

## PEMEX seguirá contando con soporte gubernamental en 2024

- Los ingresos de PEMEX al 3T23 cayeron 26.8% a/a, principalmente por menores precios internacionales de la mezcla mexicana, así como menores volúmenes de ventas en territorio nacional y de exportación
- Las ventas nacionales y de exportación cayeron 27.5% y 25.9%, respectivamente. Los ingresos por servicios retrocedieron 43.7%. El precio promedio de la mezcla en el periodo fue de 77.1 US\$/bbl (-12% a/a)
- La pérdida neta fue de \$79.1 mil millones al 3T23, más débil respecto a la pérdida de \$52 mil millones del mismo periodo del año pasado. Lo anterior se debe a: (1) Menores ventas; (2) los efectos del deterioro de activos fijos; y (3) un incremento en la pérdida cambiaria. No obstante, se compensó parcialmente por una disminución en el costo de ventas (-22.7% a/a) y una baja en impuestos y derechos (-76.2% a/a)
- La deuda financiera total cayó 10.8% vs el cierre de 2022 (\$1,864.8 mil millones o US\$ 105.8 mil millones), con amortizaciones netas de \$58.5 mil millones. Aproximadamente el 80.8% 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 un total de US\$ 7.7 mil millones y \$29.5 mil millones. Al 3T23, las líneas en dólares y pesos se encontraban dispuestas en su totalidad
- La compañía tuvo una producción promedio de hidrocarburos líquidos (crudo y condensados) de 1,850 Mbd (+4.9% a/a) debido a la incorporación de pozos en campos nuevos. Por otro lado, la producción de gas natural subió 2.1% a/a, pasando desde 3,879 a 3,959 MMpcd
- Se realizaron inversiones por \$277.1 mil millones (US\$ 15.5 mil millones) representando 57% del presupuesto aprobado para el ejercicio fiscal (\$486.1 mil millones o US\$ 27.3 mil millones)
- La Ley de Ingresos de la Federación 2024, aprobada por ambas cámaras, estableció una disminución del Derecho de Utilidad Compartida (DUC) al 30% desde el 40% previo
- El rendimiento del bono *on-the-run* en dólares de 10 años finalizó septiembre prácticamente en 12.00% (+52pb t/t), con varios episodios de volatilidad en el trimestre



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



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



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



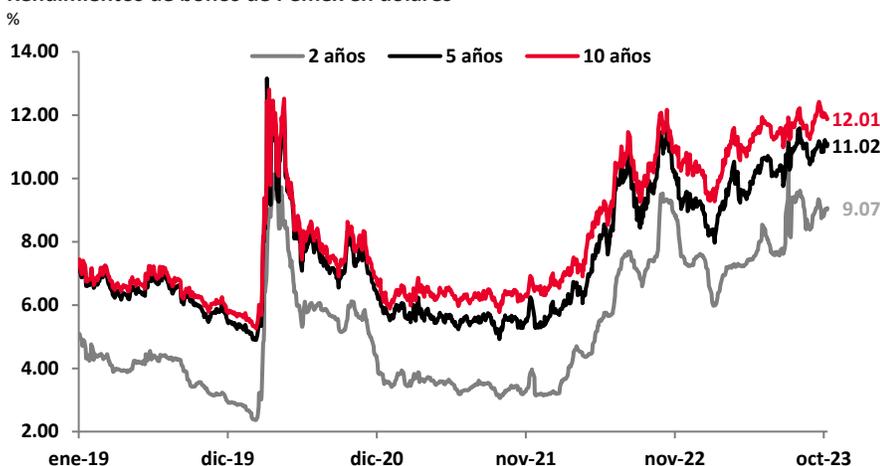
[@analisis\\_fundam](http://www.banorte.com/analiseconomico)

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



Documento destinado al público en general

Rendimientos de bonos de Pemex en dólares



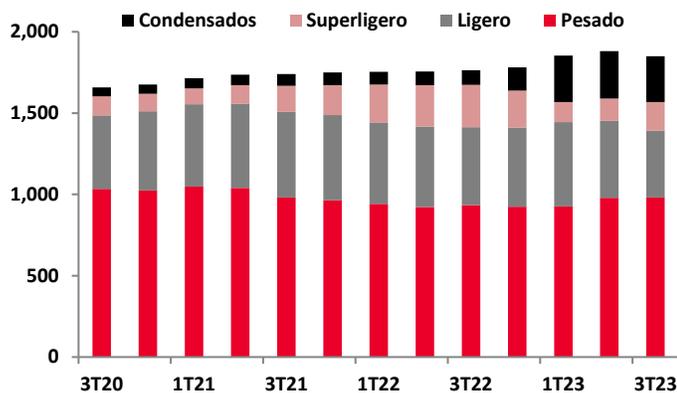
Fuente: Bloomberg, Banorte

## Resultados Operativos

PEMEX reportó una producción de hidrocarburos líquidos de 1,850 Mbd en 3T23 (4.9% a/a). En el análisis secuencial, la producción bajo 1.7% t/t (-4.2% en condensados, +30.8% en superligero, -13.5% en ligero y +0.2% en pesado). La producción de crudo pesado sigue representando más de la mitad de la producción; sin embargo, los condensados se han incrementado a 15% este año tras mantener una participación casi nula en términos históricos. Vale la pena señalar que los 44 campos nuevos –de los cuales 25 son marinos y 19 terrestres– incorporaron una producción de 591 Mbd, equivalente al 32% del total. Con ello, mantuvieron una tendencia de crecimiento al incrementarse 192 Mbd respecto al mismo periodo del año previo. La producción total de gas natural (sin incluir nitrógeno ni la producción de socios) creció 2.1% a/a a 3,959 MMpcd. Sin embargo, se redujo 2.3% vs el trimestre previo. Además, el aprovechamiento del gas fue de 92% desde 94.2%, por lo que el gas enviado a la atmósfera fue de 393 MMpcd; mejor respecto al año previo de 89.6%.

### Producción de crudo por tipo

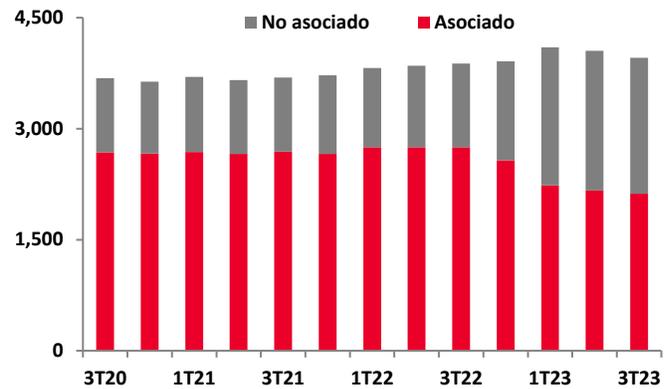
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

### Producción de gas natural

Millones de pies cúbicos diarios (MMpcd)

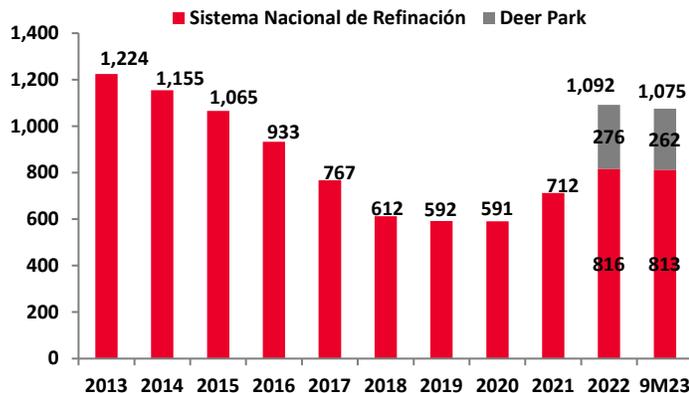


Fuente: PEMEX

El procesamiento de crudo promedió 778 Mbd; es decir, 29 Mbd menos que en 3T22 como resultado de los paros programados para la rehabilitación de plantas combinadas en las refinerías, aunado a problemas operativos. La capacidad instalada de destilación atmosférica del Sistema Nacional de Refinación (SNR) promedió 47.4%, pero las refinerías de Salinas Cruz y Tula destacaron con tasas de 62.9% y 60.9%, respectivamente. El SNR registró el mejor margen de refinación histórico de 22.98 US\$/bbl ya que los precios de los refinados fueron impulsados por los bajos niveles de inventarios.

### Proceso de crudo en refinerías

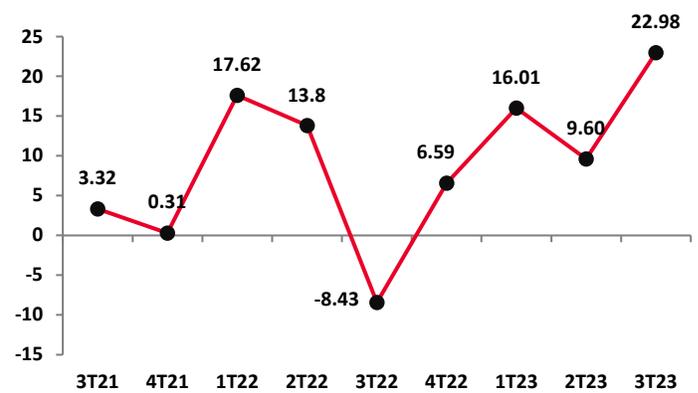
Miles de barriles diarios (Mbd)



Fuente: PEMEX

### Margen variable de refinación

US\$/bbl, promedio trimestral



Fuente: PEMEX

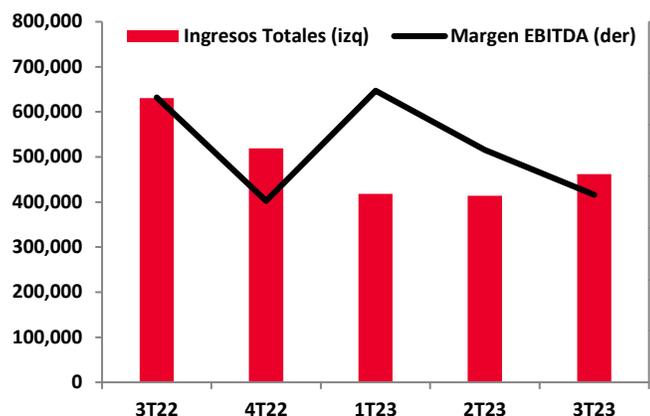
## Resultados Financieros

**Mayor avance trimestral de los futuros del crudo desde el inicio de la guerra en Ucrania.** En el 3T23, los precios del crudo cotizaron cerca de 100 US\$/bbl, con el WTI y Brent ganando 28.5% t/t y 27.3% t/t, respectivamente. De igual manera, la mezcla mexicana de exportación subió 34.5% t/t, alcanzando máximos de 13 meses en 89.43 US\$/bbl. Consideramos que los factores que detonaron el *rally* se mantendrán presentes para el 4T23, tales como: (1) [El recorte voluntario de Arabia Saudita de 1 Mbb/d](#); (2) la disminución de 300 Kbb/d en las exportaciones rusas; (3) inventarios comerciales de EE. UU. en mínimos del año; y (4) un limitado margen de maniobra de EE. UU. para incrementar la oferta, con los inventarios estratégicos de petróleo (SPR, por sus siglas en inglés) en mínimos desde 1983. Además, los temores de que la guerra en Medio Oriente se convierta en una conflagración regional están agregando más presión, principalmente si otros países como Irán y Estados Unidos se suman. Bajo este contexto, [el mercado energético reflejará balances aún más estrechos hacia finales de 2023](#), a pesar de los riesgos de una posible destrucción de la demanda.

En este periodo, PEMEX reportó ingresos consolidados de \$461,809 millones, equivalente a una disminución de 26.8% a/a. Esto se explica por: (1) Una reducción del 25.9% a/a en las ventas de exportación por menores precios internacionales del crudo y otros petrolíferos, reflejándose en la mezcla mexicana de exportación; y (2) una disminución de 27.5% 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

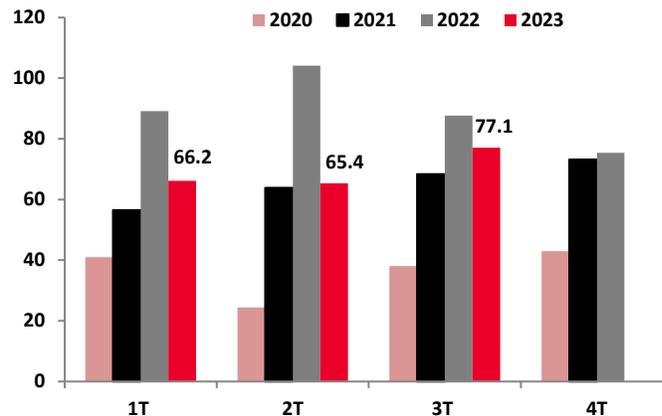
Millones de pesos, %



Fuente: Banorte con cifras de PEMEX

### Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación

Dólares por barril, promedio trimestral



Fuente: PEMEX

### El costo de ventas reflejó menores precios internacionales de las gasolinas e impuestos de extracción.

En el 3T23, el costo de ventas disminuyó 22.2% a/a debido principalmente a: (1) Una reducción del 41.1% en las compras de gasolinas y otros combustibles para reventa con menores precios internacionales; (2) una disminución de \$17,700 millones en derechos de extracción explicado por un menor precio de la mezcla mexicana de exportación; y (3) un deterioro de activos por \$8,113 millones (vs \$7,254 millones en 3T22). Si excluimos este deterioro, el costo de ventas bajó 22.7% a/a. Con base en lo anterior, el rendimiento bruto se ubicó en \$85,676 millones (-42.0% a/a) y el margen bruto en 18.6% (vs 23.4% en 3T22).

### Gastos generales cayeron secuencialmente como proporción de los ingresos.

En el 3T23, los gastos de administración en combinación con los gastos de distribución, transportación y venta representaron el 9.0% de los ingresos consolidados vs 10.2% en 2T23. De acuerdo con la compañía, los gastos de operación disminuyeron 1.0% a/a. Vale la pena mencionar que, a lo largo de 2022, la proporción de gastos generales a ingresos totales osciló entre 6.1% y 8.9%.

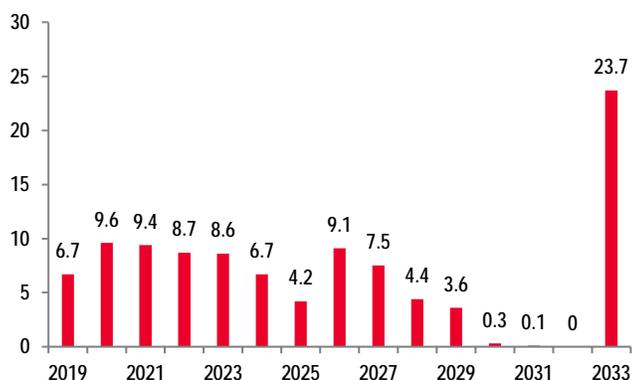
En este periodo, PEMEX tuvo un EBITDA de \$84,014 millones (-51.9% vs 3T22), equivalente a una caída de 9.5pp en el margen a 18.2%.

**Pérdida cambiaria añadió presión a los costos financieros.** El costo financiero del trimestre alcanzó \$86,227 millones frente a un costo de \$64,217 millones en 3T22. Esto se explica en buena medida por una pérdida cambiaria de \$47,794 millones debido a la apreciación de 13.2% del peso mexicano frente al dólar. Asimismo, la empresa registró una minusvalía de \$9,437 millones por la variación en el valor razonable de instrumentos derivados (cross-currency swaps) vs una minusvalía de \$12,983 millones en el trimestre previo. En impuestos registró un cargo de \$24,738 millones (-76.2% a/a), debido principalmente al reconocimiento de un beneficio en impuestos diferidos por la reducción en la tasa del Derecho por la Utilidad Compartida (DUC) y un menor precio promedio de la mezcla mexicana de exportación. A partir de 2022, la tasa del Derecho de Utilidad Compartida (DUC) es del 40% y en 2024 disminuirá a 30% de acuerdo con lo aprobado en la [Ley de Ingresos de la Federación 2024](#). A nivel neto se reportó una pérdida de \$79,134 millones, más débil respecto a la pérdida de \$52,033 millones en el mismo periodo del año pasado.

**Deuda financiera en dólares con pocos cambios.** Reducción de 10.8% en la deuda financiera total vs el cierre de 2022 a \$1,864.8 mil millones. Sin embargo, en dólares la deuda disminuyó solo 1.8% a US\$ 105.8 mil millones. De acuerdo con la empresa, se realizaron actividades de financiamiento (incluyendo créditos bancarios de corto plazo) por un total de \$567.9 mil millones en lo que va del año, con el total de amortizaciones en \$626.4 mil millones. Aproximadamente el 80.4% de la deuda financiera está en monedas distintas al peso (excluyendo también UDIS). De este porcentaje, 71.4% se encuentra en dólares. Además, el 79.6% de la deuda financiera es a tasa fija y el 20.4% 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

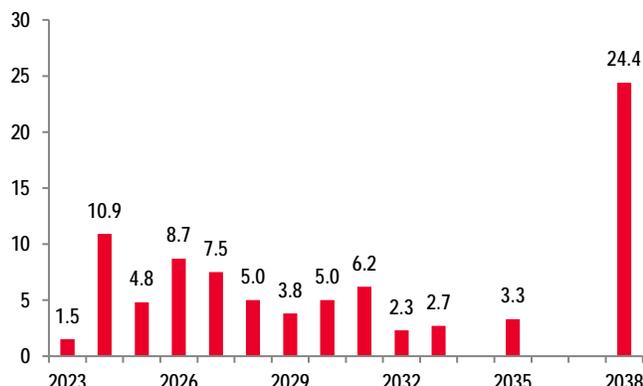
Miles de millones de dólares



Fuente: Banorte con información de PEMEX

#### Perfil de vencimientos al 30 de septiembre 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 septiembre ambos rubros se encontraban dispuestos en su totalidad. Del otro lado del balance, la empresa reportó un saldo en efectivo de \$70,707 millones, representando un aumento de 9.8% a/a.

**Inversiones de capital.** Para el ejercicio 2023 tiene un presupuesto aprobado por un monto \$486.1 mil millones. En lo que va del año, la empresa ha ejercido un total de \$277.1 mil millones, representando un avance del 57%.

En 3T23, la empresa invirtió \$81,000 millones, distribuyéndose de la siguiente manera: (1) 74.3% en Exploración y Producción para una mayor extracción de hidrocarburos, acelerando la entrada en operación de campos en los nuevos desarrollos; (2) 24.2% en Transformación Industrial, incluyendo recursos (\$17,500 millones) para la nueva refinería Olmeca en Dos Bocas e inversiones en el Plan de Rehabilitación de Refinerías (\$10,500 millones) para incrementar la confiabilidad operativa; y (3) el restante 1.5% en Logística y Corporativo. También se realizaron aportaciones de capital por \$2,900 millones para la capitalización de filiales de la línea de negocios de fertilizantes.

## Estado de Resultados

Millones de pesos

	2020	2021	2022	Variación (%)	3T22	3T23	Variación (%)
<b>Ingresos totales por ventas y servicios</b>	<b>953,730</b>	<b>1,495,629</b>	<b>2,387,169</b>	<b>59.6</b>	<b>630,815</b>	<b>461,809</b>	<b>-26.8</b>
Ventas en México	503,776	762,115	1,195,128	56.8	349,442	253,547	-27.4
Ventas de exportación	445,234	728,541	1,074,295	47.5	280,080	207,530	-25.9
Ingresos por servicios	4,720	4,973	5,882	18.3	1,293	728	-43.7
<b>Costo de ventas</b>	<b>831,267</b>	<b>1,066,651</b>	<b>1,706,192</b>	<b>60.0</b>	<b>475,937</b>	<b>368,021</b>	<b>-22.7</b>
<b>Rendimiento (pérdida) bruto</b>	<b>111,720</b>	<b>427,767</b>	<b>591,181</b>	<b>38.2</b>	<b>147,623</b>	<b>85,676</b>	<b>-42.0</b>
Gastos de dist, transportación y venta	10,765	15,039	15,527	3.2	4,261	1,133	-73.4
Gastos de administración	145,854	150,432	154,134	2.5	37,760	40,530	7.3
<b>Rendimiento (pérdida) de operación</b>	<b>-34,501</b>	<b>228,928</b>	<b>438,612</b>	<b>91.6</b>	<b>116,073</b>	<b>31,662</b>	<b>-72.7</b>
Costo financiero	(145,759)	(164,572)	(161,735)	-1.7	(45,544)	(36,506)	-19.8
Ingreso financiero	13,259	28,907	28,998	0.3	3,653	7,511	105.6
(Costo) rend. en inst. fin. der. – Neto	4,611	(25,224)	(22,863)	-9.4	(12,983)	(9,437)	NA
Pérdida (rend.) en cambios - Neta	(129,106)	(45,675)	129,689	NA	(9,344)	(47,794)	-27.9
<b>Rend. antes de derechos e impuestos</b>	<b>(295,181)</b>	<b>12,572</b>	<b>413,028</b>	<b>NA</b>	<b>51,926</b>	<b>(54,396)</b>	<b>-204.8</b>
Total de derechos, impuestos y otros	185,785	307,348	389,980	26.9	103,960	24,738	-76.2
Derechos por la utilidad compartida	154,938	306,827	398,540	29.9	106,837	69,580	-34.9
<b>Rendimiento (Pérdida) neta del periodo</b>	<b>(480,966)</b>	<b>(294,776)</b>	<b>23,049</b>	<b>NA</b>	<b>(52,033)</b>	<b>(79,134)</b>	<b>52.1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>182,478</b>	<b>493,420</b>	<b>593,576</b>	<b>20.3</b>	<b>174,486</b>	<b>84,014</b>	<b>-51.9</b>
Margen EBITDA (%)	<b>19.1</b>	<b>33.0</b>	<b>24.9</b>		<b>27.7</b>	<b>18.2</b>	

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 la compañía. \*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 a Negativa desde 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 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 10.3% del monto en circulación, equivalente a \$133,221 millones. A continuación, el desglose de sus emisiones en el mercado local con la evolución de sus sobretasas.

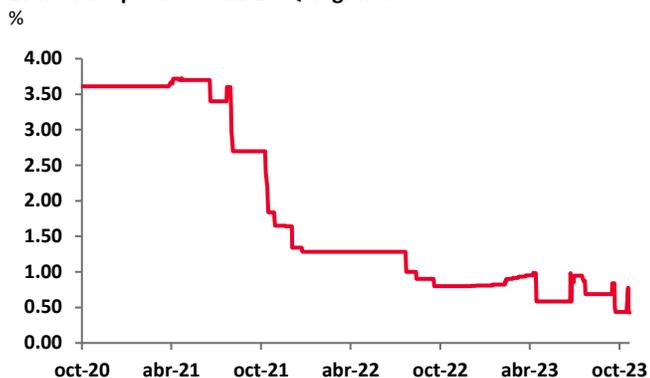
### Emisiones en Mercado nacional

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 2T23 Spread
95PEMEX19	23-dic.-19	16-dic.-24	5,100	5,100	TIIE28 + 1%	100.0	100.62	100.75	11.93	0.43	-0.26
95PEMEX13-2	26-sep.-13	12-sep.-24	57,399	57,399	FIJA : 7.19%	100.0	95.28	96.14	12.95	1.71	-0.62
95PEMEX14-2	27-nov.-14	12-nov.-26	31,401	31,401	FIJA : 7.47%	100.0	85.56	88.92	13.32	2.59	-0.04
95PEMEX12U	29-nov.-12	11-may.-28	3,500	5,698	UDIS : 3.02%	789.8	680.66	691.39	6.54	1.01	-0.49
95PEMEX14U	30-ene.-14	15-ene.-26	16,159	24,630	UDIS : 3.94%	789.8	732.45	741.01	7.50	1.12	-0.38
95PEMEX15U	30-sep.-15	5-sep.-35	6,043	8,987	UDIS : 5.23%	789.8	755.39	759.64	5.74	0.76	-0.74

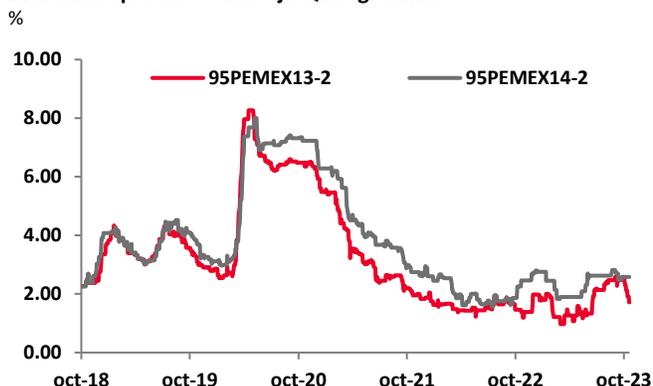
Fuente: Banorte con información de PIP al 27 de octubre de 2023.

### Evolución Spreads – TIIE-28 Quirografario



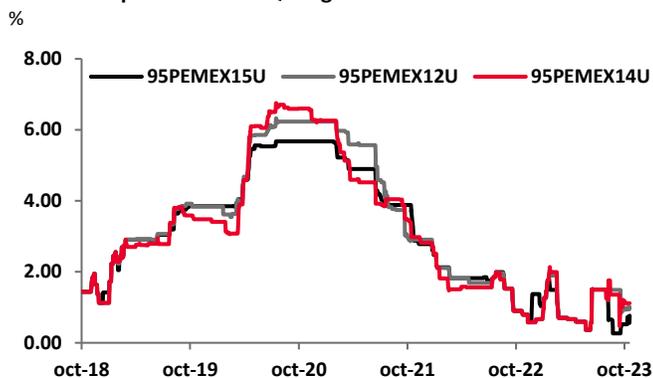
Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de octubre de 2023.

### Evolución Spreads – Tasa Fija Quirografarios



Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de octubre de 2023.

### Evolución Spreads – UDIS Quirografario

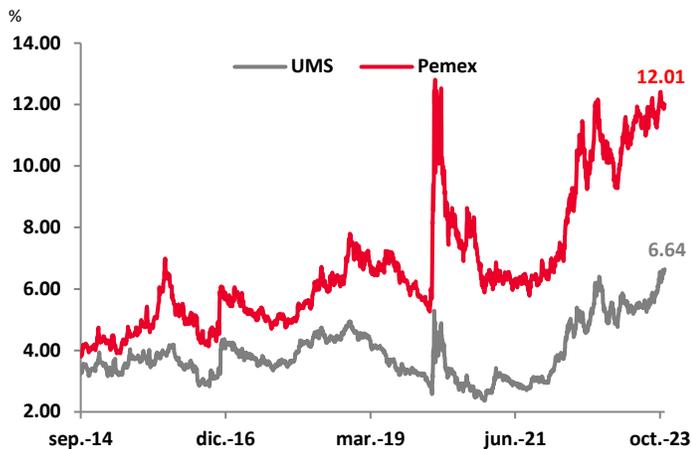


Fuente: Banorte con información de la BMV y PIP al 27 de octubre de 2023.

## Inversionistas buscan mayor compensación por el riesgo de conservar deuda de largo plazo.

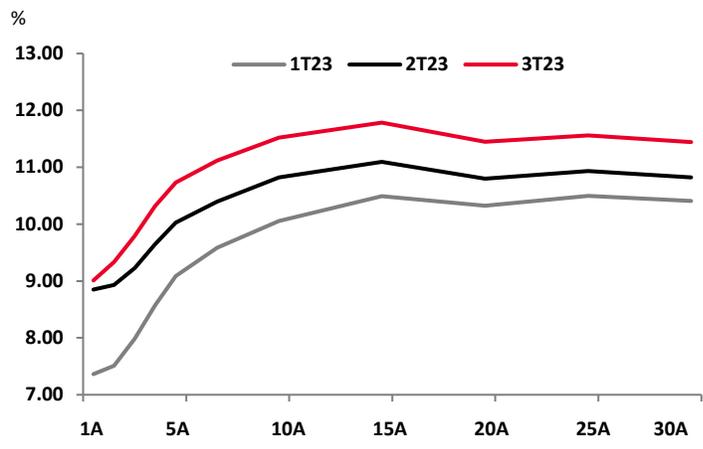
Durante el 3T23, los inversionistas se centraron en la aceleración de las ventas de bonos soberanos, liderada por los *Treasuries*. [Una serie de factores detonaron dicho ajuste](#), destacando el riesgo de una mayor tasa de interés real neutral de largo plazo –conocida como  $r^*$ – en Estados Unidos y la búsqueda de una mayor compensación por el riesgo de duración en la deuda de largo plazo. Esta situación también impactó a los bonos de Pemex. El rendimiento del bono *on-the-run* en dólares de 10 años finalizó septiembre prácticamente en 12.00% (+52pb t/t), con varios episodios de volatilidad en el trimestre. En julio, el rendimiento se ubicó en 11.94% tras la revisión a la baja por algunas calificadoras. Con ello, el diferencial respecto al bono soberano del mismo plazo en dólares se ubicó en 650pb, máximo de 14 meses. En agosto, el rendimiento pasó a 12.22% tras señales más restrictiva por parte del banco central de Estados Unidos. Finalmente, las pérdidas se aceleraron tras el inicio de la guerra en Medio Oriente con el rendimiento alcanzando niveles que no veíamos desde la pandemia de 12.42%. A lo largo de la curva, todos los instrumentos registraron pérdidas; sin embargo, los mayores ajustes estuvieron en la parte larga contrario a la dinámica del trimestre previo. Actualmente, el diferencial entre Pemex y el soberano en dólares se ubica en 537pb.

**Bonos de 10 años denominados en dólares**



Fuente: Bloomberg, Banorte

**PEMEX - Curvas de bonos en dólares**



Fuente: Bloomberg, Banorte

**Pemex sigue mostrando un alto riesgo crediticio.** El CDS de 5 años se ubicó entre 608pb y 730pb durante el periodo, muy por arriba del promedio de 5 años de 455pb. Por el contrario, el CDS de 5 años de *Petrobras* –la empresa petrolera de Brasil– se mantuvo relativamente estable alrededor de 216pb. 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

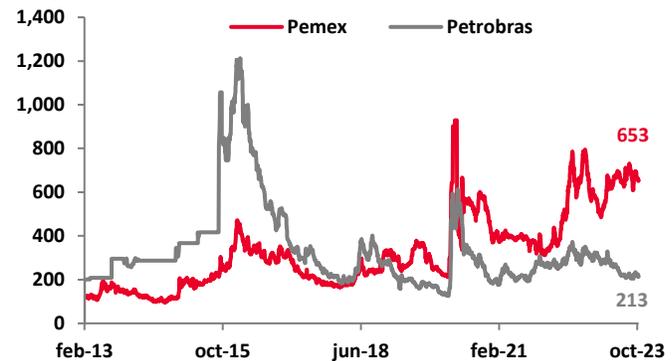
Puntos base, información al 25 de octubre de 2023

Empresa	Calificación crediticia			CDS		Spread vs UST	
	Moody's	S&P	Fitch	5a	10a	5a	10a
Pemex (México)	B1	BBB	B+	653	741	622	696
Ecopetrol (Colombia)	Baa3	BB+	BB+	--	--	386	465
Petrobras (Brasil)	Ba1	BB-	BB	213	362	143	246
YPF (Argentina)	Caa3	CCC-	CCC-	--	--	1,213	668
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, 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 Thalia 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, Paula Lozoya Valadez, 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 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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



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



**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



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



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



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



**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



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



**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



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



**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



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



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