

Resultados 3T23

Crecimiento marginal en EBITDA tras cuatro trimestres de caídas, con la rentabilidad estable

- En nuestra opinión, la temporada de reportes del 3T23 fue neutral. En el balance, los resultados estuvieron alineados con nuestros estimados en términos operativos, pero debajo de lo esperado a nivel neto. Respecto al EBITDA consolidado, tuvimos cierto sesgo positivo ya que el crecimiento regresó luego de cuatro trimestres consecutivos de bajas. Como se anticipaba, las tasas de crecimiento fueron moderadas debido a que las operaciones dolarizadas estuvieron impactadas por la fortaleza del peso vs el dólar. Sin embargo, un entorno de costos más benéfico que el año anterior —principalmente en materias primas y energéticos— y las eficiencias de las compañías apoyaron mejoras en rentabilidad. En varios casos, inclusive fueron mejores a lo previsto
- En una muestra de 31 empresas que incluyen a la mayoría del IPC y 5 más que no forman parte del índice, las ventas retrocedieron 0.9% a/a (-1.5%e). El EBITDA subió ligeramente, en 0.3% a/a (+1.2%e). El margen EBITDA consolidado ha sido bastante estable, ubicándose en 20.5% vs 20.3% hace un año y similar al 20.5% en el 2T23. A nivel de emisoras, fueron muy pocas las que mostraron caídas en EBITDA. Más bien, estas últimas se concentraron en sectores en particular como la industria Petroquímica, en línea con lo que se anticipaba. A nivel neto, la contracción en utilidades de 17.5% a/a fue mayor a la pronosticada (-4.4%e) principalmente por las cifras de [Amx](#). Excluyendo a esta empresa, la contracción en la utilidad neta hubiera sido solamente de 5.1% a/a
- A nivel sectorial resaltaron los resultados en Aeropuertos, Cemento, Comercio, Consumo, Infraestructura y Minería. Las emisoras con mayor crecimiento en el EBITDA fueron: [Oma](#), [Lacomar](#), [Kimber](#), [Cemex](#), [Femsa](#), [Gcc](#), [Alsea](#), [Livepol](#), [Pinfra](#) y [Kof](#). La mayoría coincidió con nuestras expectativas
- La valuación del IPC se abarató, con el múltiplo FV/EBITDA en 5.2x vs 5.4x al inicio de la temporada. La atención se centró en las perspectivas para lo que resta del año. Aunque la mayoría de las empresas confirmaron sus guías, [Orbia](#) fue la única que la recortó de forma sensible. Por otra parte, los Aeropuertos no brindaron mayor información respecto a las potenciales implicaciones de los [cambios regulatorios en tarifas](#)
- Tras los resultados, reiteramos nuestro nivel de referencia para el IPC al cierre de año en **53,000pts**. En nuestra Selección de Emisoras reafirmamos a [Ac](#), [Amx](#), [Cemex](#), [Femsa](#) y [Gcc](#). Por último, incorporamos a [Livepol](#)



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



Paula Lozoya Valadez
Analista Bursátil
paula.lozoya.valadez@banorte.com



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

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



#1 OVERALL FORECASTER - MEXICO

Documento destinado al público en general

Empresas con mayor crecimiento en EBITDA en el 3T23

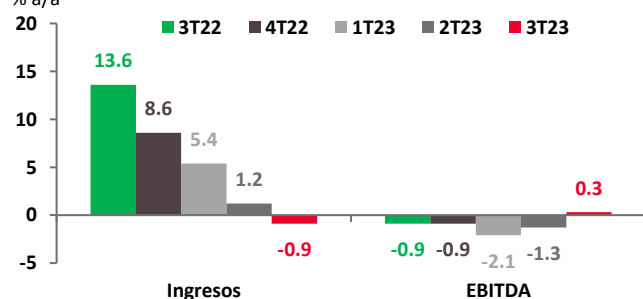
% a/a, en pesos

Emisora	Sector	Ventas	EBITDA
Oma	Aeropuertos	24.2%	32.7%
Lacomar	Comercial	15.0%	28.4%
Kimber	Consumo	-0.9%	24.5%
Cemex*	Cemento	-2.5%	18.3%
Femsa	Comercial	19.3%	15.1%
Gcc*	Cemento	-0.5%	13.9%
Alsea	Comercio especializado	11.1%	13.0%
Livepol	Comercio especializado	9.6%	12.9%
Pinfra	Infraestructura	10.5%	11.9%
Kof	Bebidas	10.1%	11.3%

Fuente: Banorte, Bloomberg. *Cifras en pesos que incorporan una apreciación promedio de 15.6% a/a del peso/dólar.

Evolución trimestral de Ingresos y EBITDA

% a/a



Fuente: Banorte, Bloomberg

Posible punto de inflexión para el EBITDA. En nuestra opinión, el balance de la temporada de reportes del 3T23 fue neutral. Esto, como resultado principalmente de los siguientes factores: (1) Una [economía local que continúa resiliente](#) debido a la fortaleza de los servicios y la construcción dentro de la industria, mientras que los fundamentales del consumo siguen positivos; (2) un crecimiento consolidado modesto ante bases de comparación más normalizadas, aunque todavía elevadas; y (3) un impacto negativo de la apreciación promedio de 15.6% a/a del peso sobre las operaciones dolarizadas y en empresas de naturaleza esencialmente exportadora. En una muestra de 31 empresas que incluyen a la mayoría del IPC y 5 más que no forman parte del índice, se registró una caída en ventas de 0.9% a/a (vs +1.2% el trimestre previo). Mientras, el EBITDA subió apenas 0.3% (vs -1.3% el trimestre anterior) y el margen consolidado correspondiente fue de 20.5% vs 20.3% en el 3T22, lo que también fue similar al 20.5% del 2T23. Aunque la mayoría de las emisoras mostraron mejorías en márgenes, destacando aquellas en el sector de Cemento, Infraestructura y Minería, las caídas observadas en Petroquímicos mitigaron una recuperación más acelerada en el agregado. A nivel neto, las utilidades cayeron 17.5% a/a, más débil de lo pronosticado y del +3.5% del 2T23, afectada principalmente por las cifras de Amx. Esta última registró mayores pérdidas cambiarias a las esperadas y un cargo por deterioro en Chile. Como hemos comentado, al excluir las cifras de esta empresa, la contracción en la utilidad neta hubiera sido solamente de 5.1%.

Ganadoras y Perdedoras. En las sorpresas positivas destacó Cemento ([Cemex](#), [Gcc](#)) donde la rentabilidad fue mucho mayor a la estimada debido a un efecto menos adverso en costos de energéticos y mayores precios de venta. Nuevamente, Cemex mejoró su guía. En Infraestructura ([Pinfra](#)), la mayor contribución de concesiones apoyó niveles récord en los resultados; mientras que en Minería ([GMexico](#)) resaltó la recuperación en márgenes por un entorno de costos más benéfico y la implementación de eficiencias. Las empresas de Consumo (Kimber), incluyendo Bebidas ([Ac](#) y [Kof](#)), algunas Comerciales ([Femsa](#), [Lacomex](#)) y de Comercio Especializado ([Alsea](#) y [Livepol](#)) se confirmaron dentro del grupo con mayores avances. Esto se explica por las buenas tendencias del consumo, un entorno de costos menos adverso, el control de gastos y el efectivo traslado del incremento de estos últimos al consumidor final. En Aeropuertos ([Asur](#), [Gap](#) y [Oma](#)) los reportes fueron mixtos. Además, no dieron mayores detalles sobre las potenciales implicaciones de los [cambios regulatorios en tarifas](#). Del lado negativo, se observó una debilidad mayor a la anticipada en Petroquímicos, destacando en esta ocasión [Orbia](#), con los retos aumentando para sus mercados. Esto condujo a una importante revisión a la baja en su guía para lo que resta de 2023. Finalmente, en Transporte ([Gmxt](#), [Volar](#)) se registraron débiles resultados, de manera particular en Volar. Entre las dificultades que enfrenta esta última están el alza en los precios del petróleo y la incertidumbre por el tema de las aeronaves NEO que serán llamadas a mantenimiento.

Atención centrada en las perspectivas para lo que resta del año. A pesar de un entorno donde las tasas de interés permanecerán altas por más tiempo, la resiliencia local sigue dando sustento a las perspectivas de las empresas. Se mantiene el enfoque en recuperar la rentabilidad, ayudada por un entorno menos adverso en costos y una elevada eficiencia de las operaciones. La mayoría de las empresas confirmaron sus guías de crecimiento para 2023. Como ya hemos comentado, hubo pocas sorpresas negativas en este frente.

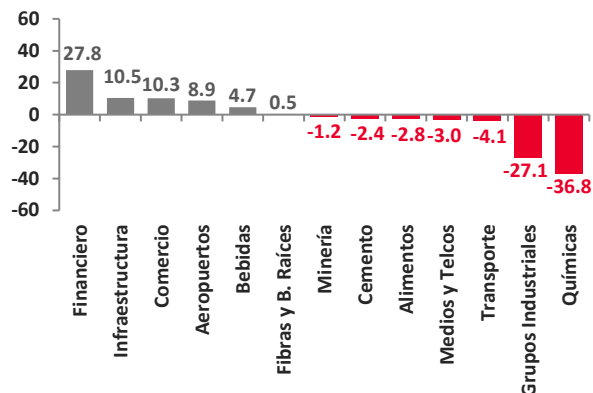
Reiteramos nuestro pronóstico del IPC al cierre de año de 53,000pts. Desde que publicamos nuestro reporte [Preliminar 3T23](#), el IPC ha avanzado 3.6% y se ubica en 51,634pts. Considerando lo anterior y los resultados trimestrales, la valuación del índice presentó un abaratamiento, con un FV/EBITDA en 5.2x vs 5.4x previo. Tras el análisis de los reportes y las perspectivas, reiteramos nuestro nivel de referencia para el IPC al cierre de año en 53,000pts. Esto implica un múltiplo FV/EBITDA de 5.8x, crecimiento en EBITDA de 4.9% a/a y una contracción de 3.9% en la deuda neta. Las ganancias proyectadas estarían soportadas por una continua mejora en rentabilidad y una valuación sumamente atractiva. No obstante, no hay que dejar de lado los riesgos relacionados con tasas de equilibrio más altas y la expectativa de desaceleración económica hacia 2024. En este contexto, [mantenemos nuestra visión del IPC al cierre del próximo año en 60,200pts](#).

Tras la temporada reiteramos a [Ac](#), [Amx](#), [Cemex](#), [Femsa](#) y [Gcc](#) en nuestra selección e incorporamos a [Livepol](#). En nuestra opinión, los fundamentales de estas compañías permanecen sólidos, las perspectivas son favorables y continúan fortaleciéndose, además de contar con valuaciones muy atractivas. Adicionalmente, añadimos a Livepol después del reporte y el ajuste que hemos observado en la emisora desde que se anunció su salida de la [muestra del IPC](#) (-12.4%). Consideramos que el precio actual de la acción representa un punto interesante para incrementar posiciones, mientras que las eficiencias operativas han contribuido a mejoras en rentabilidad. La valuación luce muy atractiva en 4.7x FV/EBITDA vs promedio U12m de 5.7x. Las estrategias comerciales, el avance en plataformas digitales y la expansión en la división de servicios financieros han contribuido a crecimientos sostenidos en ingresos (de un dígito alto o doble dígito en lo que va del año). Además: (1) Los estrictos controles en gastos que han implementado han dado buenos resultados; y (2) su solidez financiera (DN/EBITDA en 0.9x) es una importante fortaleza para los retos que prevalecen en el corto plazo. Recordando que el incremento en reservas por el aumento en la cartera vencida ya se realizó, los costos asociados a mayores salarios fueron integrados exitosamente durante el 1S23 y las dinámicas de consumo sugieren que seguirá resiliente, la compañía enfrentará bases de comparación más sencillas hacia cierre de año e inicios del próximo.

Desglose sectorial

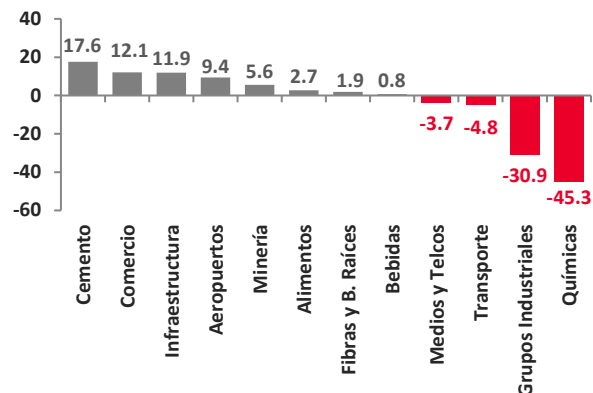
Ingresos 3T23

% a/a



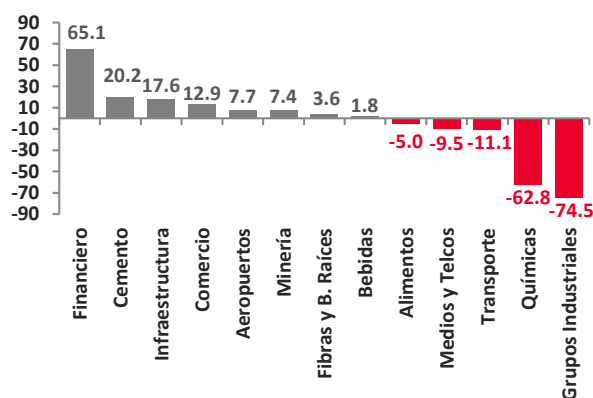
EBITDA 3T23

% a/a



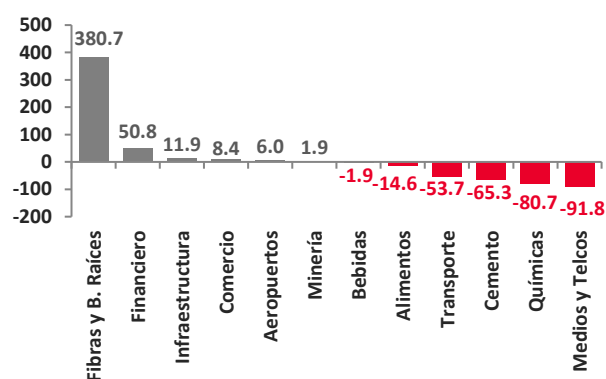
Utilidad Operación 3T23

% a/a



Utilidad Neta 3T23

% a/a



Fuente: Banorte, Bloomberg

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

Destacan este trimestre

Alsea. Consumo nacional sigue impulsando la expansión. La empresa mostró una importante dinámica de crecimiento por la resiliencia del consumo en México (+16.2% en VMT), lo que contrarrestó el impacto del dólar en las otras regiones operativas. Los menores costos de energía en Europa contribuyeron a un avance en la rentabilidad. Por su parte, la consolidación de las estrategias en canales digitales y aplicaciones, aunado a una buena trayectoria de crecimiento en los diferentes formatos de negocios, favorecen las perspectivas de largo plazo de la empresa. A partir de los resultados, la DN/EBITDA bajó de 2.8x a 2.7x y la valuación sigue atractiva, con un FV/EBITDA en 6.0x (vs promedio USA de 7.8x).

Cemex. Destaca la rentabilidad y sube de nuevo su guía 2023. La cementera presentó un reporte positivo debido a la exitosa estrategia de precios de los productos y un menor impacto en costos. Lo anterior llevó a una expansión en márgenes que superó las estimaciones del mercado, a pesar de la disminución en volúmenes. Destacó el avance en el flujo de efectivo en la comparación anual y el menor apalancamiento. La empresa nuevamente revisó al alza la guía en EBITDA 2023 a más de US\$3,300 millones, lo que representa un aumento de al menos 23% vs ~21%e previo. Esta situación confirma la perspectiva de un sólido crecimiento para el cierre de 2023. La valuación luce muy atractiva (5.0x FV/EBITDA vs 7.8x mediana del sector), por lo que la reiteramos en nuestras [favoritas](#).

Femsa. Sólidos crecimientos y avances en el plan de largo plazo. Proximidad (+15.1% a/a) continúa impulsando las cifras debido al desempeño positivo de las tiendas Oxxo, registrando aumentos de 6.6% en el *ticket* promedio y de 8.0% en el tráfico, lo cual se vio apalancado por la apertura de 293 sucursales durante el periodo. Además, los ingresos de doble dígito de [Kof](#), apoyados por México y Centroamérica, contribuyeron significativamente a la expansión. A partir de lo anterior, las perspectivas se mantienen favorables a medida que el crecimiento permanece en todas las divisiones y la desinversión de [Envoy Solutions](#) representa importantes beneficios no operativos. Esto contribuye a la posibilidad de dividendos extraordinarios, recompra de acciones o alguna inversión estratégica. De esta manera, la reafirmamos en nuestra [selección de emisoras](#).

ALSEA – COMPRA, Precio actual: \$62.01, PO: \$67.00

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	17,518	19,470	11.1%	19,252	1.1%
Utilidad de Operación	1,545	1,930	25.0%	1,775	8.8%
Ebitda	3,478	3,931	13.0%	3,841	2.3%
Utilidad Neta	317	495	56.2%	550	-10.1%
Márgenes					
Margen Operativo	8.8%	9.9%	1.1pp	9.2%	0.7pp
Margen Ebitda	19.9%	20.2%	0.3pp	20.0%	0.2pp
Margen Neto	1.8%	2.5%	0.7pp	2.9%	-0.3pp
UPA	\$0.38	\$0.59	56.2%	\$0.66	-10.1%

Fuente: Banorte, BMV.

CEMEX – COMPRA, Precio actual: \$11.85, PO: \$14.00

Cifras en millones de dólares

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	3,956	4,571	15.5%	4,521	1.1%
Utilidad de Operación	351	499	42.2%	560	-11.0%
Ebitda	649	910	40.2%	906	0.4%
Utilidad Neta	494	126	-74.5%	245	-48.7%
Márgenes					
Margen Operativo	8.9%	10.9%	2.0pp	12.4%	-1.5pp
Margen Ebitda	16.4%	19.9%	3.5pp	20.0%	-0.1pp
Margen Neto	12.5%	2.8%	-9.7pp	5.4%	-2.7pp
UPA	\$0.03	\$0.01	-74.5%	\$0.02	-48.7%

Fuente: Banorte, BMV.

FEMSA – COMPRA, Precio actual: \$210.52, PO: \$212.00

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	157,693	188,095	19.3%	198,133	-5.1%
Utilidad de Operación	14,146	15,929	12.6%	16,523	-3.6%
Ebitda	22,046	25,366	15.1%	26,561	-4.5%
Utilidad Neta	10,748	9,742	-9.4%	8,911	9.3%
Márgenes					
Margen Operativo	8.6%	8.5%	-0.1pp	8.3%	0.1pp
Margen Ebitda	13.5%	13.5%	0.0pp	13.4%	0.1pp
Margen Neto	6.3%	5.2%	-1.1pp	4.5%	0.7pp
UPA	\$3.00	\$2.72	-9.4%	\$2.49	9.3%

Fuente: Banorte, BMV.

Gap. Mayores costos de servicios presionan los márgenes. El grupo mostró avances anuales a nivel operativo debido a un buen dinamismo en la demanda que se reflejó en un alza en pasajeros de 10.8% a/a. A pesar del aumento en la suma de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos de 9.5% a/a, el EBITDA solamente creció 4.5%. Con ello, el margen respectivo excluyendo cambios contables (sin impacto en flujo) cayó 3.2pp a 67.5% (vs nuestro estimado de 69.5%). Esto derivado de mayores incrementos en el costo de servicios y también en los derechos sobre bienes concesionados. La perspectiva apunta a un crecimiento sostenido, aunque a un menor ritmo. Sin embargo, lo más importante está en analizar las implicaciones de la [nueva regulación tarifaria](#) en los resultados de la compañía.

Gcc. Rentabilidad récord la reafirma como favorita. Resultados positivos que superaron las expectativas. Los fuertes avances reflejaron precios más altos de los productos y un mejor desempeño en volúmenes. En conjunto con el apalancamiento operativo y una reducción en los costos del combustible y de producción, esto llevó a una expansión en rentabilidad más allá de la esperada (récord histórico en margen EBITDA para un trimestre). Las cifras confirman las perspectivas favorables de crecimiento, apoyadas también por un mejor dinamismo esperado en la demanda. Lo anterior, junto a la solidez financiera y una valuación muy atractiva (5.6x FV/EBITDA) hace que reiteremos a la emisora dentro de nuestra selección.

Gmexico. Sorprende la expansión en márgenes. La empresa mostró un crecimiento en ventas alineado a lo esperado, pero con un sólido avance en rentabilidad de 3.1pp a 48.9% que superó las expectativas. A pesar de una ligera caída en la producción del cobre (-1.0% a/a), el mayor precio de dicho metal (+7.7% a/a), un desempeño positivo del molibdeno y la plata y un menor *cash-cost* neto que de forma secuencial bajó 2.8% t/t (estable en la comparación anual) impulsaron los resultados en Minería. Asimismo, también resaltó el aumento en márgenes en Infraestructura ante una disminución en los costos. En Transporte, [Gmxt](#) reportó por debajo de lo esperado, afectado por la debilidad en el volumen transportado y presiones en rentabilidad. Si bien el reporte de Gmexico fue positivo, la desaceleración en China y algunos riesgos idiosincráticos podrían seguir generando volatilidad en el precio de la acción. Reiteramos Mantener.

GAP – EN REVISIÓN, Precio actual: \$232.22, PO: En revisión

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	6,752	7,393	9.5%	8,143	-9.2%
Utilidad de Operación	3,497	3,650	4.4%	3,852	-5.3%
Ebitda	4,085	4,270	4.5%	4,534	-5.8%
Utilidad Neta	2,598	2,499	-3.8%	2,543	-1.7%
Márgenes					
Margen Operativo	51.8%	49.4%	-2.4pp	47.3%	2.1pp
Margen Ebitda	60.5%	57.8%	-2.7pp	55.7%	2.1pp
Margen Neto	38.5%	33.8%	-4.7pp	31.2%	2.6pp
UPA	\$5.14	\$4.95	-3.8%	\$5.03	-1.7%

Fuente: Banorte, BMV.

GCC – COMPRA, Precio actual: \$169.08, PO: \$183.00

Cifras en millones de dólares

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	353	416	17.9%	394	5.5%
Utilidad de Operación	93	133	43.4%	117	13.6%
Ebitda	117	159	35.0%	144	10.1%
Utilidad Neta	70	106	52.1%	91	16.3%
Márgenes					
Margen Operativo	26.4%	32.0%	5.7pp	29.8%	2.3pp
Margen Ebitda	33.3%	38.1%	4.8pp	36.5%	1.6pp
Margen Neto	19.7%	25.4%	5.7pp	23.1%	2.3pp
UPA	\$0.21	\$0.32	53.4%	\$0.28	16.3%

Fuente: Banorte, BMV.

GMEXICO – MANTENER, Precio actual: \$76.36, PO: \$98.00

Cifras en millones de dólares

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	3,115	3,647	17.1%	3,610	1.0%
Utilidad de Operación	1,078	1,373	27.3%	1,279	7.4%
Ebitda	1,424	1,782	25.1%	1,659	7.4%
Utilidad Neta	577	696	20.7%	684	1.7%
Márgenes					
Margen Operativo	34.6%	37.6%	3.0pp	35.4%	2.2pp
Margen Ebitda	45.7%	48.9%	3.1pp	46.0%	2.9pp
Margen Neto	18.5%	19.1%	0.6pp	19.0%	0.1pp
UPA	\$0.07	\$0.09	20.7%	\$0.09	1.7%

Fuente: Banorte, BMV.

Lacomer. Continúan los avances en rentabilidad. La compañía sigue mostrando importantes avances, impulsados por la resiliencia en el segmento medio-alto, estrategias comerciales y un aumento en el piso de ventas que han contribuido a una mayor captación de clientes. Aunque los retos para los próximos trimestres estarán en mantener el crecimiento ante niveles de comparación más altos, consideramos que las medidas implementadas por la empresa siguen siendo las adecuadas mientras continúan consolidando sus canales digitales para impulsar los ingresos. Destacó la solidez financiera con una DN/EBITDA en 0.0x y un crecimiento en VMT de 8.9% a/a (vs ANTAD de 6.6%) en el 3T23.

Livepol. Las estrategias correctas apoyan el alza en márgenes. Las cifras fueron en línea con nuestros pronósticos, aunque resaltó la mayor rentabilidad. En ese sentido, las eficiencias operativas siguen siendo notables, mientras las estrategias comerciales y la solidez financiera (DN/EBITDA en 0.9x) favorecen las expectativas para la empresa. Destaca una valuación que se mantiene muy atractiva, con un FV/EBITDA de 4.5x (vs promedio USA de 8.3x). Consideramos que dicha métrica ya integra los retos que pudieran presentarse en el entorno durante el corto plazo, entre ellos la ligera desaceleración en el avance de las VMT. A partir de lo anterior, reiteramos COMPRA y la incorporamos a nuestra selección de favoritas.

Orbia. Baja guía ante retos en el entorno. La compañía mostró una mayor debilidad a la esperada, reflejando una desaceleración de la demanda y menores precios en algunos de los negocios. Particularmente, la mayor afectación se registró en *Polymer Solutions*, *Dura-line* y *Koura*. Tras las cifras y debido a un entorno más adverso que se anticipa continúe en el cierre de año, Orbia decidió bajar su guía de crecimiento 2023, estimando ahora caídas de doble dígito tanto en ingresos como en EBITDA. A partir de lo anterior, estaremos incorporando las nuevas perspectivas a nuestras proyecciones y modelo de valuación, con implicaciones negativas. Con los resultados la valuación permanece atractiva, aunque el múltiplo FV/EBITDA se encareció a 5.8x vs 5.5x previo.

LACOMER – MANTENER, Precio actual: \$37.10, PO \$45.00

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	8,358	9,612	15.0%	9,503	1.1%
Utilidad de Operación	486	676	39.0%	646	4.6%
Ebitda	795	1,021	28.4%	981	4.1%
Utilidad Neta	432	535	23.8%	583	-8.3%
Márgenes					
Margen Operativo	5.8%	7.0%	1.2pp	6.8%	0.2pp
Margen Ebitda	9.5%	10.6%	1.1pp	10.3%	0.3pp
Margen Neto	5.2%	5.6%	0.4pp	6.1%	-0.6pp
UPA	\$0.11	\$0.49	23.8%	\$0.54	-8.3%

Fuente: Banorte, BMV

LIVEPOL – COMPRA, Precio actual: \$92.95, PO \$118.00

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	38,054	41,702	9.6%	42,158	-1.1%
Utilidad de Operación	4,907	5,647	15.1%	5,369	5.2%
Ebitda	6,189	6,986	12.9%	6,698	4.3%
Utilidad Neta	3,079	3,967	28.8%	3,457	14.7%
Márgenes					
Margen Operativo	12.9%	13.5%	0.6pp	12.7%	0.8pp
Margen Ebitda	16.3%	16.8%	0.5pp	15.9%	0.9pp
Margen Neto	8.1%	9.5%	1.4pp	8.2%	1.3pp
UPA	\$2.29	\$2.96	28.8%	\$2.58	14.7%

Fuente: Banorte, BMV.

ORBIA – COMPRA, Precio actual: \$32.69, PO \$65.00

Cifras en millones de dólares

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	2,291	1,976	-13.7%	2,081	-5.0%
Utilidad de Operación	234	178	-24.0%	245	-27.5%
Ebitda	381	321	-15.8%	395	-18.7%
Utilidad Neta	86	71	-17.9%	149	-52.5%
Márgenes					
Margen Operativo	10.2%	9.0%	-1.2pp	11.8%	-2.8pp
Margen Ebitda	16.6%	16.2%	-0.4pp	19.0%	-2.7pp
Margen Neto	3.8%	3.6%	-0.2pp	7.2%	-3.6pp
UPA	\$0.04	\$0.03	-17.9%	\$0.07	-52.5%

Fuente: Banorte, BMV.

Pinfra. Récord en ingresos y EBITDA en un trimestre. La empresa presentó sólidos avances y una expansión en rentabilidad que superó las estimaciones. Esto debido a la mayor contribución de su principal segmento, Concesiones, apoyado por un mayor dinamismo del aforo vehicular (+2% a/a) y tarifas más altas, así como un desempeño favorable de IPM. Plantas también registró aumentos, apoyando los resultados. Lo anterior fue parcialmente compensado por Construcción, que mostró caídas a/a y presiones en márgenes. La expectativa de un crecimiento sostenido y una mayor generación de flujo de efectivo, además de la solidez financiera, reafirma nuestra visión positiva para la emisora. No obstante, no descartamos que algunos riesgos idiosincráticos puedan seguir generando volatilidad en el precio de la acción.

Volar. Mayores gastos limitan el avance en rentabilidad. La aerolínea registró un sólido avance en ventas por el alza en pasajeros (+8.2% a/a) y un mayor ingreso por servicios adicionales por pasajero. Sin embargo, el gasto operativo por asiento milla disponible (CASM) excluyendo combustible subió 20.6% a/a, compensado parcialmente por la caída en el gasto de turbosina (-19.9% a/a en costo por galón), reflejando así un alza en el CASM de 1.7% a/a. Esto resultó en un aumento del margen EBITDAR de 1.6pp a 24.4%, por debajo de expectativas. Estaremos revisando nuestros estimados y valuación con implicaciones negativas ante los riesgos en el entorno, destacando el alza en los precios del [petróleo](#) y la incertidumbre por el tema de las aeronaves NEO que serán llamadas a mantenimiento de sus motores, sobre todo para 2024.

Walmex. Comienzan a vislumbrarse mejoras en rentabilidad. Los resultados se mantuvieron en línea con nuestros estimados, impulsados por la resiliencia del consumo en México. Mientras, sorprendió la recuperación secuencial en el margen EBITDA al ubicarse en 10.8% en el 3T23 vs 10.2% en el 2T23. En forma anual el avance fue de 10pb desde el 10.7% en el 3T22. A partir del crecimiento orgánico y desarrollo Omnicanal, así como el avance en VMT (8.0% a/a) que sigue superando al de ANTAD, la perspectiva es positiva para la empresa. Al incorporar las cifras y tras anticipar una recuperación en rentabilidad más lenta, ajustamos a la baja nuestro PO a \$72.00, representando un FV/EBITDA de 12.1x vs 11.7x actual (promedio U12M de 12.4x). No obstante, subimos a COMPRA ante las expectativas favorables de expansión en rentabilidad de la mano de una valuación atractiva.

PINFRA – COMPRA, Precio actual: \$168.64, PO \$208.80

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	3,548	3,922	10.5%	3,883	1.0%
Utilidad de Operación	2,204	2,592	17.6%	2,314	12.0%
Ebitda	2,488	2,783	11.9%	2,637	5.6%
Utilidad Neta	1,764	1,974	11.9%	1,623	21.6%
Márgenes					
Margen Operativo	62.1%	66.1%	4.0pp	59.6%	6.5pp
Margen Ebitda	70.1%	71.0%	0.9pp	67.9%	3.1pp
Margen Neto	49.7%	50.3%	0.6pp	41.8%	8.5pp
UPA	\$4.11	\$4.60	11.9%	\$3.78	21.6%

Fuente: Banorte, BMV.

VOLAR – EN REVISIÓN, Precio actual: \$11.05, PO: En Revisión

Cifras en millones de dólares

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	769	848	10.3%	837	1.3%
Utilidad de Operación	35	39	11.4%	55	-29.1%
Ebitdar	175	207	18.3%	220	-6.1%
Utilidad Neta	40	-39	N.A.	3	N.A.
Márgenes					
Margen Operativo	4.6%	4.6%	0.0pp	6.6%	-2.0pp
Margen Ebitdar	22.8%	24.4%	1.6pp	26.3%	-1.9pp
Margen Neto	5.2%	-4.6%	-9.8pp	0.4%	-5.0pp
UPA	\$0.03	-\$0.03	N.A.	\$0.00	N.A.

Fuente: Banorte, BMV.

WALMEX – COMPRA, Precio actual: \$66.86, PO \$72.00

Cifras en millones de pesos

Concepto	3T22	3T23	Var %	3T23e	Var % vs Estim.
Ventas	197,885	213,065	7.7%	213,174	-0.1%
Utilidad de Operación	16,303	17,746	8.8%	17,864	-0.7%
Ebitda	21,163	22,967	8.5%	22,782	0.8%
Utilidad Neta	12,153	13,631	12.2%	12,818	6.3%
Márgenes					
Margen Operativo	8.2%	8.3%	0.1pp	8.4%	-0.1pp
Margen Ebitda	10.7%	10.8%	0.1pp	10.7%	0.1pp
Margen Neto	6.1%	6.4%	0.3pp	6.0%	0.4pp
UPA	\$0.70	\$0.78	12.2%	\$0.73	6.3%

Fuente: Banorte, BMV.

Resultados

En la siguiente tabla incluimos los resultados de las empresas que tenemos bajo cobertura y algunas proyecciones del consenso de *Bloomberg*. En resumen, las 29 emisoras industriales, comerciales y de servicios, registraron una contracción anual del 1.5% en ingresos, aunque un ligero avance de 0.3% a/a en el EBITDA. A nivel neto se presentó una caída de 29.5% a/a. Mientras tanto, las empresas del sector financiero subieron 27.8% a/a en ingresos, 24.0% en el Margen Financiero y 50.8% a nivel neto.

Resultados Trimestrales al 3T23

Cifras en millones de pesos

Clave	Ingresos			EBITDA			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23
Ac	55,723	57,786	56,911	10,675	11,541	11,314	8,411	9,188	9,319	4,230	4,693	4,537
Alfa	98,289	69,158	71,606	9,211	6,537	6,364	6,884	4,603	1,757	2,871	1,727	-803
Alpek	59,750	33,014	33,368	6,217	2,742	2,143	4,943	1,587	565	2,245	194	-440
Alsea	17,518	19,252	19,470	3,478	3,841	3,931	1,545	1,775	1,930	317	550	495
Amx	210,793	201,770	203,842	82,849	79,988	79,896	44,515	41,151	41,543	17,969	16,401	2,028
Asur	6,295	6,310	6,339	4,067	4,248	4,198	3,696	3,724	3,679	2,547	2,470	2,710
Bimbo	102,726	101,568	99,182	14,501	14,759	14,467	11,003	10,182	9,749	6,064	4,759	4,183
Cemex*	80,036	77,175	78,021	13,133	15,468	15,531	7,096	9,558	8,510	9,997	4,187	2,149
Chdraui	64,758	65,488	64,294	5,388	5,681	5,712	3,451	3,535	3,880	1,427	1,753	1,880
Cuervo	11,527	11,323	10,452	2,814	2,418	1,159	2,595	2,155	892	1,715	1,720	203
Elektra												
Femsa	157,693	198,133	188,095	22,046	26,561	25,366	14,146	16,523	15,929	10,748	8,911	9,742
Gap	6,752	8,143	7,393	4,085	4,534	4,270	3,497	3,852	3,650	2,598	2,543	2,499
Gcarso												
Gcc*	7,138	6,731	7,103	2,375	2,457	2,706	1,881	2,004	2,276	1,407	1,553	1,805
Gmexico*	63,037	61,630	62,261	28,820	28,322	30,420	21,822	21,825	23,438	11,666	11,683	11,882
Gmxt	14,160	14,334	14,026	6,609	6,760	6,123	4,771	4,876	4,197	2,962	2,418	2,407
Gruma	29,114	29,327	28,914	4,209	4,221	4,754	3,223	3,259	3,759	1,560	1,703	2,325
Kimber	12,794	13,328	12,673	2,755	3,392	3,429	2,253	2,829	2,943	1,245	1,717	1,671
Kof	57,093	60,585	62,853	10,626	11,450	11,830	7,335	7,924	8,460	4,374	4,601	5,380
Lab	4,349	4,314	4,393	912	905	934	859	857	886	399	405	371
Lacomer	8,358	9,503	9,612	795	981	1021	486	646	676	432	583	535
Livepol	38,054	42,158	41,702	6,189	6,698	6,986	4,907	5,369	5,647	3,079	3,457	3,967
Mega	6,737	7,563	7,491	3,168	3,316	3,306	1,574	1,699	1,463	823	771	531
Oma	3,145	3,950	3,906	1,907	2,497	2,532	1,717	2,248	2,272	1,098	1,379	1,410
Orbia*	46,347	35,517	33,731	7,709	6,740	5,480	4,737	4,190	3,039	1,749	2,550	1,212
Peñoles												
Pinfra	3,548	3,883	3,922	2,488	2,637	2,783	2,204	2,314	2,592	1,764	1,623	1,974
Tlevisa	19,252	18,478	18,316	6,824	6,222	6,184	1,362	757	-77	1,118	-337	-919
Vesta	921	935	963	783	770	773	747	633	767	1,254	488	1,301
Volar**	15,563	14,286	14,471	3,532	3,757	3,528	704	943	669	804	54	-663
Walmex	197,885	213,174	213,065	21,163	22,782	22,967	16,303	17,864	17,746	12,153	12,818	13,631
Total	1,399,355	1,388,817	1,378,374	289,330	292,223	290,107	188,669	188,070	182,153	110,614	97,373	78,004

Cemex (US\$)	3,956	4,521	4,571	649	906	910	351	560	499	494	245	126
Gcc (US\$)	353	394	416	117	144	159	93	117	133	70	91	106
Gmexico (US\$)	3,115	3,610	3,647	1,424	1,659	1,782	1,078	1,279	1,373	577	684	696
Orbia (US\$)	2,291	2,081	1,976	381	395	321	234	245	178	86	149	71
Volar (US\$)	769	837	848	175	220	207	35	55	39	40	3	-39

Clave	Ingresos			EBITDA			NOI			Utilidad Neta		
	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23
Fibraip	1,397	1,319	1,366	1,062	1,001	1,106	1,221	1,137	1,160	470	842	6,988
Total	1,397	1,319	1,366	1,062	1,001	1,106	1,221	1,137	1,160	470	842	6,988

Clave	Ingresos Financieros			Margen Financiero			Utilidad Operativa			Utilidad Neta		
	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23	3T22	3T23e	3T23
Bbajio							2,700	3,696	3,758	2,109	2,667	2,782
Bolsa							517	482	458	400	366	330
Gentera	7,213	8,140	8,278	6,290	6,794	6,811	1,783	1,767	1,906	1,515	1,227	1,350
Gfinbur	17,967	15,715	23,219	7,277	9,613	9,889	4,253	6,697	9,845	4,140	6,630	7,541
Gfnorte												
Q							172	801	317	211	901	1023
Ra	5,428	3,810	7,630	2522	3094	3258	1,695	1,940	2071	1303	1438	1563
Total	30,608	27,666	39,127	16,089	19,501	19,958	11,120	15,382	18,355	9,677	13,229	14,589

Muestra Total	1,431,360	1,417,802	1,418,867	290,391	293,223	291,213	200,851	204,501	201,616	120,762	111,444	99,580
----------------------	------------------	------------------	------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	---------------

Fuente: Banorte, BMV.

* Conversión desde dólares a tipo de cambio de cierre. La empresa reporta su cifra en dólares.

** En Volar el dato es EBITDAR

Parámetro de Calificación

Para considerar que el resultado de una empresa está “en línea” con nuestra estimación, debe contenerse en un rango de variación porcentual (%) no mayor al 5% en valor absoluto (arriba o abajo) vs la proyección realizada. Un resultado arriba de 5% se considera “Mejor” y 5% debajo del pronóstico se califica como “Peor”.

Clave	V% Ventas		V% Ebitda		V% U. Operación		V% U. Neta	
	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.
Ac	2.1%	-1.5%	6.0%	-2.0%	10.8%	1.4%	7.3%	-3.3%
Alfa	-27.1%	3.5%	-30.9%	-2.6%	-74.5%	-61.8%	N.A.	N.A.
Alpek	-44.2%	1.1%	-65.5%	-21.8%	-88.6%	-64.4%	N.A.	N.A.
Alsea	11.1%	1.1%	13.0%	2.3%	25.0%	8.8%	56.2%	-10.1%
Amx	-3.3%	1.0%	-3.6%	-0.1%	-6.7%	1.0%	-88.7%	-87.6%
Asur	0.7%	0.5%	3.2%	-1.2%	-0.5%	-1.2%	6.4%	9.7%
Bimbo	-3.4%	-2.3%	-0.2%	-2.0%	-11.4%	-4.3%	-31.0%	-12.1%
Cemex*	-2.5%	1.1%	18.3%	0.4%	19.9%	-11.0%	-78.5%	-48.7%
Chdraui	-0.7%	-1.8%	6.0%	0.5%	12.4%	9.8%	31.7%	7.2%
Cuervo	-9.3%	-7.7%	-58.8%	-52.1%	-65.6%	-58.6%	-88.2%	-88.2%
Elektra	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Femsa	19.3%	-5.1%	15.1%	-4.5%	12.6%	-3.6%	-9.4%	9.3%
Gap	9.5%	-9.2%	4.5%	-5.8%	4.4%	-5.3%	-3.8%	-1.7%
Gcarso	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Gcc*	-0.5%	5.5%	13.9%	10.1%	21.0%	13.6%	28.3%	16.3%
Gmexico*	-1.2%	1.0%	5.6%	7.4%	7.4%	7.4%	1.9%	1.7%
Gmxt	-1.0%	-2.2%	-7.4%	-9.4%	-12.0%	-13.9%	-18.7%	-0.4%
Gruma	-0.7%	-1.4%	13.0%	12.6%	16.6%	15.4%	49.1%	36.5%
Kimber	-0.9%	-4.9%	24.5%	1.1%	30.6%	4.0%	34.2%	-2.7%
Kof	10.1%	3.7%	11.3%	3.3%	15.3%	6.8%	23.0%	16.9%
Lab	1.0%	1.8%	2.3%	3.2%	3.1%	3.4%	-7.2%	-8.5%
Lacomer	15.0%	1.1%	28.4%	4.1%	39.0%	4.6%	23.8%	-8.3%
Livepol	9.6%	-1.1%	12.9%	4.3%	15.1%	5.2%	28.8%	14.7%
Mega	11.2%	-1.0%	4.4%	-0.3%	-7.1%	-13.9%	-35.4%	-31.1%
Orma	24.2%	-1.1%	32.7%	1.4%	32.3%	1.1%	28.3%	2.2%
Orbia*	-27.2%	-5.0%	-28.9%	-18.7%	-35.9%	-27.5%	-30.7%	-52.5%
Peñoles	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Pinfra	10.5%	1.0%	11.9%	5.6%	17.6%	12.0%	11.9%	21.6%
Tlevisa	-4.9%	-0.9%	-9.4%	-0.6%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Vesta	4.6%	2.9%	-1.2%	0.4%	2.7%	21.1%	3.7%	166.5%
Volar**	-7.0%	1.3%	-0.1%	-6.1%	-5.0%	-29.1%	N.A.	N.A.
Walmex	7.7%	-0.1%	8.5%	0.8%	8.8%	-0.7%	12.2%	6.3%
Total	-1.5%	-0.8%	0.3%	-0.7%	-3.5%	-3.1%	-29.5%	-19.9%

Cemex (US\$)	15.5%	1.1%	40.2%	0.4%	42.2%	-11.0%	-74.5%	-48.7%
Gcc (US\$)	17.9%	5.5%	35.0%	10.1%	43.4%	13.6%	52.1%	16.3%
Gmexico (US\$)	17.1%	1.0%	25.1%	7.4%	27.3%	7.4%	20.7%	1.7%
Orbia (US\$)	-9.2%	N.A.	-15.8%	-18.7%	-24.0%	-27.5%	-17.9%	-52.5%
Volar (US\$)	8.8%	N.A.	18.4%	-6.1%	12.6%	-29.1%	N.A.	N.A.

	V% Ventas		V% Ebitda		V% NOI		V% U. Neta	
	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.
Fibrapl	-2.2%	3.6%	4.1%	10.5%	-5.0%	2.0%	>500%	>500%
Total	-2.2%	3.6%	4.1%	10.5%	-5.0%	2.0%	>500%	>500%

	V% Ingresos		V% Mg. Financiero		V% U. Operación		V% U. Neta	
	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.	3T23 / 22	vs. Estim.
Bbajio	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	39.2%	1.7%	31.9%	4.3%
Bolsa	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-11.4%	-4.9%	-17.5%	-9.7%
Genera	14.8%	1.7%	8.3%	0.3%	6.9%	7.9%	-10.9%	10.0%
Gfinbur	29.2%	47.8%	35.9%	2.9%	131.5%	47.0%	82.2%	13.7%
Gfnorte	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Q	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	84.6%	-60.4%	384.3%	13.5%
Ra	40.6%	100.2%	29.2%	5.3%	22.2%	6.8%	20.0%	8.7%
Total	27.8%	41.4%	24.0%	2.3%	65.1%	19.3%	50.8%	10.3%

Muestra Total	-0.9%	0.1%	0.3%	-0.7%	0.4%	-1.4%	-17.5%	-10.6%
----------------------	--------------	-------------	-------------	--------------	-------------	--------------	---------------	---------------

Fuente: Banorte, BMV.

* Conversión desde dolares a tipo de cambio de cierre. La empresa reporta su cifra en dolares.

Compendio de reportes por emisora:

AC *	Arca Continental
ALFA A	Alfa
ALPEK A	Alpek
ALSEA *	Alsea
AMX B	América Móvil
ASUR B	Grupo Aeroportuario del Sureste
CEMEX CPO	Cemex
CHDRAUI B	Grupo Comercial Chedraui
FEMSA UBD	Fomento Económico Mexicano
FIBRAPL 14	FIBRA Prologis
GAP B	Grupo Aeroportuario del Pacífico
GCC *	Gcc
GENTERA *	Compartamos
GMEXICO B	Grupo México
GMXT *	Grupo México Transportes
KOF UBL	Coca-Cola FEMSA
LAB B	Genomma Lab Internacional
LACOMER UBC	La Comer
LIVEPOL C1	El Puerto de Liverpool
OMA B	Grupo Aeroportuario del Centro Norte
ORBIA *	Orbia
PINFRA *	Promotora y Operadora de Infraestructura
TLEVISA CPO	Grupo Televisa
VOLAR A	Controladora Vuela Compañía de Aviación
WALMEX *	Walmart de México y Centroamérica

[Destacan eficiencias operativas en el trimestre](#)

[Sorprende positivamente la rentabilidad de Sigma](#)

[Los retos en el entorno prevalecen](#)

[Consumo nacional sigue impulsando el crecimiento](#)

[Resiliencia operativa nos hace reiterarla en favoritas](#)

[Rentabilidad estable y atención en las nuevas bases](#)

[Se fortalecen las perspectivas de crecimiento](#)

[Siguen sorprendiendo los avances en rentabilidad](#)

[Sólidos crecimientos y avances en plan de largo plazo](#)

[Nearshoring sigue apuntando la ocupación y mayor rentabilidad](#)

[Presión en márgenes por mayores costos de servicios](#)

[Rentabilidad récord la reafirma como favorita](#)

[Inversión en gastos para potencializar el crecimiento](#)

[Un avance en rentabilidad mayor al esperado](#)

[Sorprenden negativamente en rentabilidad](#)

[México y CA impulsan el crecimiento a doble dígito](#)

[Continúa la recuperación secuencial en rentabilidad](#)

[Continúan los importantes avances en rentabilidad](#)

[Las estrategias correctas apoyan la rentabilidad](#)

[De nuevo con rentabilidad récord en un trimestre](#)

[Baja guía, ante retos que prevalecen](#)

[Ingresos y EBITDA en récord gracias a concesiones](#)

[Sky y ahora también cable impactan las cifras](#)

[Los retos se acumulan y limitan el alza en rentabilidad](#)

[Comienzan a vislumbrarse mejoras en rentabilidad](#)

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 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, 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



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



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



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
hugoa.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