

PEMEX – Producción de crudo al alza y beneficio por apreciación cambiaria

1 de agosto 2023

- A finales de la semana pasada, PEMEX reportó sus resultados del 2T23. Los ingresos cayeron 42.5% a/a, principalmente por menores precios internacionales de la mezcla mexicana, así como precios de venta más bajos de gasolinas
- Las ventas nacionales y de exportación cayeron 45.1% y 39.4%, respectivamente. Los ingresos por servicios avanzaron 46.4%. El precio promedio de la mezcla en el periodo fue de 65.4 US\$/bbl (-37.2% a/a)
- La utilidad neta fue de \$25.4 mil millones al 2T23, 79.7% menor que en el 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 parcialmente por una utilidad cambiaria de \$105.4 mil millones (+436.2% a/a) y una baja del 33.6% en impuestos y derechos
- La deuda financiera total cayó 9.8% vs el cierre de 2022 (\$1,886.6 mil millones o US\$ 110.5 mil millones), con amortizaciones netas de \$5.1 mil millones. Aproximadamente el 80.4% de la deuda está en monedas distintas al peso (excluyendo también UDIS), con 70.3% en dólares
- En términos operativos registró una producción promedio de crudo de 1,882 Mbd (+7.1% a/a) debido a la incorporación de pozos en campos nuevos. Por otro lado, la producción de gas natural subió 5.2% a/a, pasando desde 3,852 a 4,051 MMpcd
- La empresa realizó inversiones por \$196.1 mil millones (US\$ 10.8 mil millones) representando 41.6% del presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal (\$471 mil millones o US\$ 25.9 mil millones)
- Finalmente, al 2T23 recibió US\$ 75.5 millones por la estrategia de cobertura, misma que protege alrededor de 30% de la exposición total ante una caída en el precio de la mezcla mexicana

[@analisis_fundam](http://www.banorte.com/analiseconomico)

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	B+
Perspectiva	Estable	Negativa	ON(-)
Revisión	6-Jul-22	21-Jul-23	14-Jul-23

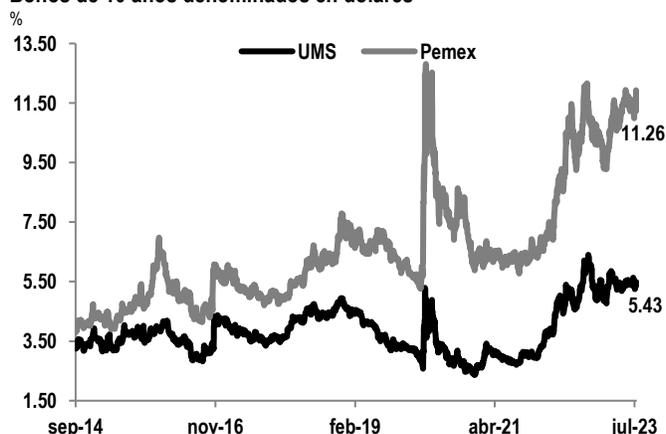


#1 OVERALL FORECASTER - MEXICO

Ganadores del premio 2023 a los mejores pronosticadores económicos de México, otorgado por Focus Economics.

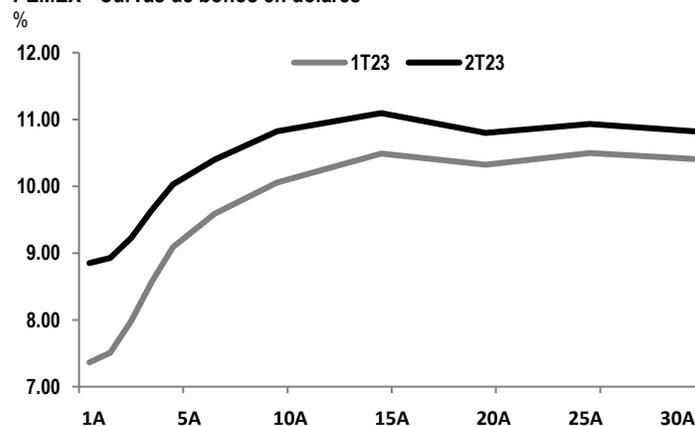
Documento destinado al público en general

Bonos de 10 años denominados en dólares



Fuente: Bloomberg, Banorte

PEMEX - Curvas de bonos en dólares



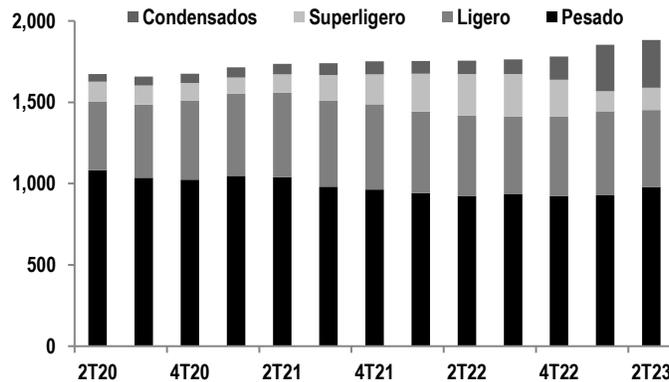
Fuente: Bloomberg, Banorte

Resultados Operativos

PEMEX reportó una producción promedio de crudo de 1,882 Mbd en 2T23 (7.1% a/a). En el análisis secuencial, la producción subió 1.6% t/t (+3.0% en condensados, +10.9% en superligero, -8.6% en ligero y +5.6% en pesado). Esto se debió principalmente a la incorporación de pozos a la estrategia de campos nuevos. Vale la pena señalar que se han mantenido acciones para atenuar la declinación de los campos maduros. Por su parte, la producción total de gas natural (sin incluir nitrógeno ni la producción de socios) creció 5.2% respecto el 2T22 a 4,051 MMpcd; sin embargo, se redujo 1.2% vs el trimestre previo. Además, el aprovechamiento del gas aumentó, al igual que en los últimos tres trimestres, a 94.2% desde 92.5% en 1T23. Lo anterior como resultado de una disminución del envío de gas a la atmosfera a 291 MMpcd desde 367 MMpcd en el mismo periodo.

Producción de crudo por tipo

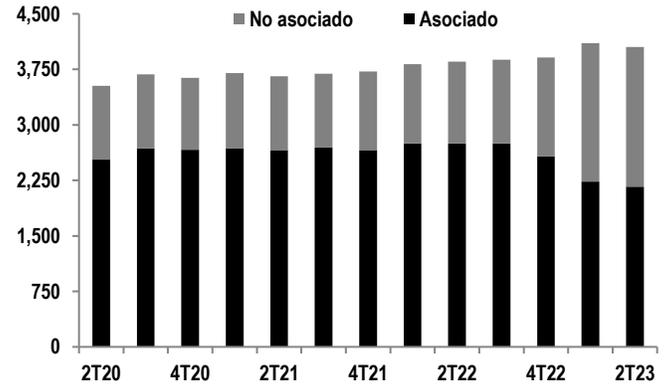
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

Producción de gas natural

Millones de pies cúbicos diarios (MMpcd)



Fuente: PEMEX

El procesamiento de crudo promedió 826 Mbd (+30 Mbd vs 2T22) por un mejor desempeño operativo en las refinerías de Salina Cruz, Tula y Minatitlán que registraron niveles de 193, 175 y 128 Mbd, respectivamente. Esto es equivalente al 50.4% de la capacidad instalada de destilación atmosférica del Sistema Nacional de Refinación (SNR). Por otra parte, el SNR registró un margen de refinación de 9.60 US\$/bbl desde 16.01 US\$/bbl el trimestre previo por menores precios del crudo en la Costa Norte del Golfo de México.

Proceso de crudo en refinerías

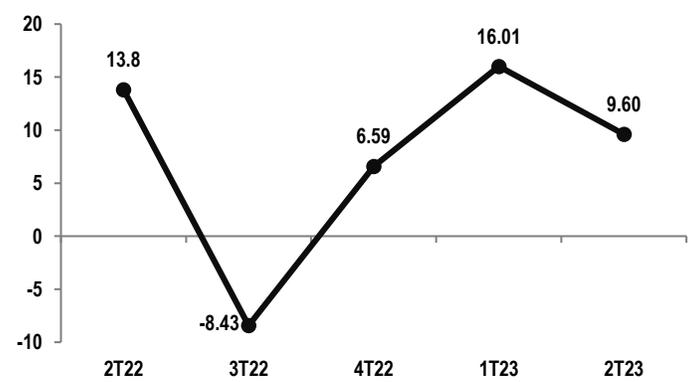
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

Margen variable de refinación

US\$/bbl, promedio trimestral



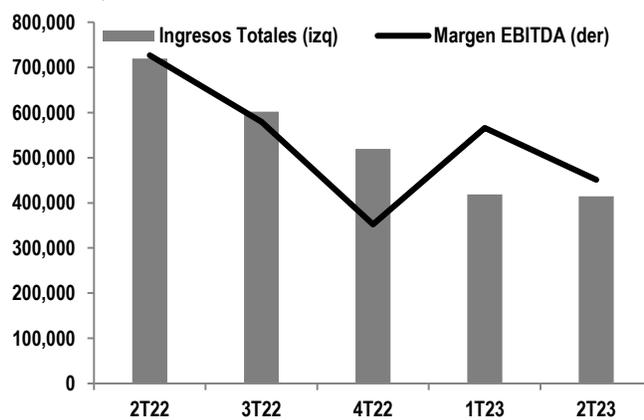
Fuente: PEMEX

Resultados Financieros

Las principales referencias de crudo cerraron el 2T23 en terreno negativo, mientras que la mezcla mexicana avanzó modestamente. El 2T23 comenzó con un impulso en los precios del petróleo tras el [recorte voluntario en la producción de 1.66 Mbbbl/d de la OPEP+](#). Sin embargo, la lenta recuperación en China, una potencial recesión en EE. UU. y exportaciones robustas de Rusia e Irak diluyeron por completo el *rally*. Con ello, el Brent y el WTI perdieron 6.1% y 6.6% t/t, respectivamente. El posicionamiento neto largo continuó cayendo, en particular para el WTI, registrando mínimos desde 2015. En esta coyuntura, [Arabia Saudita recortó unilateralmente 1 Mbbbl/d](#) a partir de julio, extendiendo el ajuste hasta agosto y con una alta probabilidad de ampliarlo a septiembre. A esta iniciativa se unió Rusia con un recorte de 500 Kbbbl/d en sus exportaciones. En este contexto, el precio de la mezcla mexicana de exportación alcanzó máximos de 5 meses en 74.0 US\$/bbl a mediados de abril; sin embargo, el efecto se moderó cerrando el trimestre en 65.1 US\$/bbl (+1.5% t/t). En este periodo, PEMEX reportó ingresos consolidados de \$414,157 millones, equivalente a una disminución de 42.5% a/a. El retroceso en los ingresos de la empresa se explica por: (1) Una caída del 39.4% a/a en las ventas de exportación por menores precios internacionales del crudo y petrolíferos, reflejándose en la mezcla mexicana de exportación; y (2) una disminución de 41.5% en las ventas nacionales, principalmente por menores precios de gasolinas y otros hidrocarburos, así como la eliminación del incentivo a los combustibles.

Evolución de ingresos totales y margen EBITDA

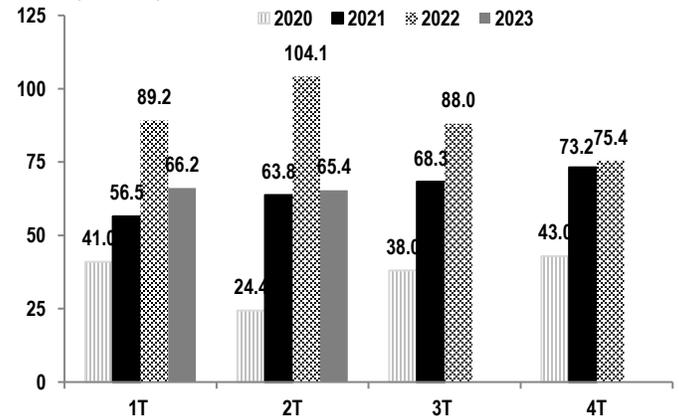
Millones de pesos, %



Fuente: Banorte con cifras de PEMEX

Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación

Dólares por barril, promedio trimestral



Fuente: PEMEX

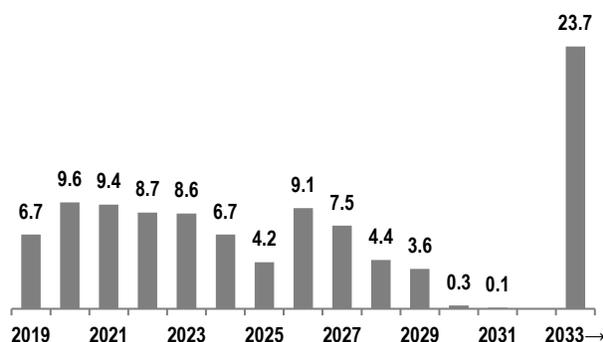
Costo de ventas afectado nuevamente por el deterioro de activos. En el 2T23 el costo de ventas disminuyó 16.7% a/a, incluyendo el efecto por deterioro de activos por \$25,947 millones. Si excluimos este rubro, el costo de ventas retrocedió 30.6% a/a ante la baja de los precios de las gasolinas. Vale la pena mencionar que en el 2T22 se había reportado una reversión en el deterioro de activos por un monto de \$47,787 millones, afectando la base de comparación. Adicionalmente, la empresa registró menores compras de gasolinas para reventa durante el trimestre, representando una disminución de 53.6%. Con base en lo anterior, el rendimiento bruto se ubicó en \$59,647 millones (-79.7% a/a).

Gastos de administración aumentan como proporción de los ingresos. A lo largo de 2022, la proporción de gastos de administración a ingresos totales osciló entre 6.1% y 8.9%. En el 2T23 los gastos aumentaron 5.7% a/a a un monto de \$41,161 millones, principalmente por un mayor costo neto de beneficios a empleados y gastos de operación. Con ello, la proporción ya mencionada se elevó a 10.2% (+4.6pp). En este periodo, la compañía reportó un EBITDA de \$93,412 millones (-64.2% vs 2T22) equivalente a una reducción de 13.8pp en el margen a 22.6%.

Ganancia cambiaria compensó las presiones de mayores tasas de interés. El ingreso financiero del trimestre alcanzó \$73,453 millones frente a un egreso de \$27,560 millones en 2T22. Esto se explica en buena medida por una ganancia cambiaria de \$105,359 millones debido a la apreciación de 5.1% del peso mexicano frente al dólar. Asimismo, la empresa tuvo un rendimiento de \$2,490 millones por la variación en el valor razonable de instrumentos derivados (*cross-currency swaps*) vs una minusvalía de \$27,560 millones en el trimestre previo. En impuestos registró un cargo de \$69,588 millones (-33.6% a/a), 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%. A nivel neto se reportó una utilidad de \$25,423 millones, 79.7% menos que en el mismo periodo del año pasado.

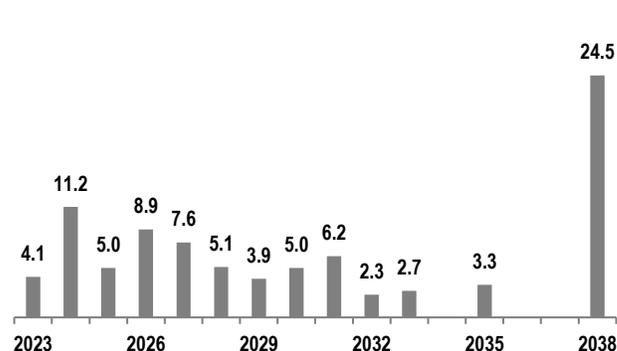
Mayor deuda financiera en dólares. Reducción de 9.8% en la deuda financiera total vs el cierre de 2022 a \$1,886.6 mil millones. Sin embargo, en dólares la deuda aumentó 2.2% a US\$ 110.2 mil millones. De acuerdo con la empresa, se realizaron actividades de financiamiento (incluyendo créditos bancarios de corto plazo) por un total de \$431.7 mil millones en el semestre, con el total de amortizaciones en \$436.8 mil millones. Aproximadamente el 80.4% de la deuda financiera está en monedas distintas al peso (excluyendo también UDIS). De este porcentaje, 70.3% se encuentra en dólares. Además, el 78.7% de la deuda financiera es a tasa fija y el 21.3% restante a tasa flotante. 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; de requerirlo, la empresa cuenta con el apoyo del Gobierno Federal.

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



Fuente: Banorte con información de PEMEX

Perfil de vencimientos al 30 de junio 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\$ 7,700 millones y \$29,500 millones, respectivamente. Al 30 de junio se cuenta con US\$ 4.0 millones disponibles mientras que la línea en pesos se encontraba dispuesta en su totalidad. Del otro lado del balance, la empresa reportó un saldo en efectivo de \$64,115 millones, representando una disminución de 0.5% a/a.

Inversiones de capital. Para el ejercicio 2023, PEMEX tiene un presupuesto aprobado por un monto \$471 mil millones. En la primera mitad del año, la empresa ha ejercido un total de \$196.1 mil millones lo que representa un avance del 41.6%. En 2T23, la empresa realizó inversiones por \$119,600 millones, distribuyéndose de la siguiente manera: (1) 78.3% en Exploración y Producción para una mayor extracción de hidrocarburos, acelerando la entrada en operación de campos en los nuevos desarrollos; (2) 18.6% en Transformación Industrial, incluyendo recursos (\$14,100 millones) para la nueva refinería Olmeca en Dos Bocas e inversiones en el Plan de Rehabilitación de Refinerías para incrementar la confiabilidad operativa; y (3) el restante 3.2% en Logística y Corporativo. También invirtió \$4,300 millones para la capitalización de filiales de la línea de negocios de fertilizantes y \$800 millones para Gas Bienestar.

Estado de Resultados

Millones de pesos

	2020	2021	2022	Variación (%)	2T22	2T23	Variación (%)
Ingresos totales por ventas y servicios	953,730	1,495,629	2,387,169	59.6	719,777	414,157	-42.5
Ventas en México	503,776	762,115	1,195,128	56.8	398,918	218,907	-45.1
Ventas de exportación	445,234	728,541	1,074,295	47.5	319,783	193,673	-39.4
Ingresos por servicios	4,720	4,973	5,882	18.3	1,077	1,577	46.5
Costo de ventas	831,267	1,066,651	1,706,192	60.0	473,350	328,563	-30.6
Rendimiento (pérdida) bruto	111,720	427,767	591,181	38.2	294,215	59,647	-79.7
Gastos de dist, transportación y venta	10,765	15,039	15,527	3.2	3,414	2,911	-14.7
Gastos de administración	145,854	150,432	154,134	2.5	36,488	39,249	7.6
Rendimiento (pérdida) de operación	-34,501	228,928	438,612	91.6	257,390	21,516	-91.6
Costo financiero	(145,759)	(164,572)	(161,735)	-1.7	(34,741)	(36,605)	5.4
Ingreso financiero	13,259	28,907	28,998	0.3	4,290	2,209	-48.5
(Costo) rend. en inst. fin. der. - Neto	4,611	(25,224)	(22,863)	-9.4	(16,758)	2,490	NA
Pérdida (rend.) en cambios - Neta	(129,106)	(45,675)	129,689	NA	19,648	105,359	-27.9
Rend. antes de derechos e impuestos	(295,181)	12,572	413,028	NA	229,927	95,012	-58.7
Total de derechos, impuestos y otros	185,785	307,348	389,980	26.9	104,771	69,588	-33.6
Derechos por la utilidad compartida	154,938	306,827	398,540	29.9	111,751	65,283	-41.6
Rendimiento (Pérdida) neta del periodo	(480,966)	(294,776)	23,049	NA	125,155	25,423	-79.7
EBITDA	182,478	493,420	593,576	20.3	261,553	93,412	-64.2
Margen EBITDA (%)	19.1	33.0	24.9		36.3	22.6	

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	B1	HR BBB+ (G)
Calificación en Escala Nacional	Retirada	mxAAA	AAA.mx*	HRAAA
Perspectiva	ON(-)	Estable	Negativa	Estable
Perfil crediticio individual	ccc-	ccc+	caa3	ND
Fecha de última revisión	14-jul-23	6-jul-22	21-jul-23	28-abr-23

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

Calidad crediticia. El 21 de julio de 2023, [Moody's Investors Service afirmó en 'B1' la calificación de Petróleos Mexicanos \(Pemex\)](#). Moody's también afirmó en 'caa3' la evaluación del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés), la cual refleja su fortaleza crediticia intrínseca. Asimismo, Moody's cambió la perspectiva de las calificaciones de Pemex a Negativa de Estable. De acuerdo con la agencia, la afirmación de la BCA en 'caa3' refleja “...*(1) la expectativa de Moody's de que Pemex seguirá registrando un flujo de efectivo libre negativo; (2) la necesidad de grandes sumas de financiamiento externo debido a las persistentes pérdidas en el negocio de refinación de la compañía; (3) las inversiones de capital al menos en los niveles actuales para sostener la producción y reservas estables; así como (4) los elevados gastos de intereses y altos vencimientos de la deuda en 2023-2025...*”. La agencia también señaló que “...*las calificaciones de 'B1' de Pemex toman en cuenta el análisis de incumplimiento conjunto de Moody's que incluye los supuestos de un apoyo muy alto del Gobierno de México ('Baa2' Estable)...*”. Por último, la perspectiva negativa de las calificaciones de Pemex refleja la visión de Moody's de que “...*ante la falta de cambios fundamentales en la estrategia de negocio de Pemex, es probable que la compañía enfrente mayores riesgos crediticios...*”.

El 14 de julio de 2023, [Fitch Ratings revisó a la baja la calificación internacional de Pemex a 'B+' desde 'BB-' y la colocó en Observación Negativa](#). Fitch califica el perfil crediticio *stand alone* de Pemex en 'ccc-'. De acuerdo con la agencia, la baja refleja “...*el continuo y débil desempeño operativo de Pemex, que ha dado lugar a que Fitch rebaje a '5' varias de las calificaciones de relevancia ESG de la empresa. Esperan que esto limite aún más sus fuentes de financiamiento de bancos, inversionistas y proveedores...*”. La Observación Negativa refleja la preocupación de Fitch sobre la “...*capacidad y voluntad del gobierno mexicano para mejorar materialmente la posición de liquidez y la estructura de capital de la empresa en los próximos dos años sin concesiones de los acreedores...*”.

Próximas acciones de calificación. No esperamos movimientos en la calificación en el corto plazo 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 10,4% del monto en circulación, equivalente a \$132,661 millones. A continuación, el desglose de sus emisiones en el mercado local con la evolución de sus sobretasas.

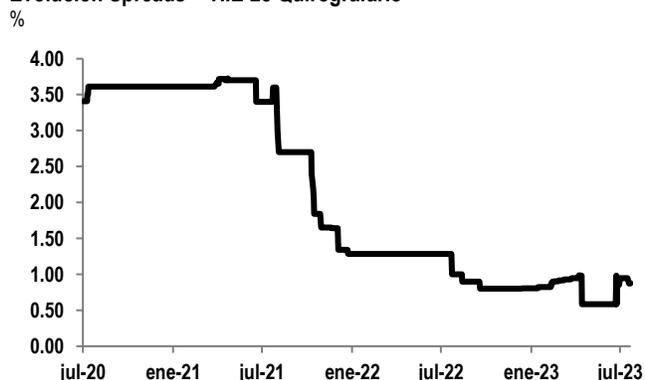
Emisiones en Mercado Nacional

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 1T23 Spread
95PEMEX19	23-dic.-19	16-dic.-24	5,100	5,100	TIE28 + 1%	100.0	100.16	101.03	12.39	0.88	0.29
95PEMEX13-2	26-sep.-13	12-sep.-24	10,400	10,400	FIJA : 7.19%	100.0	94.26	96.94	12.71	2.13	0.66
95PEMEX14-2	27-nov.-14	12-nov.-26	8,301	8,301	FIJA : 7.47%	100.0	86.90	88.38	12.36	2.63	0.73
95PEMEX12U	29-nov.-12	11-may.-28	3,500	5,617	UDIS : 3.02%	778.5	678.36	682.99	6.12	1.50	0.91
95PEMEX14U	30-ene.-14	15-ene.-26	3,000	4,581	UDIS : 3.94%	778.5	722.01	722.69	7.16	1.50	0.91
95PEMEX15U	30-sep.-15	5-sep.-35	6,043	8,860	UDIS : 5.23%	778.5	741.81	756.29	5.77	1.50	0.91

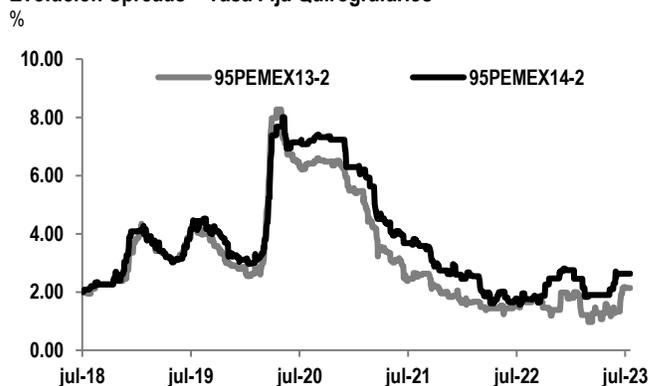
Fuente: Banorte con información de PIP al 28 de julio de 2023.

Evolución Spreads – TIEE-28 Quirografario



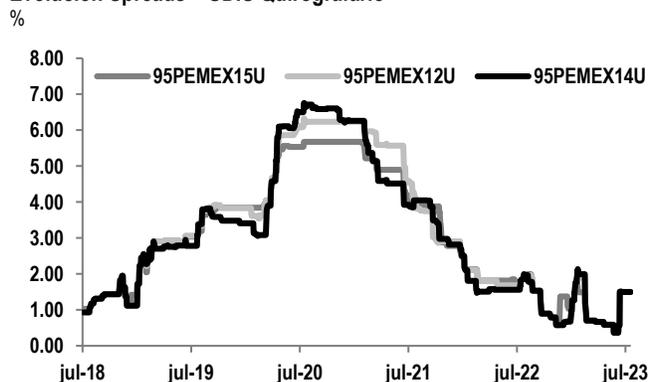
Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 28 de julio de 2023.

Evolución Spreads – Tasa Fija Quirografarios



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 28 de julio de 2023.

Evolución Spreads – UDIS Quirografario



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 28 de julio de 2023.

Inversionistas demandan un mayor rendimiento al vencimiento. El bono *on-the-run* en dólares de 10 años cerró el trimestre nuevamente con pérdidas. El rendimiento al vencimiento subió a 11.46% desde 10.66% el trimestre previo, alcanzando casi 12.00% a finales de mayo tras diversos incidentes en refinerías y plataformas. Como ya se mencionó, en julio la calificación se revisó a la baja por algunas calificadoras lo que debilitó nuevamente los bonos hasta cotizar en 11.94%. Sin embargo, las señales de apoyo del soberano aliviaron las preocupaciones de los inversionistas detonando un *rally* de 67pb en los últimos días (ver gráfica en portada, izquierda). A lo largo de la curva, todos los bonos en dólares se debilitaron, con los mayores ajustes en los de menor plazo (ver gráfica en portada, derecha).

La percepción de riesgo de crédito se deterioró. El CDS de 5 años subió de manera sostenida hasta alcanzar un máximo de siete meses de 700pb a finales de mayo después de los múltiples accidentes en las instalaciones operativas. No obstante, se contrajo para cerrar el trimestre en el promedio móvil de 100 días de 655pb. Sin embargo, la moderación fue temporal y regresó nuevamente cerca de 700pb tras los últimos comentarios de las calificadoras. Actualmente, la métrica se ubica en 666 puntos tras los resultados trimestrales. Por el contrario, el CDS de 5 años de Petrobras –la empresa petrolera de Brasil– disminuyó 65pb en el trimestre y actualmente cotiza en mínimos de casi dos años en 207pb. En este sentido, el diferencial entre PEMEX y Petrobras se ubica cerca de máximos históricos, reflejando una mayor percepción de riesgo de crédito para la empresa petrolera nacional (ver grafica derecha).

Comparativo de empresas petroleras en Latinoamérica

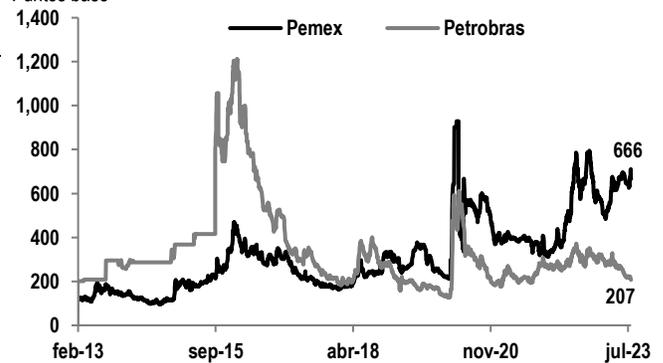
Puntos base, información al 28/jul/2023

Empresa	Calificación crediticia			CDS		Spread vs UST	
	Moody's	S&P	Fitch	5a	10a	5a	10a
Pemex (México)	B1	BBB	B+	666	752	611	729
Ecopetrol (Colombia)	Baa3	BB+	BB+	--	--	379	457
Petrobras (Brasil)	Ba1	BB-	BB-	207	362	186	281
YPF (Argentina)	Caa3	CCC-	CCC-	--	--	769	676
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 a 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, 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, Juan Carlos Mercado Garduño, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Jazmin Daniela Cuautencos Mora 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 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, fungen 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.

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.

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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Deuda Corporativa

Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.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
Jazmín Daniela Cuautencos Mora	Gerente Análisis Cuantitativo	jazmin.cuautencos.mora@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@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.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@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.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899