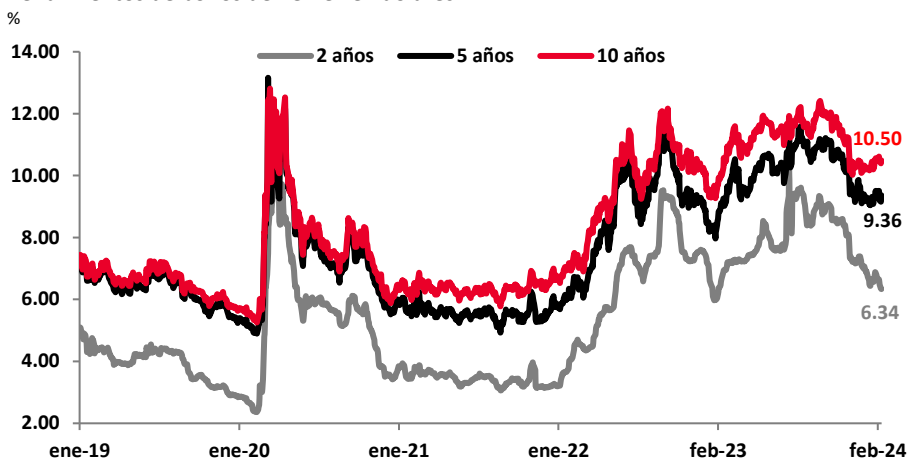


## Estímulos fiscales impulsan utilidad de PEMEX en el 4T23

- El pasado 27 de febrero, PEMEX reportó que los ingresos en el 4T23 cayeron 17.4% a/a, principalmente por menores precios de gasolinas, diésel, turbosina, gas natural, gas licuado y los precios internacionales de la mezcla mexicana. A ello se sumó una menor demanda nacional de los principales petrolíferos (1,640.8 Mbd, -1.7%)
- Las ventas nacionales y de exportación cayeron 19.9% y 14.3%, respectivamente. El precio promedio de la gasolina de bajo octanaje en el periodo fue de 2.74 US\$/gal (-50.5% a/a)
- La utilidad neta fue de \$106.9 mil millones en el 4T23, mucho mayor a la pérdida neta de \$95.6 mil millones del mismo periodo del año pasado. Lo anterior se debe a: (1) Una reversión del deterioro de activos fijos; (2) una disminución del costo de ventas; (3) una utilidad cambiaria de \$55.3 mil millones; y (4) la disminución de impuestos y derechos por la aplicación del decreto que otorgó estímulos fiscales por el monto devengado del DUC y del derecho de extracción de hidrocarburos en el 4T23 y enero de 2024 por \$81.9 mil millones durante el trimestre
- La deuda financiera cayó 14.2% vs el cierre de 2022 (\$1,794.7 mil millones o US\$106.1 mil millones), con amortizaciones netas de \$97.5 mil millones. Aproximadamente el 80.5% de la deuda está en monedas distintas al peso (excluyendo también UDIS)
- Asimismo, PEMEX cuenta con líneas de crédito revolventes para administración de liquidez hasta por US\$6.9 mil millones y \$20.5 mil millones. Al 4T23 se encontraban US\$230 millones disponibles
- La producción promedio de hidrocarburos líquidos (crudo y condensados) fue de 1,856 Mbd (+3.0% a/a) debido a la incorporación de pozos en campos nuevos. Por otro lado, la producción de gas natural disminuyó a 3,954 MMpcd (-0.8% a/a)
- Se realizaron inversiones por \$356.9 mil millones (US\$20.1 mil millones) representando 99.9% del presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal (\$357.2 mil millones o US\$20.12 mil millones)
- El rendimiento del bono *on-the-run* en dólares de 10 años cerró el año en 10.31% (-167pb t/t), siguiendo el rally en toda clase de activos detonado por un excesivo optimismo en los mercados sobre el rumbo de la economía y la política monetaria

Rendimientos de bonos de Pemex en dólares



Fuente: Bloomberg, Banorte



Hugo Armando Gómez Solís  
Subdirector Deuda Corporativa  
hugoa.gomez@banorte.com



Leslie Thalía Orozco Vélez  
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com



Gerardo Daniel Valle Trujillo  
Gerente Deuda Corporativa  
gerardo.valle.trujillo@banorte.com

Agencia	S&P	Moody's	Fitch
Escala Global	BBB	B3	B+
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable
Revisión	06-jul-22	9-feb-24	20-dic-23



[@analisis\\_fundam](http://www.banorte.com/analiseconomico)

Ganadores de los premios como los mejores pronosticadores económicos de México por LSEG y Focus Economics en 2023



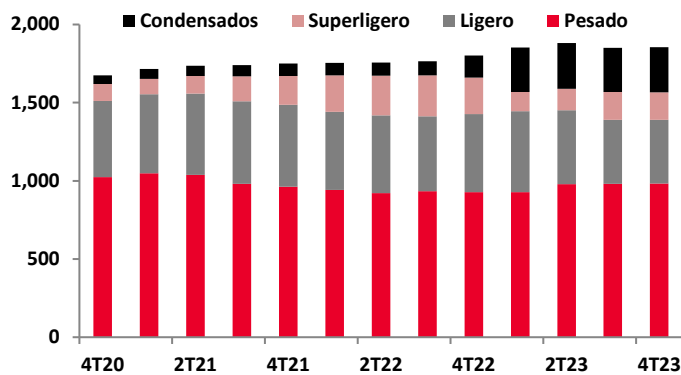
Documento destinado al público en general

## Resultados Operativos

En 2023, la producción de líquidos aumentó a 1,875 Mbd (+90 Mbd vs 2022). PEMEX reportó una producción de hidrocarburos líquidos de 1,856 Mbd en 4T23, creciendo +3.0% a/a y 0.3% t/t (+2.7% en condensados, -0.7% en superligero, -0.5% en ligero y +0.2% en pesado). Esto fue resultado de la incorporación de pozos de campos nuevos. Por su parte, la producción total de gas natural (sin incluir nitrógeno ni la producción de socios) disminuyó 0.8% a/a y 0.1% t/t, ubicándose en 3,954 MMpcd. En 2023, el Sistema Nacional de Refinación (SNR) procesó 792 Mbd de crudo en promedio con un mejor desempeño en las refinерías de Tula, Salinas Cruz y Minatitlán. Además, el margen variable de refinación del SRN promedió 11.04 US\$/bbl, lo que representa el mejor resultado anual en dos décadas.

### Producción de crudo por tipo

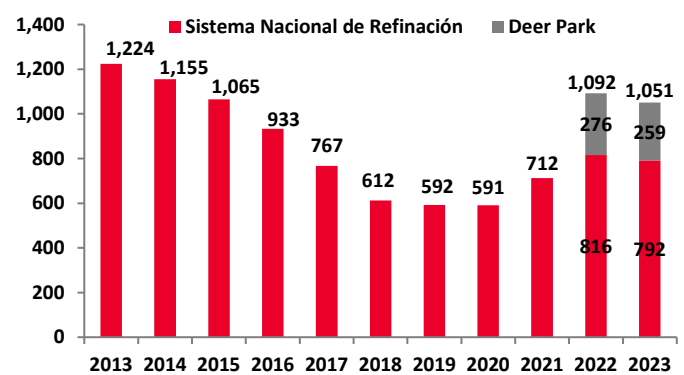
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

### Proceso de crudo en refinерías

Miles de barriles diarios (Mbd)



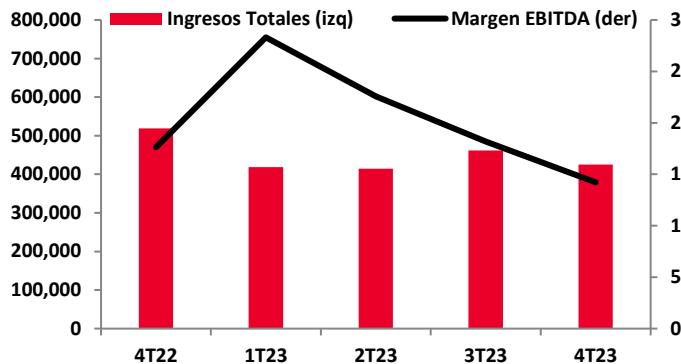
Fuente: PEMEX

## Resultados Financieros

Los futuros del crudo cerraron 2023 en terreno negativo. El crudo operó con alta volatilidad el año pasado, llegando cerca de 100 US\$/bbl para después cerrar con la mayor caída trimestral desde septiembre de 2022 de 19.2% en el Brent y 21.1% en el WTI. De igual manera, la mezcla mexicana de exportación perdió 22.8% t/t, concluyendo cerca de mínimos de 6 meses en 67.65 US\$/bbl. PEMEX reportó ingresos consolidados de \$425,532 millones, equivalente a -17.4% a/a. Esto se explica por: (1) Menor valor de las ventas nacionales en un 19.9% por menores precios; (2) una caída de 14.3% en el valor de las ventas de exportación por menor precio de la mezcla mexicana; y (3) una menor demanda nacional de los principales petrolíferos.

### Evolución de ingresos totales y margen EBITDA

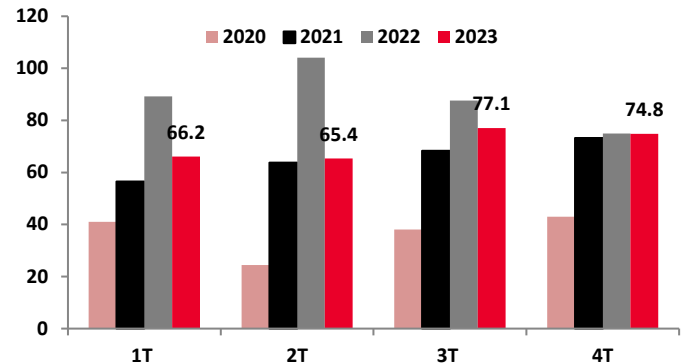
Millones de pesos, %



Fuente: Banorte con cifras de PEMEX

### Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación

Dólares por barril, promedio trimestral



Fuente: PEMEX

**Menor costo de ventas ante menores precios internacionales y estímulos fiscales.** En el 4T23, el costo de ventas disminuyó 23.1% a/a debido principalmente a: (1) menores compras de productos para reventa por \$330,300 millones –incluyendo las compras de la subsidiaria Deer Park–; (2) una disminución en el precio de las gasolinas y otros productos relacionados al petróleo; y (3) una caída de \$81,900 millones en los impuestos y derechos a la extracción y exploración de hidrocarburos, principalmente por el estímulo fiscal publicado el 13 de febrero, en el cual se le otorgó un crédito fiscal equivalente al 100% al derecho de la utilidad compartida (DUC) de octubre, noviembre y diciembre de 2023, así como enero de 2024.

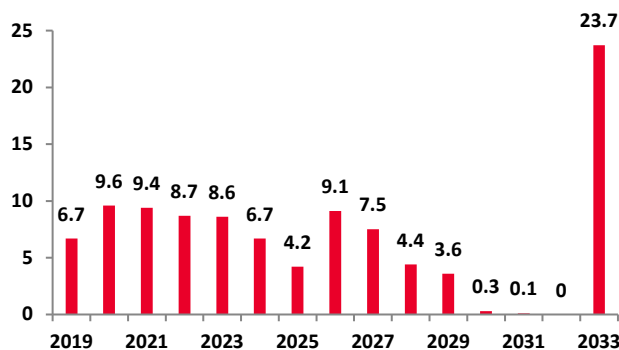
**Ligero deterioro en la eficiencia operativa tras aumento en gastos.** Los gastos de administración, distribución, transportación y venta representaron 13.7% de los ingresos consolidados vs 9.0% en 3T23. Los gastos aumentaron 25.8% a/a. En el periodo obtuvo un EBITDA de \$60,504 millones (-33.8% vs 4T22), con una caída de 3.4pp en el margen a 14.2%.

**Ganancias cambiarias aliviaron presión en los costos financieros.** El ingreso financiero del trimestre alcanzó \$24,635 millones (-13.0% a/a), tras un costo de \$86,227 millones en el 3T23. Esto se explica en buena medida por una utilidad cambiaria de \$55,344 millones debido a la fortaleza del peso mexicano frente al dólar en el periodo. Asimismo, la empresa registró una ganancia de \$7,321 millones por la variación en el valor razonable de instrumentos derivados (*cross-currency swaps*) vs una minusvalía de \$9,437 millones en 3T23. En impuestos tuvo un cargo positivo de \$6,746 millones, principalmente por el crédito fiscal al DUC ya mencionado y al reconocimiento de impuestos diferidos. A partir de 2024, la tasa del DUC disminuirá a 30% de acuerdo con lo aprobado en la [Ley de Ingresos de la Federación 2024](#), recordando que el crédito fiscal se tiene contemplado hasta el mes de enero. A nivel neto se reportó una utilidad de \$106,920 millones, positivo contra la pérdida de \$172,567 millones en el mismo periodo del año pasado. En todo 2023, la utilidad neta fue de \$109,945 millones.

**Deuda financiera en dólares con pocos cambios.** La deuda financiera se redujo 14.2% a/a vs el cierre de 2022 a \$1,794.7 mil millones, apoyada por la dinámica del tipo de cambio. En dólares disminuyó solo 1.6% a US\$106.1 mil millones. De acuerdo con la empresa, se realizaron actividades de financiamiento (incluyendo créditos bancarios de corto plazo) por un total de \$881.4 mil millones en 2023, con el total de amortizaciones en \$978.9 mil millones. Aproximadamente el 80.5% de la deuda financiera está en monedas distintas al peso (excluyendo deuda denominada en UDIS). De este porcentaje, 71.2% se encuentra en dólares. Además, 79.6% de la deuda financiera es a tasa fija y el 20.4% restante a tasa flotante. En noviembre de 2023 la compañía renovó sus principales líneas de crédito revolvente y un préstamo a plazo en dólares. El ejercicio fue por un total de US\$8,341 millones dividido en diferentes vencimientos y montos.

**Perfil de vencimientos al cierre de 2018**

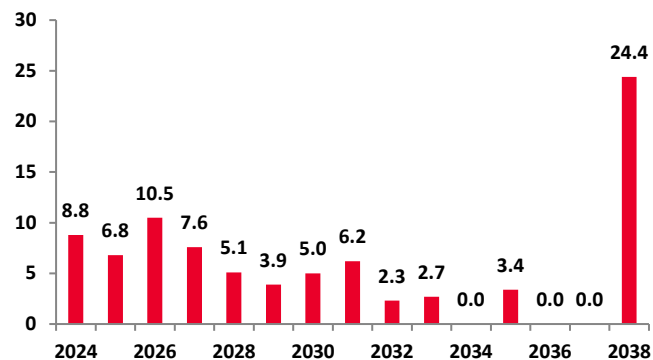
Miles de millones de dólares



Fuente: Banorte con información de PEMEX

**Perfil de vencimientos al 31 de diciembre de 2023\***

Miles de millones de dólares



\* Nota: Sin créditos revolventes con instituciones bancarias. Fuente: Banorte con información de PEMEX

**Líneas de manejo de liquidez.** La empresa cuenta con líneas de crédito sindicadas para administración de liquidez, tanto en dólares como en pesos, hasta por US\$6,900 millones y \$20,500 millones, respectivamente. Al cierre de 2023 contaban con US\$230 millones disponibles. Del otro lado del balance, la empresa reportó un saldo en efectivo de \$68,907 millones, representando un aumento de 7.0% a/a.

**Inversiones de capital.** Para el ejercicio 2023 se tenía un presupuesto aprobado por un monto \$357.2 mil millones. Al cierre del año, la empresa ejerció un total de \$356.9 mil millones, un cumplimiento del 99.9% del presupuesto. En 4T23, la empresa invirtió \$79,900 millones, distribuyéndose de la siguiente manera: (1) 76.4% en Exploración y Producción para una mayor extracción de hidrocarburos, acelerando la entrada en operación de campos en nuevos desarrollos; (2) 21.1% en Transformación Industrial, incluyendo recursos (\$34,000 millones) para la nueva refinería Olmeca en Dos Bocas; y (3) el restante 2.5% en Logística y Corporativo. También se realizaron aportaciones de capital por \$7,200 millones para la capitalización de filiales de la línea de negocios de fertilizantes.

### Estado de Resultados

Millones de pesos

	2021	2022	2023	Variación (%)	4T22	4T23	Variación (%)
<b>Ingresos totales por ventas y servicios</b>	<b>1,495,629</b>	<b>2,387,169</b>	<b>1,719,938</b>	<b>-28.0</b>	<b>519,256</b>	<b>425,532</b>	<b>-18.0</b>
Ventas en México	762,115	1,195,128	948,667	-20.6	286,309	233,898	-18.3
Ventas de exportación	728,541	1,074,295	767,552	-28.6	223,483	190,770	-14.6
Ingresos por servicios	4,973	5,882	3,696	-37.2	1,321	865	-34.5
<b>Costo de ventas</b>	<b>1,066,651</b>	<b>1,706,192</b>	<b>1,381,294</b>	<b>-19.0</b>	<b>431,457</b>	<b>380,728</b>	<b>-11.8</b>
<b>Rendimiento (pérdida) bruto</b>	<b>427,767</b>	<b>591,181</b>	<b>349,142</b>	<b>-40.9</b>	<b>(58,871)</b>	<b>129,500</b>	<b>-320.0</b>
Gastos de dist, transportación y venta	15,039	15,527	14,951	-3.7	4,543	6,328	39.3
Gastos de administración	150,432	154,134	172,088	11.6	41,876	52,074	24.4
<b>Rendimiento (pérdida) de operación</b>	<b>228,928</b>	<b>438,612</b>	<b>163,646</b>	<b>-62.7</b>	<b>(119,301)</b>	<b>75,491</b>	<b>-163.3</b>
Costo financiero	(164,572)	(161,735)	(151,792)	-6.1	(51,944)	(40,505)	-22.0
Ingreso financiero	28,907	28,998	18,210	-37.2	8,040	2,475	-69.2
(Costo) rend. en inst. fin. der. – Neto	(25,224)	(22,863)	672	NA	14,629	7,321	-50.0
Pérdida (rend.) en cambios - Neta	(45,675)	129,689	238,225	83.7	57,582	55,344	-3.9
<b>Rend. antes de derechos e impuestos</b>	<b>12,572</b>	<b>413,028</b>	<b>269,331</b>	<b>-34.8</b>	<b>(90,899)</b>	<b>100,175</b>	<b>-210.2</b>
Total de derechos, impuestos y otros	307,348	389,980	159,386	-59.1	81,669	(6,746)	-108.3
Derechos por la utilidad compartida	306,827	398,540	206,625	-48.2	84,392	(158)	-100.2
<b>Rendimiento (Pérdida) neta del periodo</b>	<b>(294,776)</b>	<b>23,049</b>	<b>109,945</b>	<b>377.0</b>	<b>(172,567)</b>	<b>106,920</b>	<b>-162.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>493,420</b>	<b>733,718</b>	<b>356,382</b>	<b>302.1</b>	<b>91,454</b>	<b>60,504</b>	<b>-33.8</b>
Margen EBITDA (%)	33.0%	30.7%	20.7%	-10.0pp	17.6%	14.2%	-3.4pp

Fuente: Banorte con información de la compañía

# Calificaciones

## Calificaciones actuales por agencia

Niveles

Agencia	Fitch Ratings	S&P Global Ratings	Moody's Investor Service	HR Ratings
Calificación en Escala Global	B+	BBB	B3	HR BBB+ (G)
Calificación en Escala Nacional	Retirada	mxAAA	AA+.mx*	HRAAA
Perspectiva	Estable	Estable	Negativa	Estable
Perfil crediticio individual	ccc-	ccc+	ca	ND
Fecha de última revisión	20-dic-23	6-jul-22	9-feb-24	28-abr-23

Fuente: Banorte con información de la compañía. \*Calificación de Moody's Local México

**Calidad crediticia.** El 9 de febrero de 2024, [Moody's Investors Service bajó la calificación internacional de largo plazo de PEMEX en dos escalones, a 'B3' desde 'B1', y su calificación crediticia independiente \(standalone\) a 'ca' desde 'caa3' \(un escalón\)](#). Asimismo, mantuvo la perspectiva Negativa para ambas calificaciones. De acuerdo con la agencia, la baja "...refleja las crecientes necesidades de liquidez de PEMEX debido al incremento de las necesidades de capital, el aumento del costo del capital y los próximos vencimientos significativos en los próximos 2-3 años...". Asimismo, menciona que las bajas también "...reflejan la revisión de la hipótesis de Moody's sobre el apoyo gubernamental de 'Muy Alto' a 'Alto'. El cambio refleja la suposición de Moody's de un probable cambio en la voluntad de apoyar el servicio completo de la deuda de la empresa en los próximos años a la luz de las crecientes necesidades de efectivo de PEMEX y las proyecciones de Moody's de un mayor deterioro de las condiciones fiscales del gobierno en 2024...". Por último, apuntó que la perspectiva Negativa "...refleja principalmente las expectativas de Moody's de que, salvo una reforma estructural en su estrategia de negocio, la generación de flujo de efectivo y las métricas crediticias de PEMEX se deteriorarán aún más en los próximos tres años, incrementando la necesidad de apoyo...".

El 20 de diciembre de 2023, [Fitch Ratings afirmó la calificación internacional de largo plazo de Pemex en 'B+'](#). Asimismo, [la calificadora removió la Observación Negativa, asignando una perspectiva Estable](#). De acuerdo con la agencia, la remoción de la Observación Negativa "...refleja el compromiso de inyectar US\$8.5 mil millones de capital a la compañía, tras la inclusión y aprobación de Pemex en el presupuesto federal, para hacer frente a una porción de sus vencimientos de 2024...". Sobre los compromisos financieros de 2024, Fitch mencionó que "...el resto de los US\$10.9 mil millones serán cubiertos con la reducción en el DUC y los refinanciamientos esperados. Será necesario mayor apoyo para hacer frente a la deuda de corto plazo de US\$31 mil millones reportada en el 3T23...". Por último, consideran la calificación individual de Pemex en un nivel de 'ccc-', reflejando "...las elevadas transferencias al gobierno federal de México y su creciente balance de deuda financiera, comparada con las reservas 1P y su elevado apalancamiento ajustado por EBITDA...".

**Próximas acciones de calificación.** No esperamos movimientos en la calificación en el corto plazo y estaremos atentos a probables próximos comunicados de las agencias calificadoras. De acuerdo con las agencias, las calificaciones actuales reflejan su vínculo con el Gobierno Federal y la alta probabilidad de recibir respaldo financiero.

## PEMEX en el mercado

**PEMEX, líder colocador en el mercado doméstico.** A pesar de su baja participación como colocador en el mercado de deuda corporativa doméstica en años recientes, se mantiene como líder emisor en el mercado con el 10.1% del monto en circulación, equivalente a \$134,279 millones. A continuación, el desglose de sus emisiones en el mercado local con la evolución de sus sobretasas.

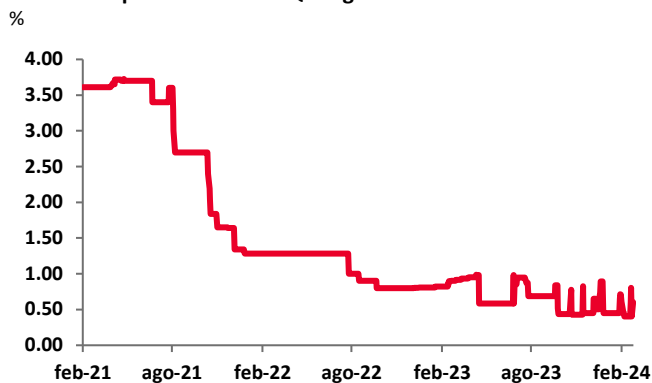
### Emisiones en Mercado nacional

Millones de pesos, %, pb

Emisión	Fecha Emisión	Fecha de Vto.	Monto Emitido	Monto en Circ.	Tasa	VNA	Precio Limpio	Precio Sucio	Yield	Spread	Δ vs 3T23 Spread
95PEMEX19	23-dic.-19	16-dic.-24	5,100	5,100	TIIE28 + 1%	100.0	100.31	100.83	12.09	0.60	0.15
95PEMEX13-2	26-sep.-13	12-sep.-24	57,399	57,399	FIJA : 7.19%	100.0	97.15	100.47	12.69	1.68	-0.14
95PEMEX14-2	27-nov.-14	12-nov.-26	31,401	31,401	FIJA : 7.47%	100.0	86.65	88.79	13.43	3.40	0.81
95PEMEX12U	29-nov.-12	11-may.-28	3,500	5,852	UDIS : 3.02%	811.0	734.10	741.10	5.55	0.65	-0.24
95PEMEX14U	30-ene.-14	15-ene.-26	16,159	25,296	UDIS : 3.94%	811.0	755.27	758.82	7.88	1.12	0.00
95PEMEX15U	30-sep.-15	5-sep.-35	6,043	9,230	UDIS : 5.23%	811.0	832.63	851.48	4.93	0.26	-0.12

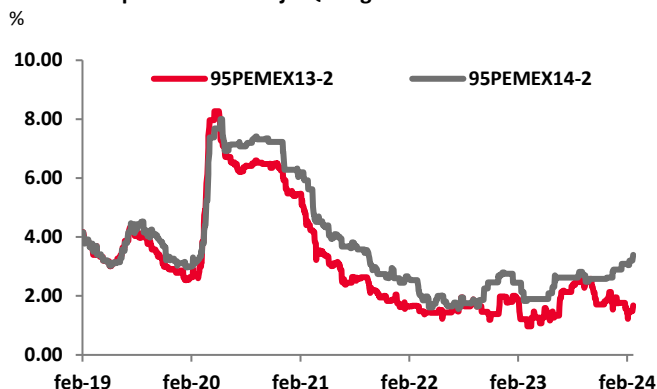
Fuente: Banorte con información de PIP al 27 de febrero de 2024.

### Evolución Spreads – TIIE-28 Quirografario



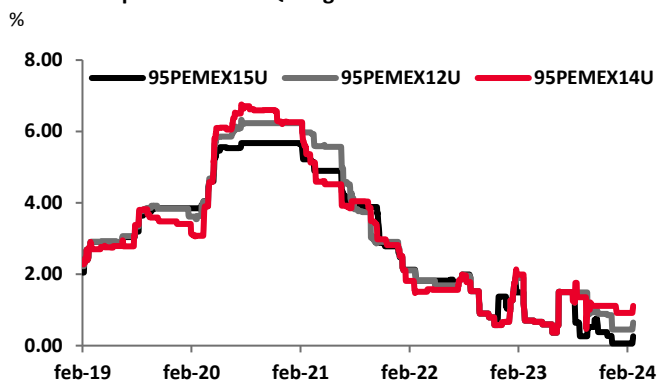
Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de febrero de 2024.

### Evolución Spreads – Tasa Fija Quirografarios



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de febrero de 2024.

### Evolución Spreads – UDIS Quirografario

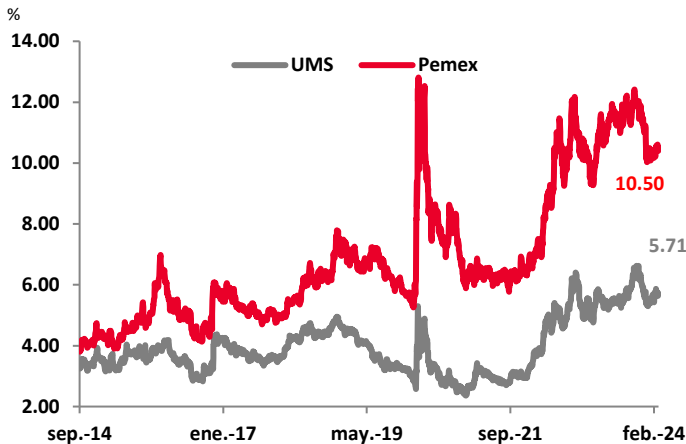


Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de febrero de 2024.



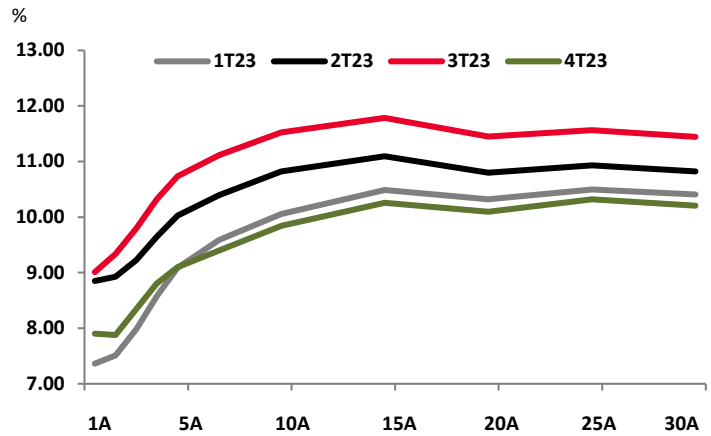
**Rally en bonos de Pemex al cierre de 2023.** El fin de año estuvo caracterizado por un excesivo optimismo en los mercados financieros. La clave fue la señal del Fed de que ya no subiría más su tasa en un escenario de ‘aterrizaje suave’ y sorpresas positivas en los reportes de inflación. En consecuencia, las expectativas de que la Reserva Federal realizaría recortes en las tasas de interés para 2024 se consolidaron, detonando ganancias en una gran variedad de clases de activos. Esta situación también influyó en los bonos de Pemex. El rendimiento del bono *on-the-run* en dólares de 10 años finalizó en 10.31% (-167pb t/t), tras alcanzar niveles vistos en la pandemia de hasta 12.41% a inicios de octubre. Con ello, el diferencial respecto al bono soberano del mismo plazo en dólares se redujo a 498pb desde 560pb en septiembre. Actualmente, este diferencial se ubica en 479pb. Como resultado del *rally* en el 4T23, todos los instrumentos diluyeron por completo las pérdidas registradas en los dos trimestres previos.

**Bonos de 10 años denominados en dólares**



Fuente: Bloomberg, Banorte

**PEMEX - Curvas de bonos en dólares**



Fuente: Bloomberg, Banorte

**Pemex moderó su riesgo crediticio, pero aún es alto comparado con sus pares de Latam.** El CDS de 5 años cayó a 524pb al cierre de 2023 desde 680pb en septiembre, pero se mantiene por arriba del promedio de 5 años de 470pb. Por su parte, el CDS de 5 años de Petrobras –la empresa petrolera de Brasil– se comprimió 69pb a 155pb, muy cerca de los mínimos sin precedentes a inicios de 2020 (136pb). En este sentido, el diferencial entre Pemex y Petrobras permanece elevado en términos históricos, reflejando una mayor percepción de riesgo de crédito para la empresa petrolera mexicana.

**Comparativo de empresas petroleras en Latinoamérica**

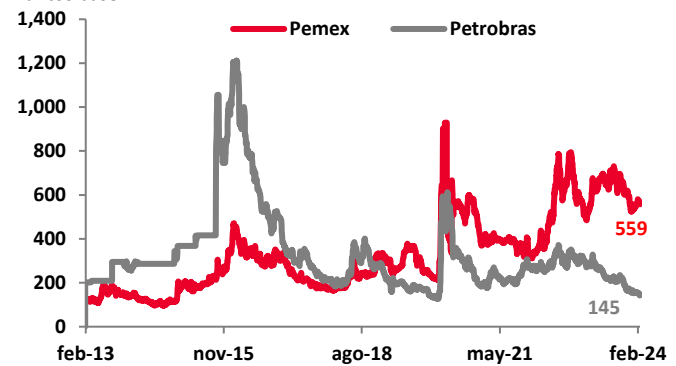
Puntos base, información al 27 de febrero de 2024

Empresa	Calificación crediticia			CDS		Spread vs UST	
	Moody's	S&P	Fitch	5a	10a	5a	10a
Pemex (México)	B3	BBB	B+	559	630	506	620
Ecopetrol (Colombia)	Baa3	BB+	BB+	--	--	286	379
Petrobras (Brasil)	Ba1	BB	BB	145	362	141	215
YPF (Argentina)	Caa3	CCC-	CCC-	--	--	698	539
PDVSA (Venezuela)	WR	NR	WD	--	--	--	--

Fuente: Banorte con información de Bloomberg

**CDS de 5 años de empresas petroleras en Latinoamérica**

Puntos base



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

## Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **Black Friday:** Día enfocado a ventas especiales y descuentos en Estados Unidos de América, que ocurre el viernes posterior al jueves de Acción de Gracias.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Default:** Impago de la deuda.
- **Dot plot:** Gráfico de estimados de los miembros del Fed para la tasa de referencia.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, e.g. que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.
- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.



- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de Machine Learning (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts (PADD)*, que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Score:** Generación de un valor numérico a través de un modelo estadístico para poder jerarquizar una variable de acuerdo con la estimación de la ponderación de las variables explicativas.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes –principalmente universitarios– en EE.UU.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo con una frecuencia determinada y fija por un periodo determinado.
- **Treasuries:** Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Santiago Leal Singer, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Carlos Hernández García, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, José De Jesús Ramírez Martínez, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Juan Carlos Mercado Garduño, Jazmín Daniela Cuautencos Mora, Andrea Muñoz Sánchez y Paula Lozoya Valadez 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, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## 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 directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### 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 y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa 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.

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

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., 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 de 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, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha 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.

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

Casa de Bolsa Banorte, 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.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene 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 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### 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. En virtud de lo anterior, el presente documento ha sido preparado estrictamente con fines informativos; no es una recomendación, consejo o sugerencia de inversión en materia de Servicios de Inversión por parte de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

### 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 a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, 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 más, 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; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta 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, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

# Directorio

DGA Análisis Económico y Financiero



**Raquel Vázquez Godínez**  
Asistente DGA AEyF  
raquel.vazquez@banorte.com  
(55) 1670 - 2967



**María Fernanda Vargas Santoyo**  
Analista  
maria.vargas.santoyo@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2586

## Análisis Económico



**Juan Carlos Alderete Macal, CFA**  
Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia de Mercados  
juan.alderete.macal@banorte.com  
(55) 1103 - 4046



**Yazmín Selene Pérez Enríquez**  
Subdirector Economía Nacional  
yazmin.perez.enriquez@banorte.com  
(55) 5268 - 1694

## Estrategia de Mercados



**Santiago Leal Singer**  
Director Estrategia de Mercados  
santiago.leal@banorte.com  
(55) 1670 - 1751



**José Itzamna Espitia Hernández**  
Subdirector Análisis Bursátil  
jose.espitia@banorte.com  
(55) 1670 - 2249



**Leslie Thalía Orozco Vélez**  
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com  
(55) 5268 - 1698



**Juan Carlos Mercado Garduño**  
Gerente Análisis Bursátil  
juan.mercado.garduno@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 1746

## Análisis Cuantitativo



**Alejandro Cervantes Llamas**  
Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo  
alejandro.cervantes@banorte.com  
(55) 1670 - 2972



**José De Jesús Ramírez Martínez**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
jose.ramirez.martinez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**Andrea Muñoz Sánchez**  
Analista Análisis Cuantitativo  
andrea.muñoz.sanchez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**Alejandro Padilla Santana**  
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero  
alejandro.padilla@banorte.com  
(55) 1103 - 4043



**Itzel Martínez Rojas**  
Gerente  
itzel.martinez.rojas@banorte.com  
(55) 1670 - 2251



**Lourdes Calvo Fernández**  
Analista (Edición)  
lourdes.calvo@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2611



**Francisco José Flores Serrano**  
Director Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com  
(55) 1670 - 2957



**Cintia Gisela Nava Roa**  
Subdirector Economía Nacional  
cintia.nava.roa@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**Katia Celina Goya Ostos**  
Director Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com  
(55) 1670 - 1821



**Luis Leopoldo López Salinas**  
Gerente Economía Internacional  
luis.lopez.salinas@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2707



**Marissa Garza Ostos**  
Director Análisis Bursátil  
marissa.garza@banorte.com  
(55) 1670 - 1719



**Víctor Hugo Cortes Castro**  
Subdirector Análisis Técnico  
victorh.cortes@banorte.com  
(55) 1670 - 1800



**Carlos Hernández García**  
Subdirector Análisis Bursátil  
carlos.hernandez.garcia@banorte.com  
(55) 1670 - 2250



**Hugo Armando Gómez Solís**  
Subdirector Deuda Corporativa  
hugo.gomez@banorte.com  
(55) 1670 - 2247



**Isaías Rodríguez Sobrino**  
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities  
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com  
(55) 1670 - 2144



**Gerardo Daniel Valle Trujillo**  
Gerente Deuda Corporativa  
gerardo.valle.trujillo@banorte.com  
(55) 1670 - 2248



**Paula Lozoya Valadez**  
Analista Análisis Bursátil  
paula.lozoya.valadez@banorte.com  
(55) 1103 - 4000



**José Luis García Casales**  
Director Análisis Cuantitativo  
jose.garcia.casales@banorte.com  
(55) 8510 - 4608



**Miguel Alejandro Calvo Domínguez**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
miguel.calvo@banorte.com  
(55) 1670 - 2220



**Daniel Sebastián Sosa Aguilar**  
Subdirector Análisis Cuantitativo  
daniel.sosa@banorte.com  
(55) 1103 - 4000 x 2124



**Jazmin Daniela Cuautencos Mora**  
Gerente Análisis Cuantitativo  
jazmin.cuautencos.mora@banorte.com  
(55) 1103 - 4000