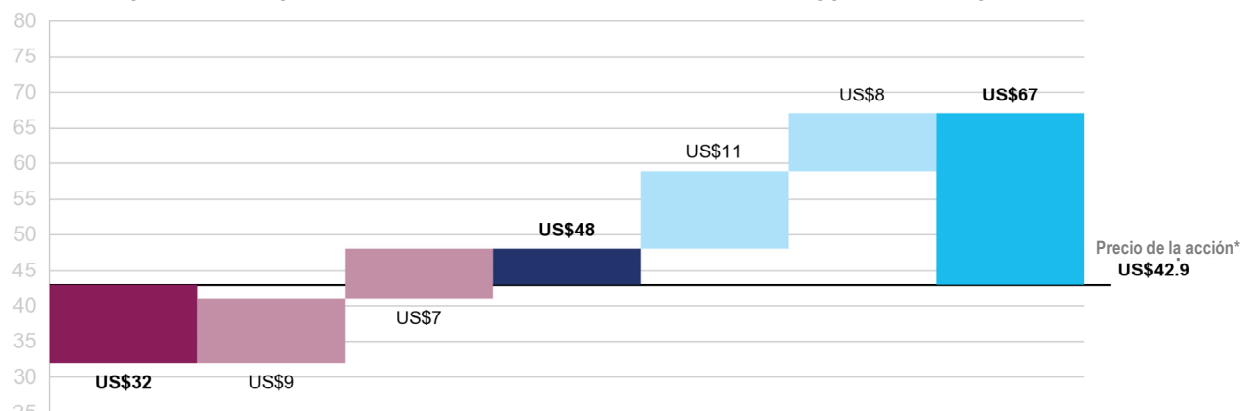


Precio Objetivo – US\$48/ADR

Recomendación - Neutral

Retorno esperado del precio de la acción: 12%

Diferencial Caso Optimista vs. Pesimista: 81 p.p.



Fuente: Citi Research

* Precio de la acción al 8 de enero de 2019 a las 16:00 hrs.



US\$67

- Crecimiento del tráfico a largo plazo, anual, de 3% a 4.5% - añade US\$3.
- WACC de 8% a 7.5% - añade US\$5.



US\$48

- Crecimiento del tráfico a largo plazo, anual, de 3%.
- WACC de 8%.



US\$32

- Crecimiento del tráfico a largo plazo, anual, de 3% a 2.5% - reduce US\$7.
- WACC de 8% a 8.5% - reduce US\$5.

Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP. B)

■ **GAP con recomendación de Venta** — Para mayor detalle referirse a las páginas 2 a la 11.

| Venta | 3 |
|-----------------------------------|---------------|
| Precio BMV (9 ene 2019 16:00) | P\$173.01 |
| Precio Objetivo BMV* | P\$141.00 |
| Precio ADR (9 ene 2019 16:00) | US\$90.06 |
| Precio Objetivo ADR | US\$72.00 |
| Rendimiento por precio | -20.1% |
| Rendimiento por dividendos | 4.4% |
| Rendimiento Total Esperado | -15.6% |
| Valor de mercado (en millones) | P\$97,074 |
| | US\$5,052 |

* PO en P\$ proporcionado por el analista (ver sección de Valuación).

| Estimates | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 1T18A | 2T18A | 3T18A | 4T18E |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas (mill. US\$) | 665 | 712 | 700 | 673 | 188 | 175 | 194 | 194 |
| EBITDA aj. (mill. US\$) | 416 | 443 | 435 | 422 | 123 | 109 | 119 | 116 |
| Margen EBITDA aj. (%) | 62.5 | 62.3 | 62.1 | 62.7 | 65.4 | 62.3 | 61.5 | 59.9 |
| Utilidad Neta (mill. US\$) | 255 | 264 | 262 | 239 | 79 | 61 | 54 | 81 |
| UPA (US\$) | 4.54 | 4.70 | 4.68 | 4.25 | 1.40 | 1.08 | 0.96 | 1.45 |
| Valuación | | | | | Razones | | 2017A | 2018E |
| VC/EBITDA aj. | 13.1 | 12.4 | 12.6 | 13.3 | ROE aj. (%) | | na | na |
| P/U | 19.9 | 19.2 | 19.3 | 21.2 | ROIC aj. (%) | | 51.9 | 52.1 |
| FLE (%) | 4.6 | 4.7 | 4.9 | 1.5 | Deuda /Capital (%) | | 37.5 | 41.0 |

Fuente: Reportes de la compañía y dataCentral, Citi Research.

Caso Optimista vs. Caso Pesimista: GAP Airports (GAP.B)

Caso optimista vs. Caso Pesimista – GAP (GAP.B)

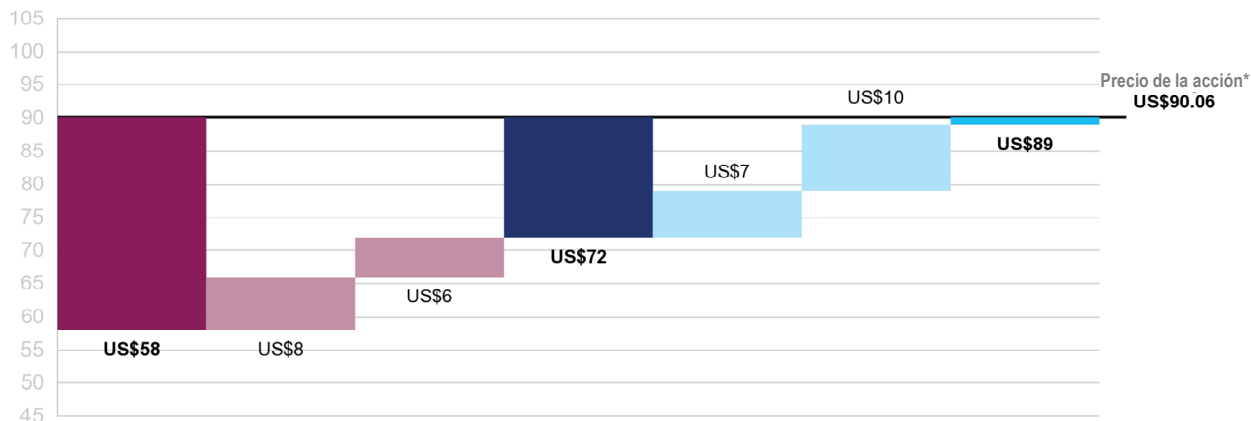


Precio Objetivo – US\$72/ADR

Recomendación - Venta

Retorno esperado del precio de la acción: -20%

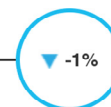
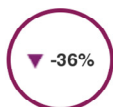
Diferencial Caso Optimista vs. Pesimista: 35 p.p.



WACC de 8% a 9%
Crecimiento largo plazo, anual, de 3% a 2%



WACC de 8% a 7%
Crecimiento largo plazo, anual, de 3% a 4.5%



Precio de la acción*
US\$90.06

Fuente: Citi Research

* Precio de la acción al 8 de enero de 2019 a las 16:00 hrs.



US\$89

- WACC de 8% a 7%
- Crecimiento a largo plazo, anual, de 3% a 4.5%



US\$72

- WACC a 8%
- Crecimiento a largo plazo, anual, a 3%



US\$58

- WACC de 8% a 9%
- Crecimiento a largo plazo, anual, de 3% a 2%

Grupo Aeroportuario del Centro Norte

Descripción de la Compañía

Grupo Aeroportuario del Centro Norte (OMA), con sede en Monterrey, controla las concesiones de 13 aeropuertos en el norte y centro de México. Sus principales aeropuertos son Monterrey, Culiacán, Mazatlán y Chihuahua. La compañía también posee el 90% de NH Hoteles en la Terminal 2 del aeropuerto de la Ciudad de México.

Estrategia de Inversión

Asignamos una recomendación de Neutral a OMA. Como consecuencia del sólido rendimiento del precio de la acción y su desempeño operativo en los últimos dos años, ha aumentado la incertidumbre sobre el Programa Maestro de Desarrollo (PMD) de la compañía. Asimismo, OMA parece la más vulnerable a cualquier posible problema de las aerolíneas mexicanas.

Valuación

Para OMA, derivamos nuestro Precio Objetivo de P\$118.00 por acción o US\$48.00 por ADR usando una metodología de flujos de efectivo descontados (DCF). Nuestro modelo considera que las concesiones aeroportuarias de OMA vencen en 2048E y utiliza un WACC de 8.2%.

Riesgos

Los principales riesgos para OMA son los siguientes:

(A) La violencia del crimen organizado podría no mejorar, o bien, empeorar en el norte de México; (B) las decisiones irracionales sobre la capacidad de las aerolíneas podrían generar una volatilidad significativa en los resultados del flujo de tráfico de OMA; y (C) los riesgos macroeconómicos, como los altos precios del petróleo, una recesión económica o decisiones regulatorias adversas para el sector; y (D) los riesgos de un exceso de acciones a corto plazo, asociados con las actuales dificultades financieras de su compañía matriz Empresas ICA. Los riesgos de alza incluyen un sistema de aerolíneas mexicanas más robusto que el esperado y la reactivación de los proyectos de *shale* gas en el norte de México.

Si el impacto resulta ser mayor a lo esperado, creemos que el precio de la acción podría enfrentar mayores dificultades para lograr nuestro Precio Objetivo.

Grupo Aeroportuario del Pacífico

Descripción de la compañía

GAP (Grupo Aeroportuario del Pacífico), el mayor de los tres grupos aeroportuarios mexicanos que cotizan en bolsa, controla las concesiones de 12 aeropuertos en la costa oeste de México. Los principales aeropuertos de la compañía son Guadalajara, Los Cabos y Puerto Vallarta.

Estrategia de inversión

Asignamos una recomendación de Venta a las acciones de GAP, ya que vemos que las acciones cotizan por encima de su valor justo, considerando que los fundamentales de la compañía son buenos, pero no excepcionales. La compañía tiene cualidades defensivas, incluyendo altos márgenes EBITDA, un flujo de efectivo neto positivo y una concesión aeroportuaria que no vence hasta 2048. Por otro lado, el crecimiento del EBITDA y del tráfico se está desacelerando, y las repercusiones de las elecciones presidenciales en EUA podrían impactar a las acciones, particularmente para una compañía que inauguró recientemente el puente que conecta EUA con el aeropuerto de Tijuana.

Valuación

Nuestro precio objetivo para GAP es de P\$141.00 por acción o US\$72.00 por ADR, usando una metodología de flujos de efectivo descontados (DCF). Nuestro modelo de flujos de efectivo descontados no asigna valor a las concesiones mexicanas después de 2048E, ni asigna valor a la concesión del aeropuerto Montego Bay después de 2033E, y considera un WACC de 8%.

Riesgos

Entre los principales riesgos para la compañía se encuentran: (1) Grupo México podría sorprender al mercado y vender toda su participación en GAP, incluso a pesar de que se ha reducido la posibilidad de una oferta pública de acciones; (2) las decisiones irracionales sobre capacidad de las aerolíneas; y (3) los riesgos macroeconómicos, como los altos precios del petróleo, una recesión económica o decisiones regulatorias adversas para el sector.

Entre los riesgos al alza se encuentran: (A) un flujo de tráfico mejor de lo esperado; (B) una sólida recuperación del aeropuerto Montego Bay, Jamaica, operado por la compañía.

Si cualquiera de estos factores tiene un efecto mayor/menor del que anticipamos, la acción podría no lograr/superar nuestro Precio Objetivo.

Anexo A-1

Certificación del Analista

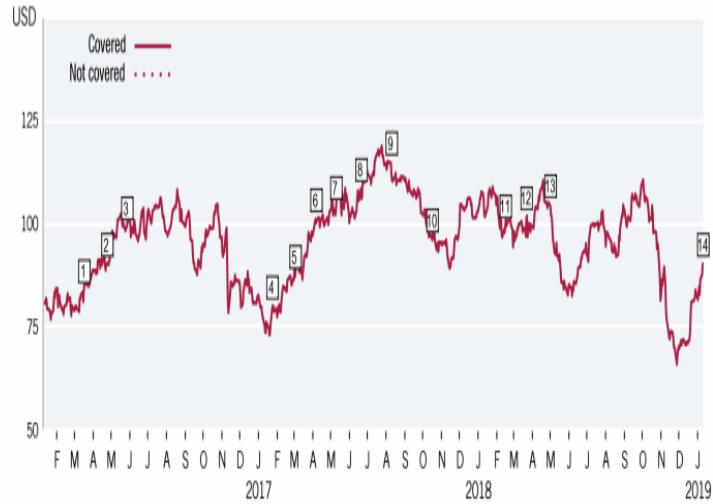
Los analistas principalmente responsables de la preparación y contenido de este reporte de análisis están (i) designados como "AC" en la sección del autor de la portada, o (ii) nombrados en negritas al costado del contenido que es atribuible a dicho analista. Si se designan varios analistas con certificación AC en la sección del autor de la portada, cada analista está certificando con respecto a la totalidad del reporte de análisis, excepto (a) el contenido atribuible a otro analista certificador AC nombrado en negrita al costado del contenido; y (b) las opiniones expresadas únicamente con respecto a una emisora específica atribuibles a otro analista certificador AC identificado en las gráficas de precios o en las tablas de historial de recomendación para la emisora mostradas más adelante. Cada analista certifica, con respecto a las secciones de este reporte para las cuales es responsable: (1) que las opiniones expresadas en el mismo reflejan fielmente sus opiniones personales en relación a cada emisora y valor referenciado, y que fueron preparadas de manera independiente, incluso con respecto a Citigroup Global Markets Inc. y sus afiliadas; y (2) que ninguna parte de la compensación del analista estuvo, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con las recomendaciones u opiniones específicas declaradas por el analista en este reporte de análisis.

DECLARACIONES IMPORTANTES

GAP Airports (PAC)

Ratings and Target Price History Fundamental Research

Analyst: Stephen Trent



| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|---|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 1 | 16-Mar-16 20:00:00 | 3H | *61.00 | 83.68 |
| 2 | 24-Apr-16 19:19:28 | 3H | *62.00 | 90.04 |
| 3 | 25-May-16 21:05:41 | *3 | *63.00 | 98.90 |
| 4 | 23-Jan-17 19:00:00 | 3 | *55.00 | 79.68 |
| 5 | 02-Mar-17 12:45:12 | 3 | *57.00 | 87.27 |

| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|----|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 6 | 05-Apr-17 20:00:00 | 3 | *62.00 | 101.01 |
| 7 | 09-May-17 17:46:54 | 3 | *67.00 | 103.77 |
| 8 | 19-Jun-17 20:00:00 | 3 | *70.00 | 108.41 |
| 9 | 08-Aug-17 15:30:34 | 3 | *71.00 | 114.71 |
| 10 | 16-Oct-17 20:00:00 | 3 | *78.00 | 96.07 |

| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|----|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 11 | 14-Feb-18 20:00:00 | 3 | *74.00 | 99.23 |
| 12 | 21-Mar-18 20:00:00 | 3 | *77.00 | 101.28 |
| 13 | 30-Apr-18 23:55:53 | 3 | *75.00 | 104.17 |
| 14 | 09-Jan-19 12:02:43 | 3 | *72.00 | 90.09 |

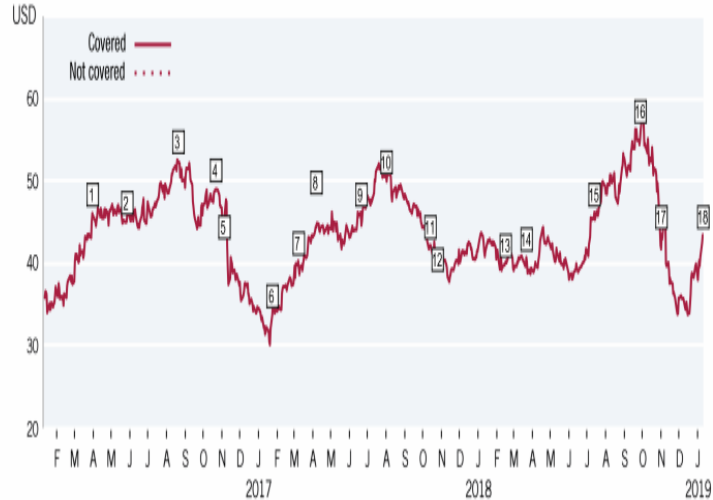
*Indicates Change

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

OMA Airports (OMAB)

Ratings and Target Price History Fundamental Research

Analyst: Stephen Trent



| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|---|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 1 | 30-Mar-16 18:33:51 | 1 | *53.00 | 46.06 |
| 2 | 25-May-16 21:05:41 | 1 | *54.00 | 45.04 |
| 3 | 19-Aug-16 23:00:00 | *2 | *57.00 | 52.42 |
| 4 | 21-Oct-16 09:52:38 | 2 | *54.00 | 48.97 |
| 5 | 04-Nov-16 17:45:18 | 2 | *50.00 | 45.25 |
| 6 | 23-Jan-17 19:00:00 | *1 | *41.00 | 33.79 |

*Indicates Change

| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|----|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 7 | 07-Mar-17 00:39:33 | 1 | *45.00 | 40.29 |
| 8 | 05-Apr-17 20:00:00 | 1 | *51.00 | 44.40 |
| 9 | 19-Jun-17 20:00:00 | 1 | *52.00 | 46.18 |
| 10 | 01-Aug-17 23:22:27 | 1 | *57.00 | 49.98 |
| 11 | 13-Oct-17 16:13:17 | 1 | *52.00 | 42.17 |
| 12 | 24-Oct-17 03:42:23 | 1 | *51.00 | 41.26 |

| | Date | Rating | Target Price | Closing Price |
|----|--------------------|--------|--------------|---------------|
| 13 | 14-Feb-18 20:00:00 | 1 | *50.00 | 40.01 |
| 14 | 21-Mar-18 20:00:00 | 1 | *51.00 | 40.71 |
| 15 | 12-Jul-18 20:00:00 | *2 | *48.00 | 46.17 |
| 16 | 27-Sep-18 20:00:00 | 2 | *54.00 | 56.19 |
| 17 | 01-Nov-18 17:18:20 | 2 | *49.00 | 43.46 |
| 18 | 09-Jan-19 12:16:31 | 2 | *48.00 | 43.41 |

Rating/target price changes above reflect Eastern Time

Uno o más miembros del consejo de administración de una de las subsidiarias de Citigroup Holdings son miembros del consejo de administración de Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., han recibido de GAP Airports, OMA Airports compensaciones por productos o servicios diferentes de los proporcionados por Banca de Inversión durante los últimos 12 meses.

Citigroup o sus filiales, término que incluye, entre otros, a Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, a Banco Nacional de México, S.A., y a Grupo Financiero Banamex, S.A. de C.V., actualmente tiene, o ha tenido durante los pasados 12 meses, la(s) siguiente(s) empresa(s) como cliente(s) en cuanto a servicios que no se encuentran relacionados con valores, ni con servicios proporcionados por Banca de Inversión: GAP Airports, OMA Airports.

Declaración para los inversionistas en la República de Turquía: Bajo la Ley de Mercados de Capital de Turquía (Ley No: 6362), la información, comentarios y consejos de inversión aquí ofrecidos no forman parte de la actividad de asesoría de inversión. Los servicios de asesoría de inversión son ofrecidos por instituciones autorizadas a personas y entidades con carácter privado considerando sus preferencias de riesgo y retorno. Por su parte, los comentarios y consejos aquí ofrecidos son de naturaleza general y, como consecuencia, podrían no ajustarse a su situación financiera y preferencias de riesgo y retorno. Por este motivo, adoptar una decisión de inversión confiando solo en la información aquí ofrecida podría no ofrecer los resultados que satisfagan sus expectativas. Asimismo, Citi Research es una división de Citigroup Global Markets Inc. (la "Firma"), la cual hace y busca hacer negocios con compañías y/o negocia valores bajo cobertura en estos reportes de análisis. Por lo tanto, los inversionistas deberían estar conscientes de que la Firma podría tener un conflicto de interés que podría afectar la objetividad de este reporte.

La compensación de los analistas la determinan el equipo directivo de Citi Research y los altos directivos de Citigroup, y se basa en las actividades y servicios destinados a beneficiar a los clientes inversionistas de Citigroup Global Markets Inc. y sus afiliados (la "Firma"). La compensación no está relacionada con transacciones o recomendaciones específicas. Al igual que el resto de los empleados de la Firma, la compensación que reciben los analistas depende de la rentabilidad global de la Firma, la cual incluye los ingresos de banca de inversión, ventas e intermediación, y compra de valores en el mercado secundario para su posterior venta tras la apreciación de su precio (principal trading). Un factor que influye en la compensación que reciben los analistas de renta variable es la organización de eventos de acceso corporativo entre clientes institucionales y los equipos directivos de las compañías bajo cobertura. Por lo general, es más probable que los ejecutivos participen en estos eventos si el analista tiene una opinión positiva de sus compañías.

Los analistas responsables de la elaboración de este reporte de análisis no percibieron compensación alguna de personas distintas a la Firma a la que presta sus servicios, o personas morales que pertenezcan al mismo Grupo financiero o Grupo empresarial al que pertenece dicha firma.

Para las acciones que se recomiendan en el Producto, en las que la Firma no es Formador de Mercado, la Firma es un proveedor de liquidez en los instrumentos financieros del emisor y puede actuar como principal en relación con dichas transacciones. Acciones y Valores Banamex,

S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex, (Accival), como parte habitual de su actividad como intermediario del mercado de valores, participa en la compra y venta, incluso por cuenta propia, de acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, incluyendo las recomendadas en el Producto, y sus transacciones podrían llegar a ser inconsistentes con el análisis del Producto. Con respecto a las acciones cubiertas por el Producto, la Firma podrá, por cuenta propia, comprarlas o venderlas a sus clientes.

La firma es un formador de mercado de las acciones de OMA Airports.

A menos que se indique lo contrario, ni el Analista ni ningún miembro de su equipo han visto las operaciones materiales de las Compañías para las cuales se ha proporcionado una perspectiva de inversión en los últimos 12 meses.

DISTRIBUCIÓN DE CALIFICACIONES DE EMISORAS MEXICANAS CUBIERTAS POR CITIGROUP

| Datos al 31 Dec 2018 | Rating 12 Meses | | | Catalyst Watch | | |
|---|-----------------|----------|-------|----------------|----------|-------|
| | Compra | Mantener | Venta | Compra | Mantener | Venta |
| Cobertura Fundamental de Citi Research | 54% | 36% | 10% | 10% | 86% | 4% |
| % de las compañías clientes de banca de inversión | 64% | 63% | 60% | 69% | 63% | 68% |

Guía del sistema de calificaciones de inversión de Análisis Fundamental de Citi Research

Nuestro sistema de recomendaciones incluye una calificación de inversión y una calificación opcional de riesgo para destacar las acciones de alto riesgo. La calificación de riesgo toma en cuenta tanto la volatilidad en el precio como criterios de análisis fundamental. A las acciones se les asignará una calificación de riesgo Alto o no se les asignará ninguna calificación de riesgo.

Calificaciones de inversión: Nuestras calificaciones de inversión son Compra, Neutral, y Venta. Nuestras calificaciones se basan en las expectativas de nuestros analistas del rendimiento total esperado ("RTE") y del riesgo. El RTE es la suma del pronóstico de apreciación (o depreciación) del precio y del rendimiento del dividendo de la acción dentro de los 12 meses siguientes. El precio objetivo se basa en un período de tiempo de 12 meses. Las definiciones de las calificaciones de inversión son: Compra (1), RTE del 15% o más o del 25% o más para las acciones de riesgo Alto; y Venta (3), RTE negativo. Cualquier acción bajo nuestra cobertura sin asignación de Compra o Venta es Neutral (2). Para las acciones con calificación de Neutral, si un analista considera que no existen suficientes catalizadores de valuación y/o de inversión para obtener una recomendación de inversión positiva o negativa, puede optar -con la aprobación de la administración de Citi Research- por no asignar un precio objetivo, por lo que no se obtendría un RTE. Los analistas pueden colocar emisoras bajo nuestra cobertura "Bajo Revisión" en respuesta a circunstancias excepcionales (como la falta de información crítica para su tesis) que afectan a la compañía y/o la cotización de las acciones (como la suspensión de la cotización de la acción). En cuanto sea posible, el analista publicará una nota restableciendo una recomendación y una tesis de inversión. Para satisfacer los requisitos regulatorios, "Bajo Revisión" y "Neutral" corresponderán a una recomendación de "Mantener" en nuestra tabla de distribución de recomendaciones de análisis fundamental a 12 meses. Sin embargo, reiteramos que no consideramos "Bajo Revisión" como una recomendación. Las calificaciones de inversión están determinadas por los rangos arriba descritos al momento de iniciar cobertura, un cambio de calificación de inversión y / o riesgo o cambio de precio objetivo (a discreción limitada de la dirección). En otros casos, el rendimiento total esperado puede caer fuera de estos rangos debido a movimientos del precio y / o otra volatilidad de corto plazo o patrones de operación. Tales desviaciones de los rangos específicos serán permitidas, pero estarán sujetas a revisión por parte de la Dirección de Análisis. La decisión de un inversionista de comprar o vender una acción debe basarse en objetivos personales de inversión y hacerse solamente después de evaluar el desempeño y el riesgo esperado de la acción.

Sugerencias de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja:

Citi Research también puede incluir una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza o Baja (Catalyst Watch Upside/Downside call) para destacar catalizadores o eventos específicos a corto plazo que impacten a la compañía o al mercado y que se espera influyan en el precio de la acción durante un período específico de 30 o 90 días. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza (Baja) indica que el analista espera que el precio de la acción suba (baje) en términos absolutos durante el período específico. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja vencerá automáticamente al fin del período específico de 30/90 días; asimismo, el analista puede cerrar una sugerencia de Monitoreo de Catalizador antes del fin del período específico en un reporte de análisis publicado. Una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja puede ser diferente a y no afecta a la recomendación fundamental de la acción, la cual refleja una expectativa de rendimiento total y absoluta a un plazo más largo. A efectos de las normas de recomendaciones, distribución y declaraciones de FINRA, una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza corresponde a una recomendación de Compra y una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Baja corresponde a una recomendación de Venta. Cualquier acción que no tenga asignada una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Alza o una sugerencia de Monitoreo de Catalizador de Baja se considera Monitoreo de Catalizador Sin Recomendación (Catalyst Watch Non-Rated; CWNR). A efectos de las normas de recomendaciones, distribución y declaraciones de FINRA, CWNR corresponde a Mantener en nuestra tabla de distribución de recomendaciones para nuestro sistema de recomendaciones Monitoreo de Catalizador de Alza/Baja. Sin embargo, reiteramos que no consideramos a CWNR como una recomendación. Con todas las sugerencias de Monitoreo de Catalizador de Alza o Baja existe un riesgo de que el (los) catalizador(es) y los movimientos de precios de acciones relacionados no se materialicen como se esperaba.

DECLARACIONES DE ANALISTAS NO ESTADOUNIDENSES

Los analistas no estadounidenses que han preparado este reporte (todos los analistas que se listan a continuación distintos a los que están identificados como empleados de Citigroup Global Markets Inc) no están registrados/calificados como analistas ante el FINRA. Estos analistas podrían no estar asociados con la entidad afiliada y por lo tanto, podrían no estar sujetos a las restricciones correspondientes a la Regla 2241 del FINRA, relativas a comunicaciones con la compañía objeto del análisis, a apariciones públicas y a operaciones con valores mantenidos en la cuenta de un analista. A continuación se listan las entidades legales que dan empleo a los autores de este reporte:

| | |
|---------------------------------|---------------|
| Citigroup Global Markets Inc | Stephen Trent |
| Citigroup Global Markets Brazil | Lucas Laghi |

OTRAS DECLARACIONES

Cualquier precio(s) de los instrumentos mencionados en las recomendaciones corresponden al cierre del mercado del día anterior en el mercado primario del instrumento, a menos de que se especifique lo contrario.

La finalización y primera divulgación de cualquier recomendación realizada en este reporte de análisis corresponden a la fecha y hora del Este de los Estados Unidos indicada en la parte superior de este Producto. Si el Producto incluye opiniones de otros analistas, consulte la gráfica de precios o la tabla del historial de recomendaciones correspondiente a la fecha/hora de finalización y primera divulgación relacionada con esa opinión.

En el caso de que una recomendación difiera de cualquiera de las recomendaciones anteriores del autor en relación con el mismo instrumento financiero o emisor publicado durante el período anterior de 12 meses, las regulaciones europeas exigen que se indique el cambio o los cambios y la fecha de esa recomendación previa. Para cobertura fundamental, consulte la gráfica de precios o el historial de cambios de recomendaciones en el apéndice de los anexos, o el resumen del anexo del emisor en https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures.

Las regulaciones europeas exigen un historial de precios de cinco años cuando se menciona el rendimiento pasado de un instrumento financiero. El Charting Tool de CitiVelocity (https://www.citivelocity.com/cv2/#go/CHARTING_3_Equities) ofrece la facilidad de crear gráficas de precios a la medida, incluyendo una opción a cinco años. Esta herramienta se puede encontrar en la sección de Data & Analytics en cualquiera de los menús de clases de activos en CitiVelocity (<https://www.citivelocity.com/>). Si desea más información, contacte al servicio de atención al cliente de CitiVelocity (https://www.citivelocity.com/cv2/go/CLIENT_SUPPORT). La fuente de todos los precios mencionados, a menos de que se indique lo contrario, es DataCentral, la cual utiliza información de precios de Thomson Reuters. El rendimiento pasado no garantiza ni es un indicador fiable de resultados futuros. Los estimados no son garantía ni un indicador fiable del rendimiento futuro.

Citi Research generalmente difunde sus análisis a los clientes institucionales y minoristas globales de la Firma a través de plataformas de distribución electrónica propias (por ejemplo, City Velocity y Citi Personal Wealth Management) y no propias. Ciertos análisis pueden difundirse solo a través de plataformas de distribución propias de Citi; sin embargo, dichos análisis no incluirán cambios a los estimados de ganancias, precio objetivo, recomendación de inversión o riesgo, o tesis de inversión, ni será inconsistente con los análisis previamente publicados por el autor. Ciertos análisis se distribuirán solamente a inversionistas institucionales para satisfacer requisitos reglamentarios. Los analistas individuales de Citi Research también pueden optar por enviar análisis publicados a uno o más clientes por correo electrónico; dicha distribución por correo electrónico es discrecional y solo se realizará después de la difusión de los análisis.

El nivel y los tipos de servicios ofrecidos por los analistas de Citi Research a los clientes pueden variar, dependiendo de factores como las preferencias individuales de los clientes en cuanto a la frecuencia y forma en que desean recibir las comunicaciones de los analistas, el perfil de riesgo del cliente y sus intereses y perspectivas de inversión (por ejemplo, inversiones por mercados, por sectores, en el largo plazo, en el corto plazo, etc.), la relevancia y alcance de la relación del cliente con Citi, y las restricciones jurídicas y regulatorias.

Los valores recomendados, ofrecidos o vendidos por Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex (Accival): (i) no están asegurados por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario; (ii) no están depositados en institución alguna que se encuentre protegida por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario; y (iii) están sujetos a riesgos, incluyendo la posible pérdida del monto inicial invertido. El Producto es para fines informativos solamente y no se debe tomar como una oferta o solicitud de compra o de venta de un valor. Cualquier decisión de compra o de venta de los valores mencionados en el Producto, debe tomar en cuenta información pública existente sobre las emisoras, así como cualquier prospecto de información al público inversionista. Aunque la información para elaborar nuestras recomendaciones se ha obtenido de, y está basada en fuentes que Accival considera confiables, no se garantiza su exactitud, y puede estar incompleta o condensada. Sin embargo, Accival ha dado los pasos razonables para determinar la exactitud e integridad de las declaraciones hechas en la sección "Declaraciones Importantes" del Producto. En la elaboración del Producto, los analistas de Accival pudieron haber recibido apoyo de la(s) compañía(s) a la(s) que se refiere el Producto, incluyendo, pero no limitándose a reuniones con la administración de la(s) compañía(s) en cuestión o visitando las compañías.

Las políticas de Accival prohíben a analistas el envío de los borradores del Producto a la(s) compañía(s) en cuestión. Sin embargo, se debe suponer que el autor tuvo la comunicación necesaria con la(s) compañía(s) para asegurar la precisión de los hechos antes de su publicación. Todas las opiniones, proyecciones y estimados que se encuentran en el Producto reflejan la visión del autor a la fecha de la publicación del mismo y, junto con cualquier otra información contenida en el Producto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Asimismo, los precios y la disponibilidad de los instrumentos financieros están sujetos a cambios sin previo aviso. A pesar de que por la naturaleza de su negocio, otras áreas dentro de Accival o Grupo Financiero Banamex pudieran obtener información de las compañías mencionadas en este Producto, dicha información no ha sido utilizada para la elaboración del mismo.

Aunque Accival no fija una frecuencia predeterminada de publicación, si el Producto es un reporte de análisis fundamental de renta variable o de crédito, la intención de Accival es ofrecer cobertura de análisis de los emisores bajo cobertura, incluyendo en respuesta a noticias relacionadas con el emisor. Para reportes de análisis no fundamentales, Accival podría no ofrecer actualizaciones frecuentes a las opiniones, recomendaciones y hechos incluidos en los reportes. A pesar de que Accival cubre a, hace recomendaciones sobre o analiza a emisores, Accival podría verse periódicamente restringida de citar a ciertos emisores debido a razones legales o de política. Cuando un componente de una idea publicada de transacción esté sujeto a una restricción, la idea de transacción será retirada de cualquier lista de ideas de transacción abiertas incluidas en el Producto. Al eliminarse la restricción, la idea de transacción será reincorporada en la lista de ideas de transacción abiertas si el analista continúa apoyándola, o bien, será cerrada oficialmente. Accival puede ofrecer diferentes productos y servicios de análisis a diferentes clases de clientes (por ejemplo, con base en los horizontes de inversión a largo o corto plazo) que pueden resultar en conclusiones o recomendaciones divergentes que pueden afectar al precio de un valor contrarias a las recomendaciones en el producto alternativo de análisis, a condición de que cada uno sea consistente con el sistema de recomendación de cada producto respectivo.

Invertir en valores no estadounidenses, incluyendo ADRs, puede conllevar cierto riesgo. Los valores de emisores no estadounidenses, pueden no estar inscritos o no estar sujetos a los requerimientos de reportes de la U.S. Securities Exchange Commission. La información disponible sobre emisoras extranjeras puede ser limitada. Las compañías extranjeras, por lo general, no están sujetas a estándares de auditoría y reportes uniformes, prácticas y requerimientos comparables a los existentes en E.U. Los valores de algunas compañías extranjeras pueden ser menos líquidos y sus precios más volátiles que los valores de compañías estadounidenses comparables. Además, los movimientos en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de una inversión en acciones extranjeras y en el pago del dividendo correspondiente para los inversionistas de E.U.

Los dividendos netos para inversionistas de ADRs son estimados utilizando la tasa de retención de impuestos de la ley que prevalece; sin embargo, los inversionistas deben preguntar a su asesor de impuestos el monto exacto del dividendo. Inversionistas de ciertos estados o

jurisdicciones que han recibido el Producto de la Firma pueden tener prohibido comprar las acciones mencionadas en el Producto por la Firma. Por favor pregunte a su Asesor Financiero para detalles adicionales. Citigroup Global Markets Inc. asume la responsabilidad del Producto en E.U. Cualquier orden de inversionistas estadounidenses que resulte de la información contenida en este Producto puede ser realizada únicamente a través de Citigroup Global Markets Inc.

La entidad legal, Grupo Financiero Banamex o sus filiales, término que incluye más no se limita a Acciones y Valores Banamex, que toma la responsabilidad de la producción del Producto, es la misma entidad legal que emplea al autor principal del Producto. El Producto está disponible en México a través de Citibanamex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante de Grupo Financiero Citibanamex en Paseo de la Reforma 398, Col. Juárez, México, D.F., C.P. 06600. Esta entidad es regulada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Las secciones de Valuación y Riesgos pueden consultarse en el texto del reporte/nota más reciente con relación a la compañía en cuestión. De conformidad con la denominada Market Abuse Regulation (MAR), se puede acceder a todas las recomendaciones de Citi Research publicadas en el periodo anterior de 12 meses en en su portal estándar de distribución. Declaraciones históricas (hasta tres años) serán proporcionadas a petición.

De conformidad con este Comissão de Valores Mobiliários Rule 598, Citi está obligado a declarar si una empresa o negocio relacionado con Citi, tiene una relación comercial con la empresa en cuestión. Considerando que Citi opera varios negocios en más de 100 países en todo el mundo, es probable que Citi tenga una relación comercial con la compañía en cuestión.

La compensación de los analistas está determinada por el Director de Análisis de Inversiones y por la administración de Citigroup, y no está relacionada a una transacción o recomendación específicas. El Producto no podrá ser traducido para llevar a cabo servicios de inversión en jurisdicciones en donde esto no sea permitido. Las inversiones descritas en el producto están sujetas a fluctuaciones en el precio y / o valor por lo que existe la posibilidad de que el inversionista recupere menos de lo que originalmente invirtió. Ciertas inversiones que tienen una alta volatilidad pueden estar sujetas a una caída tal en su valor que podrá igualar, o incluso exceder, el valor de la inversión. Ciertas inversiones pueden contener implicaciones impositivas para clientes privados por lo que la base o nivel impositivo podrá estar sujeto a modificaciones. Si existe alguna duda, el inversionista deberá consultar la opinión de un experto en el tema de impuestos. El Producto no pretende identificar la naturaleza del mercado específico u otros riesgos asociados con una transacción en particular. La recomendación en el Producto es general y no debe de interpretarse como una recomendación personal, dado que se ha realizado sin tomar en cuenta los objetivos, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. Por lo anterior, antes de actuar basados en esta declaración, los inversionistas deben considerar si ésta se adecua a sus objetivos, situación financiera y necesidades.

El producto de Citi Research puede utilizar datos de dataCentral. dataCentral es una base de datos propiedad de Citi Research, que incluye estimados de Citi, datos de reportes de compañías y noticias de Thomson Reuters. La fuente de todos los precios referenciados, a menos que se indique lo contrario, es dataCentral. El desempeño pasado no es garantía o un indicador confiable de resultados futuros. Las proyecciones no son garantía o un indicador confiable del desempeño futuro. La versión impresa e imprimible del informe de análisis podría no incluir toda la información (por ejemplo, cierta información del resumen financiero y datos comparables de la compañía) disponible en la versión en línea en las plataformas de distribución electrónica propiedad de Citigroup.

© 2018 Citigroup Global Markets Inc. Citi Research es una división de Citigroup Global Markets Inc. Citi y el diseño de Citi con el arco son marcas registradas y marcas de servicio de Citigroup Inc. y sus filiales y son utilizadas y están registradas alrededor del mundo. Todos los derechos están registrados. El uso de cualquier dato de análisis de este reporte no pretende ser usado para (a) determinar el precio de los importes adeudados (o valor) con respecto a uno o más productos financieros, y/o (b) medir o comparar el rendimiento de un producto financiero, de una cartera de instrumentos financieros, o de una inversión colectiva asumida, y dicho uso está estrictamente prohibido sin el previo consentimiento escrito de Citi Research. Cualquier uso no autorizado, reproducción, redistribución o divulgación, incluyendo, pero no limitado a, la redistribución del Producto a través del correo electrónico, publicar el producto en un portal, y/o proporcionarle a un tercero la liga para acceder al Producto, está prohibido por la ley y resultará en un juicio o proceso legal. La información contenida en el Producto está dirigida exclusivamente al destinatario y no deberá ser distribuida por dicho destinatario. El presente material está dirigido a clientes de Citibanamex Casa de Bolsa y su distribución se realiza exclusivamente dentro de los Estados Unidos Mexicanos. Cualquier información incluida en este Producto, que haga referencia a MSCI, es propiedad exclusiva de Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI). Esta información, y cualquier otra de propiedad intelectual de MSCI, no deberá ser reproducida, redistribuida o utilizada en forma alguna, para crear productos financieros de ningún tipo, incluyendo los índices, sin previa aprobación por escrito por parte de MSCI. Esta información se presenta "tal cual". El usuario asume el riesgo total de cualquier uso que se haga de esta información. MSCI, sus filiales y cualquier otro participante involucrado en, o relacionado con la captura o compilación de la información sin limitarse, niega todas las garantías de originalidad, precisión, integridad, mercadeo o conveniencia para un propósito particular con respecto a esta información. Por ningún motivo MSCI, sus filiales o cualquier tercer participante involucrado en, o relacionado con, la captura o compilación de la información, serán responsables de los daños o perjuicios que pudieran generarse. Morgan Stanley Capital International y los índices MSCI son marcas de MSCI y sus filiales. El Global Industry Classification Standard (GICS) fue desarrollado y es propiedad exclusiva de Morgan Stanley Capital International Inc. y Standard & Poor's. GICS es una marca de servicio de MSCI y S&P y Citi tiene licencia para su uso. Parte de este producto puede contener información patentada de Sustainalytics que no se puede reproducir, usar, diseminar, modificar ni publicar de ninguna manera sin el consentimiento expreso por escrito de Sustainalytics. Sustainalytics, sus filiales y cualquier tercero involucrado en, o relacionado con, la computación o compilación de la información renuncia expresamente a todas las garantías de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o conveniencia para un propósito particular con respecto a esta información. Toda información atribuida a Sustainalytics se proporciona únicamente con fines informativos y, por sí sola, no debe considerarse una oferta para comprar o vender un valor. Ni Sustainalytics ni todos sus proveedores externos brindan asesoramiento de inversión (tal como se define en la jurisdicción aplicable) ni ninguna otra forma de asesoramiento (financiero). La información se proporciona "tal cual" y, por lo tanto, Sustainalytics no asume ninguna responsabilidad por errores u omisiones. Sustainalytics no se hace responsable de los daños que surjan del uso de este producto o la información contenida en este documento de cualquier manera. La Firma no asume responsabilidades por acciones de terceros. El Producto puede contener direcciones o ligas a portales. La Firma únicamente ha revisado las ligas a páginas de la Firma. La Firma únicamente se hace responsable de la información contenida en su página y no ofrece responsabilidad o garantía sobre datos o información contenida en otras páginas. Dichas direcciones o ligas (incluyendo las de la Firma) se proporcionan únicamente para su conveniencia e información y no forman, de ninguna manera, parte de este documento. El acceder a dichas páginas cuya dirección está en el Producto es bajo su propia responsabilidad y la Firma no se hace responsable de la página, ni de las ligas que ésta contenga.

Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex, (Accival) a través de Grupo Financiero Banamex ("Banamex") es una subsidiaria de Citigroup Inc.

INFORMACIÓN ADICIONAL DISPONIBLE A PETICIÓN.

[E6WYB6412478]

Favor de enviar cualquier comentario, queja o sugerencia a la siguiente dirección: mesadeanalisismx@citi.com