

Preliminar 2T23

Crecimiento en EBITDA luego de tres trimestres consecutivos de caídas

12 de julio 2023

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


- Durante el 2T23, la [economía mexicana](#) continuó resiliente, apoyada por los fundamentales del consumo que siguen muy sólidos y menores presiones inflacionarias. Esto debería apoyar los resultados de las empresas. En nuestra opinión, lo más destacable será el crecimiento del EBITDA consolidado luego de tres trimestres consecutivos de caídas a tasa anual
- El ritmo de avance en los ingresos se desacelerará, mientras la importante apreciación promedio de 11.8% a/a del peso tendrá un impacto desfavorable sobre las operaciones dolarizadas y aquellas de naturaleza esencialmente exportadora. Por su parte, un entorno de costos menos adverso, principalmente en insumos energéticos sumado a las eficiencias implementadas por las compañías, ayudarán a que finalmente regrese el crecimiento del EBITDA, aunque a tasas moderadas y todavía divergente entre sectores y empresas
- Con base en nuestros estimados y algunas proyecciones del consenso de *Bloomberg*, anticipamos los ingresos y el EBITDA creciendo en +2.2% y +1.0% a/a, en el mismo orden, en una muestra de 36 empresas que incluyen a la mayoría que conforman al IPC. El margen EBITDA se ubicaría en 20.8% desde 21.0% hace un año y 20.9% en el 1T23. A nivel neto estimamos un avance de 42.8% en las utilidades, principalmente por el ingreso extraordinario en Femsa al concretarse la venta del 5.9% de su participación en [Heineken](#) y del negocio de [JRE](#) (*Jetro Restaurant Depot*). Al excluir lo anterior, la utilidad neta subiría 9.9%, explicado en parte por un efecto cambiario favorable debido a la apreciación de 7.8% t/t del peso. De ser así, el efecto en los parámetros de valuación sería modesto y el múltiplo FV/EBITDA permanecería prácticamente estable en 6.0x
- Nuevamente resaltarían los avances en sectores de Aeropuertos, Comercial, Consumo y Transporte. Las emisoras con mayor crecimiento en el EBITDA serían: Volar, Kimber, Oma, Lacomer, Gmexico, Gmxt, Gap, Femsa, Chdraui y Ac
- En nuestra opinión, la atención se centrará en las empresas que presenten una mayor recuperación en rentabilidad y en las perspectivas hacia los próximos trimestres en un entorno económico local más optimista. Prevemos un sesgo positivo en las guías de las compañías. En la antesala de los resultados, confirmamos en nuestra selección de emisoras a Ac, Chdraui, Femsa, Gcc, Oma y Volar, con resultados que deberían destacar en sus industrias. Por último, mantenemos nuestro estimado de 59,000pts para el IPC al cierre de 2023



Marissa Garza Ostos
Director
Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com



José Itzamna Espitia Hernández
Subdirector
Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com



Carlos Hernández García
Subdirector
Análisis Bursátil
carlos.hernandez.garcia@banorte.com



Juan Carlos Mercado Garduño
Gerente
Análisis Bursátil
Juan.mercado.garduno@banorte.com

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



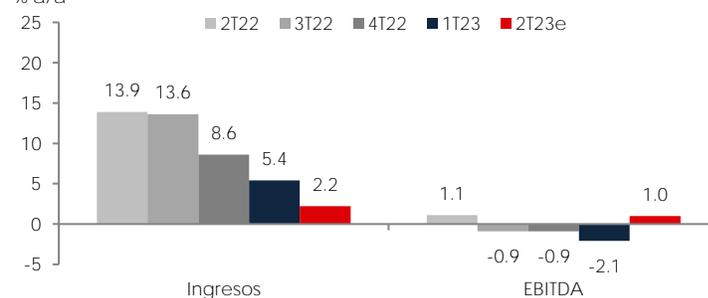
Documento destinado al público en general

10 empresas con mayor crecimiento en EBITDA estimado en 2T23
% a/a, en pesos

Emisora	Sector	Ventas	EBITDA
Volar*	Transporte	0.9%	71.3%
Kimber	Consumo	5.8%	22.4%
Oma	Aeropuertos	22.0%	20.9%
Lacomer	Comercial	15.6%	19.6%
Gmexico*	Minería	2.2%	17.4%
Gmxt	Transporte	10.5%	16.8%
Gap	Aeropuertos	23.9%	16.1%
Femsa	Comercial	16.7%	15.3%
Chdraui	Comercial	5.3%	12.5%
Ac	Bebidas	7.0%	10.1%

Fuente: Banorte, Bloomberg. *Cifras en pesos que incorporan una apreciación promedio de 11.8% a/a del peso/dólar. En Volar se refiere a EBITDAR

Evolución Trimestral Ingresos y EBITDA
% a/a



La fortaleza del peso mitigará las tasas de crecimiento; sin embargo, destacará el avance del EBITDA. La expectativa para los resultados corporativos del segundo trimestre sigue sustentada en los buenos resultados de la actividad económica local, con una mayor resiliencia a la anticipada de la demanda doméstica –beneficiando al consumo– y algunas operaciones estratégicas (e.g. adquisición de Valora en Femsa, Arteli en Chedraui, Oi en Amx, por mencionar algunas). No obstante, las tasas de crecimiento continuarán moderándose por: (1) El efecto de normalización de las bases de comparación; y (2) el impacto cambiario desfavorable que tendrá la apreciación promedio de 11.8% a/a del peso sobre las operaciones dolarizadas y en aquellas empresas de naturaleza esencialmente exportadora. Del lado positivo, resaltaré el alza en el EBITDA consolidado luego de tres trimestres consecutivos de caídas a tasa anual debido al entorno de alta inflación. Con base en nuestros estimados y algunas proyecciones del consenso de *Bloomberg*, anticipamos un incremento de 2.2% a/a en ingresos (vs +5.4% en el 1T23) y del 1.0% en el EBITDA (vs -2.1% el trimestre previo) en una muestra de 36 empresas que incluyen a la mayoría que conforman al IPC. Sobre la rentabilidad, permanecen retos para la mejora en márgenes de algunos sectores y empresas, pero lo importante es que continúa la inercia de recuperación. En específico, el margen EBITDA se ubicaría en 20.8% desde 21.0% hace un año y prácticamente estable vs 20.9% en el 1T23.

A nivel neto vemos un avance de 42.8% a/a en las utilidades. Esto se compara con -12.0% del 1T23. No obstante, se explica principalmente por el ingreso extraordinario que esperamos en Femsa tras la venta de su participación del 5.9% en Heineken y del negocio de JRE (*Jetro Restaurant Depot*). Estimamos que esto último representará una ganancia de \$37,344 millones que será contabilizada en operaciones discontinuas. Al excluirla, la utilidad neta crecería 9.9% a/a, a su vez ayudada por la apreciación de 7.8% t/t del MXN. La estructura financiera de las empresas continuará sólida y estable al haberse preparado a un entorno de tasas de interés elevadas.

Ganadoras y Perdedoras. En el trimestre seguirán resaltando los Aeropuertos (Gap y Oma), beneficiados por la solidez de la demanda y los efectos indirectos producto de la mayor inversión por el [nearshoring](#). Las empresas de Consumo (Kimber y Ac) y el Sector Comercial (resaltando Chdraui, Lacomex, y Femsa) se unirán a la dinámica de mayores avances, apoyadas por las tendencias del consumo que continuaron siendo positivas, el traslado efectivo de mayores precios al consumidor final y el control de gastos. De igual manera, el crecimiento en Transporte será de los más sobresalientes, sobre todo por: (1) Una recuperación extraordinaria en Volar ante la disciplina en gastos y una menor presión en costos de la turbosina; y (2) Gmxt, con mayores volúmenes y eficiencias. En Minería vale la pena destacar a Gmexico donde anticipamos aumentos de 16% en ingresos y 33% en EBITDA en términos de dólares. A pesar de menores precios del cobre relativo al año pasado (-11% a/a), una base de comparación relativamente sencilla debido al paro de operaciones en Perú en 2022 apoyará el avance. En Cemento (Cemex, GCC) estimamos crecimientos marginales, resaltando la recuperación secuencial en rentabilidad ante un efecto menos adverso en costos de energéticos y mayores precios de venta. Del lado negativo, continuará la debilidad en Petroquímicos (Alpek y Orbia) y, en consecuencia, Industriales (Alfa). Los comparativos son muy complicados por los extraordinarios niveles de rentabilidad del año previo, además de que el efecto de conversión cambiaria es negativo debido a

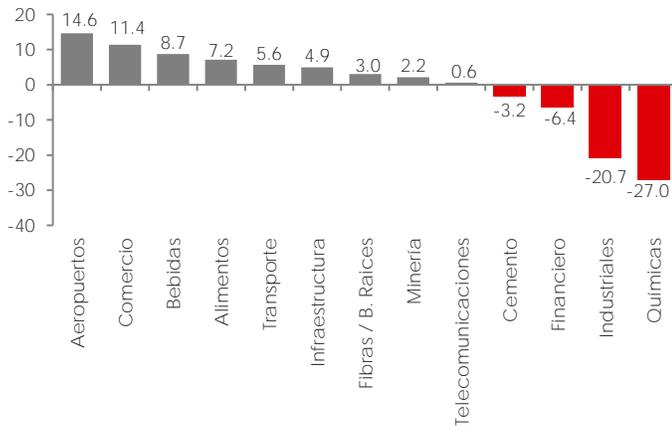
operaciones totalmente dolarizadas. En algunas empresas de consumo Especializados (Lab, Livepol) seguiremos observando presiones en márgenes.

Los puntos focales serán las mejorías en rentabilidad y la retórica de las empresas sobre las perspectivas de crecimiento. En nuestra opinión, la atención de los inversionistas se mantendrá en las perspectivas de crecimiento de cara a un entorno con tasas de interés que permanecerán altas. La resiliencia de la economía local y el dinamismo del consumo podrían apoyar una recuperación en rentabilidad incluso más acelerada de lo previsto. Consideramos que existe espacio para que las empresas no solo confirmen sus guías, sino en algunos casos incluso las mejoren. Entre estas últimas, estamos más optimistas principalmente en las empresas de cemento, Cemex y Gcc, pero no descartamos noticias favorables en otras como Alsea y Chdraui, principalmente.

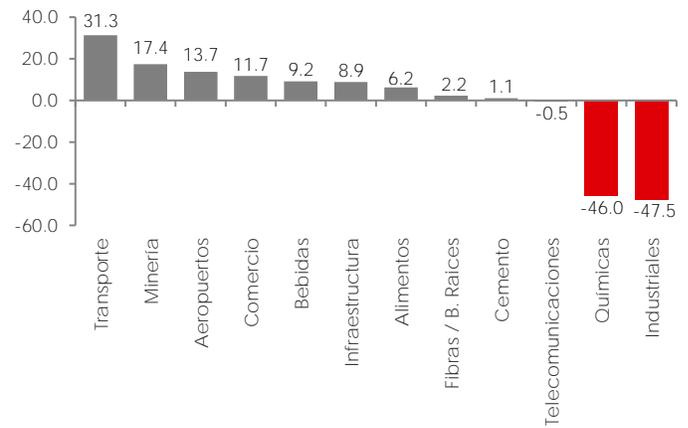
En la antesala de los resultados, mantenemos nuestro estimado de 59,000pts para el IPC al cierre de 2023, que representaría un múltiplo FV/EBITDA de 6.3x vs 6.0x actual. La revaluación se sustenta en la expectativa de un entorno de menores tasas hacia 2024 y la solidez en el alza esperada para el EBITDA hacia el 2S23. El rendimiento potencial que ofrece este nivel de referencia es de ~9% sobre niveles actuales. Pensamos que la manera más adecuada de participar en el mercado es a través de nuestra selección de emisoras, donde reafirmamos a Ac, Chdraui, Femsa, Gcc, Oma y Volar, con resultados que deberían destacar en sus industrias.

Condensado por sectores

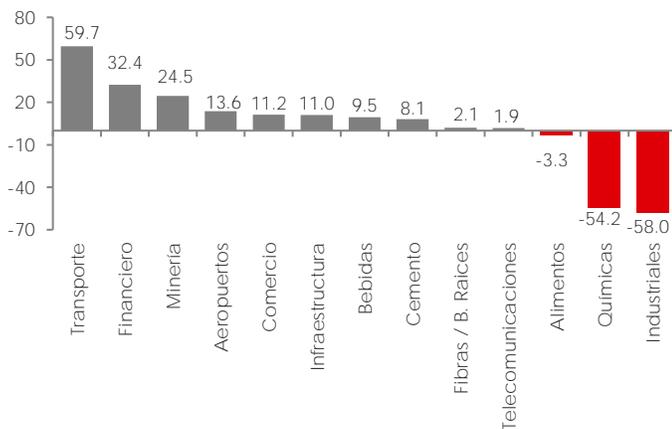
Ingresos 2T23e
% a/a



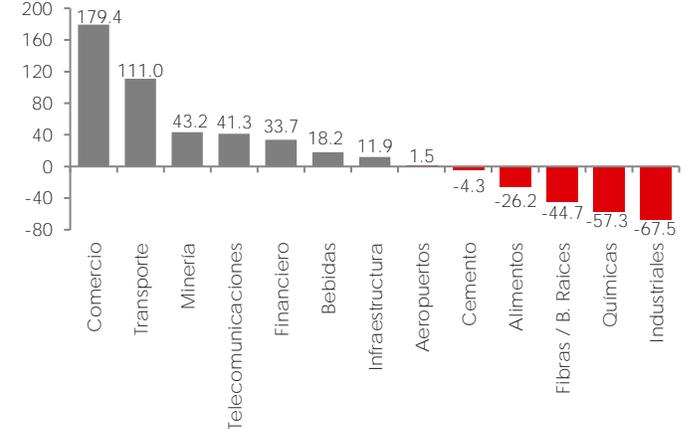
Ebitda 2T23e
% a/a



Utilidad Operación 2T23e
% a/a



Utilidad Neta 2T23e
% a/a



Fuente: Banorte, Bloomberg

Nota: En Transporte incluimos GMXT y Volar. En esta última las cifras son EBITDAR

Condensado de estimados

En la siguiente tabla incluimos aquellas empresas que cubrimos y algunas proyecciones del consenso de *Bloomberg*. Con base en una muestra de 36 emisoras que incluye a la mayoría del IPC, se espera un incremento interanual de 2.2% en las ventas, así como un avance de 1.0% en el EBITDA. A nivel neto se registraría un crecimiento de 42.8% en las utilidades, principalmente por la ganancia extraordinaria en Femsa ya comentada, así como un efecto cambiario favorable por la apreciación del peso. En la tabla separamos los estimados de 29 emisoras clasificadas como Comerciales, Industriales y de Servicios, una FIBRA y otras 6 del sector financiero.

Expectativas Trimestrales al 2T23

Cifras en millones de pesos

	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %
Ac	53,363	57,099	7.0%	10,436	11,493	10.1%	8,136	9,022	10.9%	4,222	5,320	26.0%
Alfa	94,329	74,824	-20.7%	13,444	7,056	-47.5%	11,217	4,711	-58.0%	4,863	1,582	-67.5%
Alpek	56,398	38,686	-31.4%	10,166	3,571	-64.9%	9,088	2,584	-71.6%	6,058	1,308	-78.4%
Alsea	18,939	18,954	11.9%	3,627	3,877	6.9%	1,680	1,894	12.8%	211	480	126.9%
Amx	207,106	207,229	0.1%	80,840	80,339	-0.6%	41,076	41,944	2.1%	13,683	23,930	74.9%
Asur	6,320	6,415	1.5%	4,041	4,370	8.2%	3,710	3,844	3.6%	2,662	2,378	-10.7%
Bimbo	96,434	103,178	7.0%	12,992	13,745	5.8%	10,205	9,591	-6.0%	6,146	4,056	-34.0%
Cemex*	80,684	77,620	-3.8%	14,337	14,466	0.9%	8,617	9,326	8.2%	5,314	4,859	-8.6%
Chdraui	63,817	67,201	5.3%	5,347	6,014	12.5%	3,445	3,861	12.1%	1,450	1,941	33.9%
Cuervo	11,334	11,952	5.5%	2,343	2,367	1.0%	2,129	2,137	0.4%	1,410	1,485	5.3%
Elektra												
Femsa	167,504	195,406	16.7%	23,370	26,948	15.3%	15,355	17,057	11.1%	5,208	46,410	>500%
Gap	6,610	8,187	23.9%	4,082	4,738	16.1%	3,519	4,099	16.5%	2,198	2,298	4.6%
Gcarso												
Gcc*	6,412	6,648	3.7%	1,993	2,046	2.7%	1,509	1,616	7.1%	1,064	1,245	17.0%
Gmexico*	64,160	65,541	2.2%	28,457	33,422	17.4%	21,617	26,914	24.5%	9,809	14,049	N.A.
Gmxt	13,438	14,846	10.5%	5,930	6,925	16.8%	4,106	5,066	23.4%	2,180	2,630	20.6%
Gruma	26,804	28,875	7.7%	3,738	4,023	7.6%	2,780	2,968	6.7%	1,370	1,493	9.0%
Kimber	12,895	13,644	5.8%	2,676	3,277	22.4%	2,157	2,763	28.1%	1,177	1,594	35.4%
Kof	57,311	63,585	10.9%	10,607	11,672	10.0%	7,652	8,457	10.5%	4,627	5,316	14.9%
Lab	4,324	4,550	5.2%	892	934	4.7%	840	865	3.0%	405	358	-11.5%
Lacomer	8,503	9,833	15.6%	880	1,052	19.6%	555	698	25.8%	485	613	26.4%
Livepol	42,560	47,126	10.7%	7,784	8,093	4.0%	6,531	6,784	3.9%	4,474	4,529	1.2%
Mega	6,681	7,321	9.6%	3,265	3,335	2.1%	1,721	1,468	-14.7%	1,017	709	-30.3%
Oma	2,918	3,560	22.0%	1,832	2,215	20.9%	1,402	1,864	33.0%	925	1,194	29.2%
Orbia*	53,311	41,383	-22.4%	12,207	8,518	-30.2%	9,346	5,867	-37.2%	5,333	3,553	-33.4%
Peñoles												
Pinfra	3,530	3,704	4.9%	2,359	2,569	8.9%	2,029	2,251	11.0%	1,216	1,360	11.9%
Tlevisa	18,534	19,145	3.3%	6,760	6,704	-0.8%	1,552	1,780	14.7%	3,140	567	-82.0%
Vesta	863	933	8.1%	729	765	4.9%	697	743	6.6%	1,078	838	-22.3%
Volar**	13,836	13,965	0.9%	2,151	3,684	71.3%	-393	864	N.A.	-979	-95	N.A.
Walimex	195,619	213,704	9.2%	20,145	22,099	9.7%	15,385	17,181	11.7%	10,892	11,983	10.0%
Subtotal	1,392,534	1,425,114	2.3%	297,431	300,319	1.0%	197,660	198,219	0.3%	101,638	147,982	45.6%
Cemex (US\$)	4,028	4,392	9.0%	716	819	14.4%	430	528	22.7%	265	275	3.6%
Gcc (US\$)	320	376	17.5%	99	116	16.4%	75	91	21.4%	53	70	32.6%
Gmexico (US\$)	3,203	3,708	15.8%	1,421	1,891	33.1%	1,079	1,523	41.1%	490	795	62.3%
Orbia (US\$)	2,662	2,342	-12.0%	609	482	-20.9%	467	332	-28.8%	266	201	-24.5%
Volar (US\$)	691	790	14.4%	107	208	94.1%	-20	49	N.A.	-49	-5	-89.0%

* Conversión desde dólares a tipo de cambio de cierre. La empresa reporta su cifra en dólares. ** En Volar el dato es EBITDA

	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %
Fibra1	1,350	1,348	-0.2%	1,014	1,017	0.3%	1,174	1,172	-0.2%	1,924	824	-57.2%
Subtotal	1,350	1,348	-0.2%	1,014	1,017	0.3%	1,174	1,172	-0.2%	1,924	824	-57.2%

	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %	2T22	2T23e	Var. %
Bbajo							2,321	3,623	56.1%	1,811	2,651	46.4%
Bolsa							551	548	-0.6%	404	412	2.0%
Genera	6,801	7,927	16.6%	6,019	6,564	9.1%	1,786	1,537	-13.9%	1,310	1,075	-18.0%
Gfinbur	15,167	11,650	-23.2%	6,406	9,564	49.3%	4,774	7,074	48.2%	4,650	6,905	48.5%
Gfnorte												
Q							546	737	35.0%	656	1,014	54.6%
Ra	2,854	3,653	28.0%	2,256	2,993	32.7%	1,538	1,732	12.6%	1,156	1,299	12.4%
Subtotal	24,822	23,230	-6.4%	14,681	19,121	30.2%	11,516	15,250	32.4%	9,986	13,356	33.7%

Total	1,418,706	1,449,691	2.2%	298,445	301,336	1.0%	210,234	214,518	2.0%	113,548	162,162	42.8%
--------------	------------------	------------------	-------------	----------------	----------------	-------------	----------------	----------------	-------------	----------------	----------------	--------------

Fuente: Banorte, Bloomberg, BMV.

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 disseminar 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.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes -principalmente universitarios- en EE. UU.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **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.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes –principalmente universitarios- en EE. UU.
- **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 Zaldivar, 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 Enriquez, 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, Jazmín 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, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

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



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



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 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



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



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



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



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



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



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



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 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 x 2124



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



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