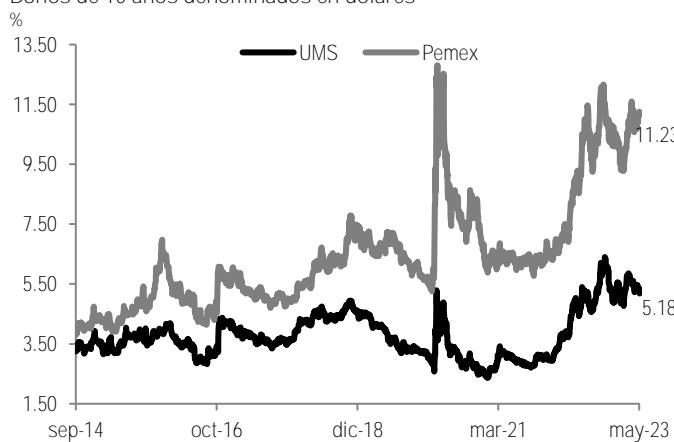


PEMEX – Desarrollo de campos nuevos resulta en mayor producción

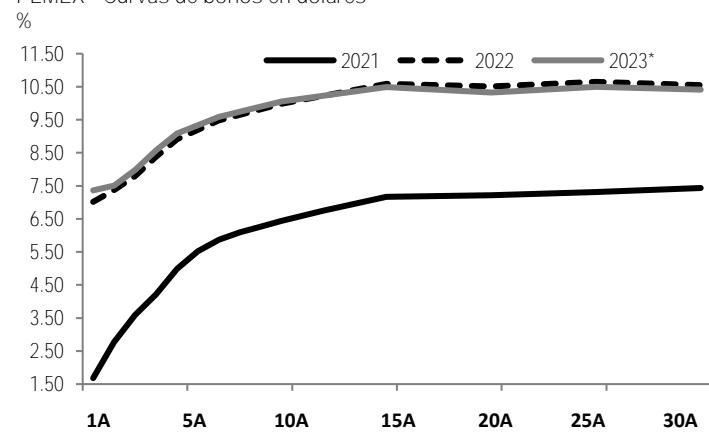
- Los ingresos de PEMEX al 1T23 cayeron en la comparación anual, principalmente por menores precios internacionales de la mezcla mexicana, así como precios de venta más bajos de gasolinas y otros combustibles
- Las ventas disminuyeron 19.1% a/a ante una baja de 30% en ventas de exportación y de 8.3% en las ventas nacionales. El precio promedio de la mezcla mexicana en el periodo fue de 66.16 US\$/bbl (-25.8% a/a)
- La utilidad neta fue de \$56.7 mil millones al 1T23, -53.7% de los \$122.5 mil millones del mismo periodo del año pasado. Lo anterior se debe a: (1) Menores ventas; y (2) los efectos del deterioro de activos fijos. No obstante, se compensó con una utilidad cambiaria (\$125.3 mil millones, +102.8% a/a) y una baja del 27.9% en impuestos y derechos
- La deuda financiera total cayó 7.0% vs el cierre de 2022 (\$1,944.3 mil millones o US\$107.4 mil millones), con amortizaciones netas de \$18.8 mil millones. Aproximadamente el 82.2% de la deuda está en monedas distintas al peso (72.1% en dólares)
- En términos operativos, PEMEX registró una producción promedio de crudo de 1,853 Mbd (+5.6% a/a) debido a la incorporación de pozos en campos nuevos. Por otro lado, la producción de gas natural subió 7.4% a/a, pasando desde 3,821 a 4,102 MMpcd
- La empresa realizó inversiones por \$76.5 mil millones (US\$4.1 mil millones) representando un 16.9% del presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal (\$452.8 mil millones o US\$24.2 mil millones)
- Finalmente, al 1T23 PEMEX ha recibido US\$12.6 millones por la estrategia de cobertura, que protege alrededor de 30% de la exposición total ante una caída en el precio de la mezcla mexicana

Bonos de 10 años denominados en dólares



Fuente: Bloomberg, Banorte

PEMEX - Curvas de bonos en dólares



Fuente: Bloomberg, Banorte *Datos al 31 de marzo de 2023

4 de mayo 2023

www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

Manuel Jiménez Zaldívar
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

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

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

Calificaciones PEMEX			
Agencia	S&P	Moody's	Fitch
Escala Global	BBB	B1	BB-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable
Revisión	6-Jul-22	11-Jul-22	24-Mar-22

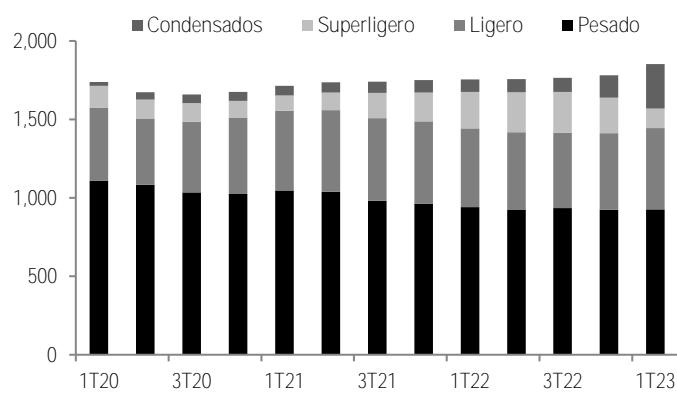
Documento destinado al público en general

Resultados Operativos

PEMEX reportó una producción promedio de crudo de 1,853 Mbd en 1T23, equivalente a un crecimiento de 5.6% a/a y a +98 Mbd vs 1T22. En el análisis secuencial, la producción aumentó 4.0% t/t (+99.8% en condensados, -46.0% en superligero; +6.3% en ligero; +0.3% en pesado). El incremento en la producción y en la calidad del crudo es resultado del desarrollo de campos nuevos que ahora representan alrededor del 30% del total de la producción. Por su parte, la producción total de gas natural (sin incluir nitrógeno ni la producción de socios) creció 7.4% respecto al 1T22 a 4,102 MMpcd, con una ganancia trimestral de 4.9%. Además, se alcanzó un aprovechamiento del gas de 92% desde 90% el trimestre previo por el inicio de operaciones de la Planta Acondicionada de Gas Húmedo Amargo Papan que eliminó el envío de gas a la atmósfera en el campo Ixachi.

Producción de crudo por tipo

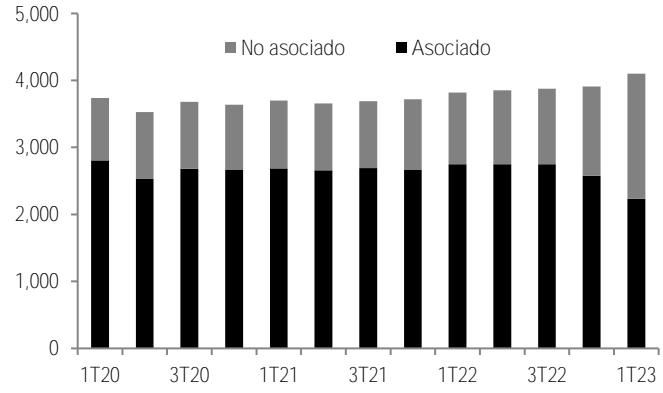
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX con información al 1T23

Producción de gas natural

Millones de pies cúbicos diarios (MMpcd)



Fuente: PEMEX con información al 1T23

El procesamiento de crudo promedió 835 Mbd (+12 Mbd vs 1T22) por un mejor desempeño operativo en las refinerías de Tula, Salina Cruz y Cadereyta. Esto es equivalente al 50.9% de la capacidad instalada de destilación atmosférica del Sistema Nacional de Refinación (SNR). Por otra parte, el SNR registró el segundo mayor margen de refinación en la historia de 16.75 US\$/bbl desde 6.59 US\$/bbl el trimestre previo y 0.88 US\$/bbl, por debajo del 1T22 por menores precios del crudo en la Costa Norte del Golfo de México.

Proceso de crudo en refinerías

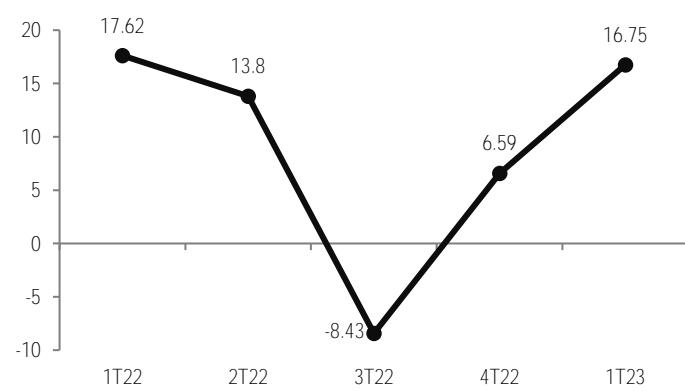
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

Margen variable de refinación

US\$/bbl, promedio trimestral

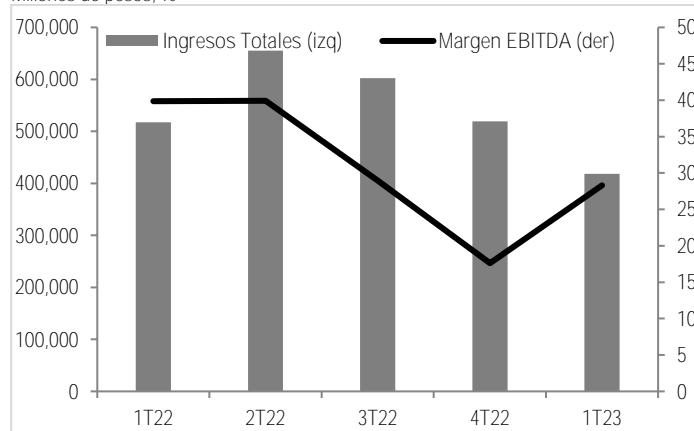


Fuente: PEMEX

Resultados Financieros

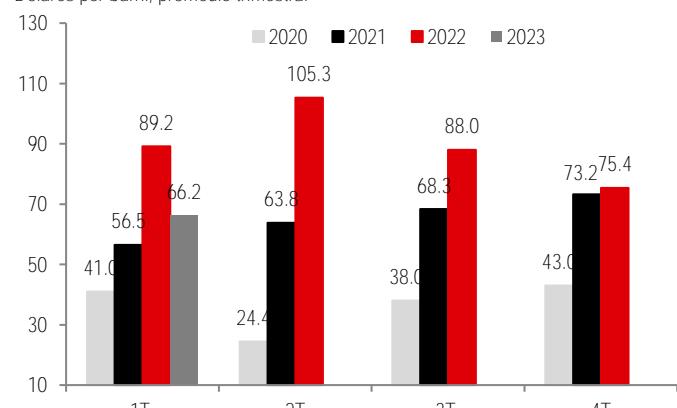
Los energéticos concluyeron el 1T23 en terreno negativo. Los precios del crudo se mantuvieron relativamente estables los dos primeros meses del año. Las expectativas apuntaban a un panorama poco favorable para los precios en un entorno de altas tasas de interés, desaceleración global y lenta recuperación de China. El panorama se debilitó más con los problemas bancarios en EE.UU. y Europa al exacerbar los temores de un menor consumo. Esto detonó: (1) Un colapso del 15% en el Brent y WTI a mínimos de 15 meses de 72.9 y 66.7 US\$/bbl, respectivamente; y (2) posiciones netas largas para la referencia norteamericana a un mínimo de 7 años. En este contexto, el precio de la mezcla mexicana de exportación alcanzó mínimos desde inicios del 2021 de 57 US\$/bbl durante el 1T23 y cerró el periodo en 64.2 US\$/bbl (-2.5% t/t) hilando 3 trimestres consecutivos de pérdidas. En este periodo, PEMEX reportó ingresos consolidados de \$418,439 millones, equivalente a una disminución de 19.1% vs 1T22. El retroceso en los ingresos de la empresa se explica por: (1) Una caída del 30% a/a en las ventas de exportación por menores precios internacionales del crudo y petrolíferos, reflejándose en la mezcla mexicana de exportación mientras que el volumen se ubicó en 967 Mbd; (2) una disminución de 8.3% en las ventas nacionales, lo que se explica principalmente por menores precios de gasolinas y otros hidrocarburos, así como una disminución en el incentivo a los combustibles.

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

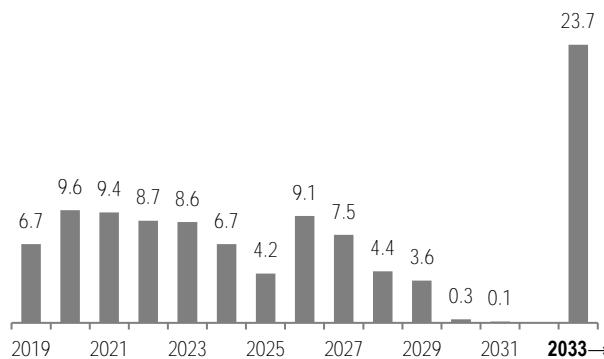
Costo de ventas afectado por el deterioro de activos. En el 1T23 el costo de ventas registró subió 11.3% a/a, incluyendo el efecto por deterioro de activos por \$40,137 millones. Vale la pena mencionar que, en el 1T22, PEMEX reportó una reversión en el deterioro de activos por un monto de \$16,341 millones. Adicionalmente, registró mayores compras de productos para reventa durante el trimestre, representando +17.2% vs 1T22, principalmente relacionados con las compras de la subsidiaria *Deer Park* equivalentes a \$24,400 millones y por el aumento en el volumen de gasolina Premium, diésel y turbosina. Con base en lo anterior, el rendimiento bruto se ubicó en \$74,319 millones vs \$208,213 millones en 1T22.

Los gastos de administración y ventas influyeron en el EBITDA. A lo largo de 2022, la proporción de gastos de administración y ventas a ingresos totales osciló entre 6.1% y 8.9%. En el 1T23 los gastos de administración y ventas aumentaron 8.5% a/a a un monto de \$44,813 millones, principalmente por un mayor costo neto de beneficios a empleados y por gasto de operación. Con ello, la proporción se elevó a 10.7%. En este periodo, la compañía tuvo un EBITDA de \$118,452 millones (-42.6% vs 1T22) equivalente a una reducción de 11.6pp en el margen a 28.3%.

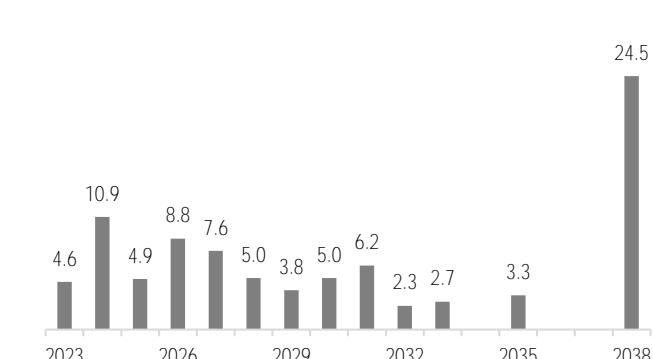
Ganancia cambiaria compensó las presiones de las tasas de interés. El ingreso financiero del trimestre alcanzó \$93,455 millones frente a un ingreso de \$37,559 millones en 1T22. La principal diferencia se explica por una ganancia cambiaria de \$125,317 millones como resultado de una apreciación de 6.7% del peso mexicano frente al dólar. Asimismo, la empresa tuvo un rendimiento de \$298 millones por la variación en el valor razonable de instrumentos derivados (*cross-currency swaps*) vs una minusvalía de \$7,751 millones en el trimestre previo. En impuestos registró un cargo de \$71,805 millones (-27.9% a/a), caída que se debe principalmente a la reducción en el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación. A partir de 2022, la tasa del Derecho de Utilidad Compartida (DUC) es del 40% manteniéndose sin cambios en 1T23. A nivel neto se reportó una utilidad de \$56,736 millones, 53.7% menos que en el mismo periodo del año pasado.

Perfil de deuda se mantiene estable en dólares. Reducción de 7.0% en la deuda financiera total vs el cierre de 2022 a \$1,944.3 mil millones (US\$ 107.4 mil millones). De acuerdo con la empresa, se realizaron actividades de financiamiento (incluyendo créditos bancarios de corto plazo) por un total de \$257.3 mil millones en el trimestre, con el total de amortizaciones en \$276.1 mil millones. Aproximadamente el 82.2% de la deuda financiera está en moneda extranjera, de los cuales 72.1% se encuentra en dólares. El 79.7% de la deuda financiera es a tasa fija y el 20.3% restante a tasa flotante. En las siguientes gráficas se observan los cambios en el perfil de vencimientos realizados por la administración actual. La compañía continuará la estrategia de refinanciamiento de su deuda mediante: (1) Un regreso ordenado a los mercados con la posibilidad de realizar operaciones de manejo de pasivos; (2) refinanciamiento de líneas bancarias; y (3) utilización de flujo de efectivo para amortizaciones faltantes y, de requerirlo, la empresa cuenta con el apoyo del Gobierno Federal.

Perfil de vencimientos al cierre de 2018
Miles de millones de dólares



Perfil de vencimientos al 31 de marzo de 2023
Miles de millones de dólares



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\$7,700 millones y \$37,000 millones, respectivamente. Al 31 de marzo todas las líneas se encontraban dispuestas en su totalidad. Del otro lado del balance, la empresa reportó un saldo en efectivo de \$59,083 millones, representando una disminución de 8.3% a/a.

Inversiones de capital. En 1T23 la empresa ejerció inversiones de capital por \$76,500 millones, una disminución de 21.5% vs 1T22. Las inversiones de capital se distribuyeron de la siguiente manera: (1) 70.2% en Exploración y Producción para una mayor extracción de hidrocarburos, acelerando la entrada en operación de nuevos campos; (2) 26.9% en Transformación Industrial, incluyendo recursos (\$10,100 millones) para la nueva refinería de Dos Bocas; y (3) el restante 2.9% en Logística y Corporativo. También invirtió \$1,800 millones para la capitalización de filiales de la línea de negocios de fertilizantes.

Estado de Resultados

Millones de pesos

	2020	2021	2022	Variación (%)	1T22	1T23	Variación (%)
Ingresos totales por ventas y servicios	953,730	1,495,629	2,387,169	59.6	517,321	418,439	-19.1
Ventas en México	503,776	762,115	1,195,128	56.8	264,180	242,334	-8.3
Ventas de exportación	445,234	728,541	1,074,295	47.5	250,950	175,579	-30.0
Ingresos por servicios	4,720	4,973	5,882	18.3	2,191	526	-76.0
Costo de ventas	831,267	1,066,651	1,706,192	60.0	325,448	303,982	-6.6
Rendimiento (pérdida) bruto	111,720	427,767	591,181	38.2	208,213	74,319	-64.3
Gastos de dist, transportación y venta	10,765	15,039	15,527	3.2	3,309	4,578	38.4
Gastos de administración	145,854	150,432	154,134	2.5	38,010	40,235	5.9
Rendimiento (pérdida) de operación	-34,501	228,928	438,612	91.6	184,451	34,976	-81.0
Costo financiero	(145,759)	(164,572)	(161,735)	-1.7	(29,506)	(38,175)	29.4
Ingreso financiero	13,259	28,907	28,998	0.3	13,014	6,015	-53.8
(Costo) rend. en inst. fin. der. - Neto	4,611	(25,224)	(22,863)	-9.4	(7,751)	298	NA
Pérdida (rend.) en cambios - Neta	(129,106)	(45,675)	129,689	NA	61,802	125,317	-27.9
Rend. antes de derechos e impuestos	(295,181)	12,572	413,028	NA	222,074	128,541	-42.1
Total de derechos, impuestos y otros	185,785	307,348	389,980	26.9	99,580	71,805	-27.9
Derechos por la utilidad compartida	154,938	306,827	398,540	29.9	95,559	71,920	-24.7
Rendimiento (Pérdida) neta del periodo	(480,966)	(294,776)	23,049	NA	122,494	56,736	-53.7
EBITDA	182,478	493,420	593,576	20.3	206,225	118,452	-42.6
Margen EBITDA (%)	19.1	33.0	24.9		39.9	28.3	

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	BB-	BBB	B1	HR BBB+ (G)
Calificación en Escala Nacional	Retirada	mxAAA	AAA.mx*	HRAAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable
Perfil crediticio individual	ccc-	ccc+	caa3	ND
Fecha de última revisión	24-mar-22	6-jul-22	11-jul-22	28-abr-23

Fuente: Banorte con información de agencias calificadoras. *Calificación de Moody's Local México

Calidad crediticia. El 28 de abril de 2023, HR Ratings ratificó la calificación nacional de ‘HR AAA / HR+1’ para PEMEX. Asimismo, ratificó la calificación global de ‘HR BBB+ (G)’ con perspectiva Estable. De acuerdo con la agencia, la ratificación se basa en la acción de calificación soberana de México, la cual se ratificó en escala local y global (ratificó en ‘HR BBB+ (G)’ con perspectiva Estable) el 28 de abril de 2023. Lo anterior debido al estatus de soberana *de facto* que consideran que mantiene la deuda de la Empresa debido al apoyo mostrado por el Gobierno Federal a través de aportaciones para el pago del servicio de la deuda e inversiones de capital y apoyos fiscales.

[El pasado 11 de julio de 2022, Moody's Investors Service recortó la calificación de familia corporativa y calificación senior no garantizadas de PEMEX a ‘B1’ de ‘Ba3’.](#) Moody's también afirmó la Evaluación Crediticia Base (BCA) de PEMEX, que refleja su solidez crediticia independiente, en ‘caa3’. La perspectiva pasó de negativa a estable. De acuerdo con la agencia, la baja de las calificaciones fue motivada por el anuncio de Moody's del 8 de julio pasado, dando a conocer [la reducción de la calificación soberana de México a ‘Baa2’ de ‘Baa1’.](#) Moody's también consideró: (1) Los altos vencimientos de deuda de PEMEX en 2022-2024; (2) las expectativas de Moody's de flujo libre de efectivo negativo continuo, además de la necesidad de grandes cantidades de financiamiento externo dadas las pérdidas persistentes en el negocio de refinación de la empresa; (3) la necesidad de mantener el gasto de CAPEX al menos en el nivel actual para sostener la producción y las reservas estables; y (4) altos gastos por intereses y acceso limitado a los mercados de capital dado su alto riesgo crediticio intrínseco.

Próximas acciones de calificación. No esperamos movimientos en la calificación de PEMEX y estaremos atentos a probables próximos comunicados de ratificación 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 10.5% del monto en circulación, equivalente a \$132,641 millones. A continuación, el desglose de sus emisiones en el mercado local con la evolución de sus sobretasas.

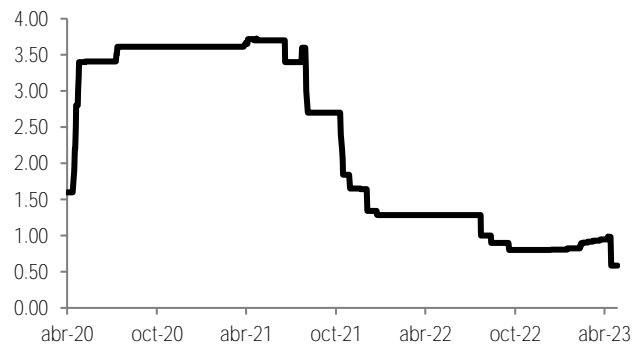
Emisiones en Mercado Nacional

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 4T22 Spread
95PEMEX19	23-dic.-19	16-dic.-24	5,100	5,100	TIIE28 + 1%	100.0	100.62	101.42	12.13	0.58	-0.24
95PEMEX13-2	26-sep.-13	12-sep.-24	10,400	10,400	FIJA : 7.19%	100.0	94.06	95.02	11.96	1.27	-0.69
95PEMEX14-2	27-nov.-14	12-nov.-26	8,301	8,301	FIJA : 7.47%	100.0	88.45	91.91	11.50	1.90	-0.55
95PEMEX12U	29-nov.-12	11-may.-28	3,500	5,615	UDIS : 3.02%	778.1	706.76	717.66	5.09	0.59	-1.30
95PEMEX14U	30-ene.-14	15-ene.-26	3,000	4,579	UDIS : 3.94%	778.1	731.88	740.74	6.33	0.59	-1.40
95PEMEX15U	30-sep.-15	5-sep.-35	6,043	8,855	UDIS : 5.23%	778.1	793.85	798.60	5.01	0.59	-0.90

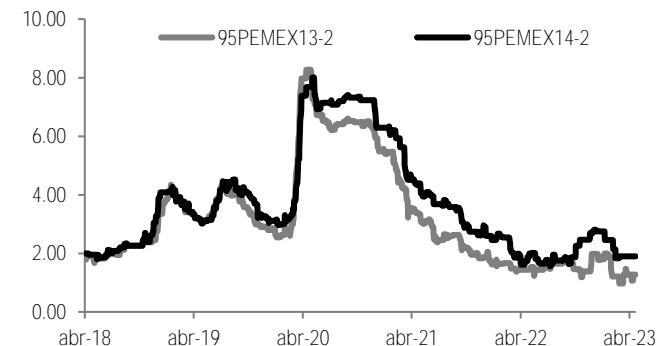
Fuente: Banorte con información de PIP al 3 de mayo de 2023.

Evolución Spreads – TIIE-28 Quirografario (%)



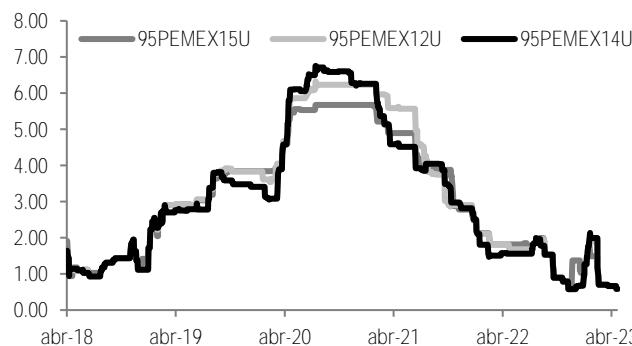
Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 3 de mayo de 2023.

Evolución Spreads – Tasa Fija Quirografarios (%)



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 3 de mayo de 2023.

Evolución Spreads – UDIS Quirografario (%)



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 3 de mayo de 2023.

Alta volatilidad en los bonos de PEMEX durante la turbulencia financiera.

El bono *on-the-run* en dólares de 10 años (ver gráfica en portada izquierda) cerró el trimestre con pérdidas. El rendimiento al vencimiento subió alrededor de 100pb durante la crisis bancaria, alcanzando 11.60% el 20 de marzo. A medida que las preocupaciones sobre un contagio disminuyeron, las pérdidas se diluyeron, cerrando en 10.66% desde 10.25% al cierre del 2022 (ver gráfica en portada, izquierda). Durante el trimestre, la curva de bonos en dólares se aplano ligeramente como resultado de presiones en el extremo corto de 20pb y ganancias en la parte larga de 15pb.

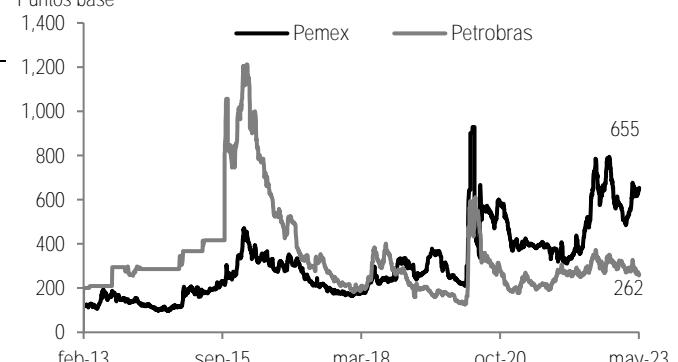
PEMEX fue más sensible al episodio de estrés financiero vs sus pares. La percepción de riesgo de crédito incrementó significativamente durante marzo. El CDS de 5 años disminuyó alrededor de 90pb durante los primeros meses de 2023, alcanzando mínimos de 8 meses de 483pb. Sin embargo, aumentó sostenidamente hasta alcanzar el máximo del año de 678pb tras la quiebra de *Silicon Valley Bank* y la crisis de confianza de *Credit Suisse*. Por el contrario, el CDS de 5 años de Petrobras –la empresa petrolera de Brasil– se mantuvo relativamente estable durante el mismo periodo, oscilando entre 260pb y 328pb (ver grafica derecha). En este sentido, el diferencial entre PEMEX y Petrobras se amplió nuevamente a 355pb desde 260pb el trimestre previo.

Comparativo de empresas petroleras en Latinoamérica
Puntos base, información al 5/may/2023

Empresa	Calificación crediticia			CDS		Spread vs UST	
	Moody's	S&P	Fitch	5a	10a	5a	10a
Pemex (México)	B1	BBB	BB-	655	686	647	754
Ecopetrol (Colombia)	Baa3	BB+	BB+	--	--	384	535
Petrobras (Brasil)	Ba1	BB-	BB-	262	362	257	292
YPF (Argentina)	Caa3	CCC-	CCC-	--	--	1,313	995
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.
- **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.
- **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, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez 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 interpósito 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 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 interpósito persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme 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.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
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
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Deuda Corporativa

Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Análisis Cuantitativo

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
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
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.muñoz.sánchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.ceballos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesи@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899