

## KOF

Reporte Trimestral

26 de abril de 2023

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### México será el principal impulsor hacia delante

- Destacan avances en ingresos, apoyados por el aumento en volúmenes de las principales regiones. Aunque mayores gastos de operación presionan la rentabilidad en México
- Ante una mejor perspectiva de crecimiento para la economía mexicana dado un consumo que permanece resiliente y un entorno de menores costos de materia prima, actualizamos nuestros estimados
- Derivado de lo anterior, y tras incorporar las cifras del trimestre, subimos nuestro PO a \$167.00, que representaría un FV/EBITDA 2023 de 8.3x, ligeramente abajo del actual en 8.4x. Reiteramos MANTENER

Consumo

Paola Soto Leal  
Gerente Análisis Bursátil  
paola.soto.leal@banorte.com

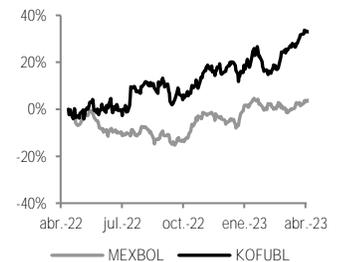
Carlos Hernández García  
Subdirector Análisis Bursátil  
carlos.hernandez.garcia@banorte.com

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

**El desempeño en ingresos y utilidad bruta se vio mitigado por mayores gastos en México.** La compañía reportó ingresos alineados a nuestros estimados, destacando el desempeño del volumen en todas las regiones, incrementando en 6.6% a/a a 939.6 millones cajas por unidad, impulsado por México, Brasil y Guatemala. Asimismo, se registra un incremento en precios de 4.7% a/a, observando una desaceleración respecto al trimestre pasado (-0.4% t/t) dado que la empresa no ha realizado incrementos en precio los últimos meses. A partir de lo anterior, los ingresos aumentaron 12.0% a/a. No obstante, se registró una expansión en el margen bruto ubicándose en 44.4% (+30pb), explicado por sus eficientes coberturas y la apreciación del peso mexicano, lo cual se vio reflejado en menores costos de materias primas denominadas en dólares. Por su parte, el EBITDA aumentó 7.1% a/a con un margen de 18.3% (-85pb). Particularmente, en Sudamérica se registró con una expansión en la rentabilidad de 290pb favorecido por las sinergias operativas de la región, aunque lo anterior no fue suficiente para contrarrestar los gastos de operación en México y Centroamérica (-220pb), dado el aumento en gastos laborales, mercadotecnia y mantenimiento. **KOF se posiciona de forma resiliente dada la industria en la que opera.** Nos mantenemos atentos a las operaciones estratégicas que pudieran detonar mayor valor, mientras consideramos que la empresa se encuentra bien posicionada dado una mejor perspectiva en costos para este año. Consideramos que nuestra valuación ya refleja buena parte de las perspectivas, y aunque actualizamos nuestros estimados de forma positiva, reiteramos MANTENER.

MANTENER	
Precio Actual	\$151.06
PO	\$167.00
Rendimiento Potencial	10.6%
Máx - Mín 12m (\$)	154.47 -105.5
Valor de Mercado (US\$m)	17,820.7
Acciones circulación (m)	2,100.8
Flotante	22%
Operatividad Diaria (\$ m)	109.5
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	8.4x
P/U	15.8x
MSCI ESG Rating*	A

Rendimiento relativo al IPC  
12 meses



#### Estados Financieros

	2021	2022	2023E	2024E
Ingresos	194,804	226,740	247,179	271,124
Utilidad Operativa	27,402	30,838	34,550	38,838
EBITDA	38,849	43,001	47,658	52,820
Margen EBITDA	19.9%	19.0%	19.3%	19.5%
Utilidad Neta	15,708	19,034	20,885	22,560
Margen Neto	8.1%	8.4%	8.4%	8.3%
Activo Total	271,567	277,995	275,741	282,473
Disponible	47,248	40,277	45,863	52,818
Pasivo Total	143,994	146,119	137,484	289,020
Deuda	88,364	85,407	78,019	79,956
Capital	121,550	125,384	131,401	131,956

Fuente: Banorte

#### Múltiplos y razones financieras

	2021	2022	2023E	2024E
FV/EBITDA	9.5x	8.6x	7.5x	6.7x
P/U	20.2x	16.7x	15.2x	13.3x
P/VL	2.6x	2.5x	2.4x	2.4x
ROE	12.9%	15.2%	15.9%	17.1%
ROA	5.8%	6.8%	7.6%	8.0%
EBITDA/ intereses	7.4x	10.5x	9.5x	9.2x
Deuda Neta/EBITDA	1.1x	1.0x	0.7x	0.5x
Deuda/Capital	0.7x	0.7x	0.6x	0.6x

Documento destinado al público en general

## KOF – Resultados 1T23

Cifras en millones de pesos

Concepto	1T22	1T23	Var %	1T23e	Var % vs Estim.
Ventas	51,195	57,357	12.0%	55,982	2.5%
Utilidad de Operación	6,845	7,724	12.8%	7,455	3.6%
Ebitda	9,828	10,522	7.1%	10,712	-1.8%
Utilidad Neta	2,895	3,916	35.3%	4,267	-8.2%
<b>Márgenes</b>					
Margen Operativo	13.4%	13.5%	0.1pp	13.3%	0.1pp
Margen Ebitda	19.2%	18.3%	-0.9pp	19.1%	-0.8pp
Margen Neto	5.7%	6.8%	1.2pp	7.6%	-0.8pp
UPA	\$1.64	\$2.22	35.3%	\$2.419	-8.2%

### Estado de Resultados (Millones)

Año	2022	2022	2023	Variación	Variación
Trimestre	1	4	1	% a/a	% t/t
Ventas Netas	51,195	61,209	57,357	12.0%	-6.3%
Costo de Ventas	28,593	34,142	31,899	11.6%	-6.6%
Utilidad Bruta	22,602	27,068	25,458	12.6%	-5.9%
Gastos Generales	15,758	18,055	17,734	12.5%	-1.8%
Utilidad de Operación	6,845	9,013	7,724	12.8%	-14.3%
Margen Operativo	13.4%	14.7%	13.5%	0.1pp	(1.3pp)
Depreciación Operativa	2,984	2,941	2,798	-6.2%	-4.9%
EBITDA	9,828.3	11,954.1	10,522.0	7.1%	-12.0%
Margen EBITDA	19.2%	19.5%	18.3%	(0.9pp)	(1.2pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,194)	(1,092)	(1,399)	-36.2%	28.2%
Intereses Pagados	1,645	1,833	1,913	16.3%	4.4%
Intereses Ganados	405	821	1,042	157.3%	26.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros			60	N.A.	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(1,101)	(208)	(587)	-46.6%	181.8%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	24	92	(73)	N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	4,475	8,008	6,068	35.6%	-24.2%
Provisión para Impuestos	1,321	611	1,989	50.6%	225.4%
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	3,154	7,397	4,079	29.3%	-44.9%
Participación Minoritaria	259	253	162	-37.3%	-35.8%
Utilidad Neta Mayoritaria	2,895	7,144	3,916	35.3%	-45.2%
Margen Neto	5.7%	11.7%	6.8%	1.2pp	(4.8pp)
UPA	1.641	4.049	2.220	35.3%	-45.2%

### Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	83,984	79,211	78,825	-6.1%	-0.5%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	49,443	40,277	41,147	-16.8%	2.2%
Activos No Circulantes	199,875	198,783	196,388	-1.7%	-1.2%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	65,454	71,205	69,921	6.8%	-1.8%
Activos Intangibles (Neto)	83,974	81,782	80,552	-4.1%	-1.5%
Activo Total	283,859	277,995	275,213	-3.0%	-1.0%
Pasivo Circulante	60,677	57,959	68,848	13.5%	18.8%
Deuda de Corto Plazo	5,292	10,431	10,422	96.9%	-0.1%
Proveedores	48,287	39,547	50,704	5.0%	28.2%
Pasivo a Largo Plazo	99,782	88,160	85,466	-14.3%	-3.1%
Deuda de Largo Plazo	84,170	74,977	72,745	-13.6%	-3.0%
Pasivo Total	160,459	146,119	154,314	-3.8%	5.6%
Capital Contable	123,400	131,876	120,899	-2.0%	-8.3%
Participación Minoritaria	7,035	6,491	6,426	-8.7%	-1.0%
Capital Contable Mayoritario	116,365	125,384	114,473	-1.6%	-8.7%
Pasivo y Capital	283,859	277,995	275,213	-3.0%	-1.0%
Deuda Neta	40,018	45,130	42,019	5.0%	-6.9%

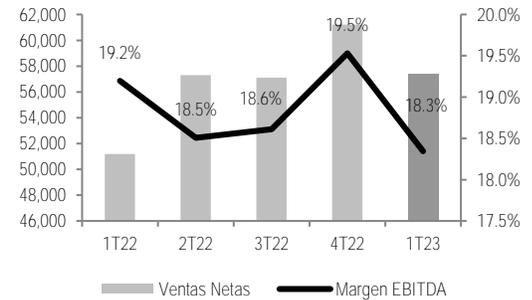
### Estado de Flujo de Efectivo

Flujos de las operaciones	9,121	36,703	9,210
Flujos de actividades de inversión	(5,162)	(19,598)	(3,218)
Flujos de actividades de financiamiento	(1,683)	(20,852)	(2,279)
Efecto cambiario sobre el efectivo	1,963	(4,955)	3,318
Incremento (disminución) efectivo	9,121	36,703	9,210

Fuente: Banorte, BMV.

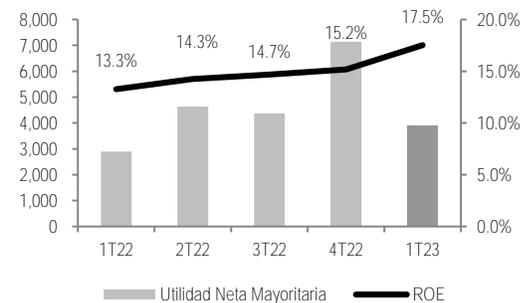
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



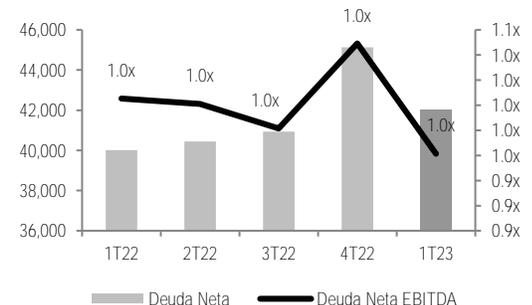
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



## Tablas de desempeños por región

México y Centroamérica

	1T22	4T22	1T23	% a/a	% t/t
Volumen	494.0	547.9	537.4	8.8%	-1.9%
Precio	58.6	61.7	62.6	6.8%	1.4%
Ingresos	28,935.0	33,792	33,617.0	16.2%	-0.5%
EBITDA	6,722.0	6,902	6,706.0	-0.2%	-2.8%
Margen EBITDA	23.2%	20.4%	19.9%	-3.3pp	-0.5pp

Sudamérica

	1T22	4T22	1T23	% a/a	% t/t
Volumen	387.6	447.4	402.2	3.8%	-10.1%
Precio	53.9	56.9	54.9	1.8%	-3.5%
Ingresos	22,261.0	27,417	23,740.0	6.6%	-13.4%
EBITDA	3,105.0	5,052	3,816.0	22.9%	-24.5%
Margen EBITDA	13.9%	18.4%	16.1%	2.1pp	-2.4pp

Consolidado

	1T22	4T22	1T23	% a/a	% t/t
Volumen	881.6	995.3	939.6	6.6%	-5.6%
Precio	56.6	59.5	59.3	4.7%	-0.4%
Ingresos	51,195	61,209	57,357	12.0%	-6.3%
EBITDA	9,827	11,954	10,522	7.1%	-12.0%
Margen EBITDA	19.2%	19.5%	18.3%	-0.9pp	-1.2pp

\*Millones de pesos, excepto Volumen (millones de unidades) y precio (promedio por caja unidad)

**Mejoramos las perspectivas.** Ante una mejor perspectiva de crecimiento para la economía mexicana dado un consumo que permanece resiliente, un entorno de menores tasas de interés debido a la expectativa del fin del ciclo restrictivo de Banxico y la fortaleza del peso mexicano, decidimos actualizar nuestros estimados para el año. Recordando que los volúmenes de Coca-Cola FEMSA se mueven en línea con el PIB y tras la revisión al alza de este indicador [en México](#) y en las principales economías en las que opera, pronosticamos un alza en los mismos, que estaría justificado principalmente por la recuperación del canal de consumo en lugar (*on-premise*). Adicionalmente, a pesar de la destacable participación de mercado (~75%) donde México es el mayor consumidor per cápita de productos Coca-Cola del mundo, aún hay potencial para seguir creciendo en el portafolio multi-categoría como: bebidas sin azúcar, isotónicos y tés. Lo anterior, de la mano de su poder de fijación de precios por encima de inflación. Además, proyectamos mejoras secuenciales en rentabilidad debido principalmente a dos factores: (1) Un mejor entorno para los costos de materia prima respecto al año anterior (principalmente en lo que se refiere a PET y edulcorantes); y (2) la fortaleza del peso, debido a que ~20% de sus insumos están denominados en dólares, lo cual gracias a la apreciación del peso mexicano y al real brasileño, probablemente se traducirá en precios más bajos de insumos, lo que generará una mejora en márgenes. Finalmente, nos parece favorable el apalancamiento de su estrategia de distribución, brindando a diferentes empresas (*P&G, Kellogs y Diageo*) la opción de trasladar sus productos a través de la

capacidad sobrante de los camiones, lo que también estaría favoreciendo la rentabilidad. Es importante destacar que, nos mantenemos cautelosos respecto a Sudamérica, dada una posible ralentización en el consumo por presiones inflacionarias adicionales y en especial Brasil, ante un escenario incierto debido al nuevo marco fiscal.

**Actualización estimados 2023.** Tal como comentamos, a partir de una mejor perspectiva económica actualizamos nuestros estimados 2023, en donde ahora prevemos un avance en ingresos del 9.0% a/a (vs 7.4% previo), apoyado por aumentos en volúmenes en todas las regiones, y principalmente en México (+2.3% a/a vs 1.0% previo), recordando que la región representa ~47% de las ventas. En el mismo sentido, anticipamos resultados positivos por estrategias de precio, donde esperamos un avance del 8.0% a/a (vs 6.0% previo), es decir, 320pb por encima de inflación, [la cual estimamos en 4.8%](#).

Además, consideramos una expansión en la utilidad bruta, aumentando 9.2% a/a (vs 8.1% previo), con un margen de 44.3% a/a (vs 44.2% previo) y aumentando 30pb, explicado principalmente por una disminución en dos de sus principales costos: el PET y el azúcar. El consenso de *Bloomberg* anticipa un precio promedio para el crudo *Brent* (~20% de los costos) de US\$86.89/barril en 2023, representando una contracción del 17.3% a/a vs 2022. Para el azúcar (~28% de los costos), se estima un precio promedio en 2023 de US\$19.23, lo que significaría una caída de 4.0% a/a vs 2022.

Derivado de lo anterior, asumiendo un escenario de menores costos de producción, una mejor perspectiva para el peso mexicano, y eficiencias operativas, anticipamos un crecimiento en EBITDA de 10.8% a/a (vs 9.9% previo), anticipando una expansión en el margen respectivo de 32pb a 19.3%. Finalmente, esperamos un crecimiento del 9.4% a/a en la utilidad neta apoyado principalmente por el desempeño operativo.

## Desglosado por regiones

México y Centroamérica

	2023e	% a/a	2024e	% a/a
Volumen	2,247	2.3%	2,298	2.2%
Precio promedio por MCU	63.64	8.0%	68.52	6.0%
Ingresos	144,463	10.3%	156,754	8.5%
EBITDA	31,360	10.7%	34,094	8.7%
Margen EBITDA	21.7%	0.1pp	21.8%	0.04pp

Sudamérica

	2023e	% a/a	2024e	% a/a
Volumen	1,591	2.0%	1,639	2.0%
Ingresos	102,708	7.3%	111,912	8.7%
EBITDA	15,755	7.0%	17,236	9.4%
Margen EBITDA	15.3%	0.0pp	15.4%	0.1pp

Consolidado

	2023e	% a/a	2024e	% a/a
Volumen	3,838	2.2%	3,937	2.6%
Ingresos	247,179	9.0%	268,675	8.7%
EBITDA	47,658	10.8%	52,371	9.9%
Margen EBITDA	19.3%	0.3pp	19.5%	0.2pp

## Valuación y precio objetivo

**Subimos nuestro precio objetivo a \$167.00, aunque reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.** Estamos actualizando nuestro modelo de valuación por flujos descontados (DCF), al considerar una tasa de descuento (WACC) del 10.8%, asumiendo un costo de la deuda de 8.7% y un costo de capital (CAPM) de 12.5%. Asimismo, para este último consideramos una tasa libre de riesgo de 9.0% ([cierre del Bono M de 10 años](#)) disminuyendo respecto del estimado previo de 9.7%, mientras mantenemos una beta en 0.6. De igual manera, bajamos la prima de riesgo de mercado a 5.5% vs 6.0% previo, debido principalmente a (1) La mejor perspectiva de crecimiento del PIB, destacando vs EE.UU. por segundo año consecutivo; (2) una mayor confianza de los inversionistas, que se ha traducido en mayor inversión debido a estrategias que apuntalan cada vez más los beneficios del [nearshoring](#); y (3) el fin del ciclo restrictivo por parte de Banxico.

En cuanto al valor terminal, asumimos un múltiplo FV/EBITDA de 8.5x, prácticamente igual al múltiplo actual de 8.4x, y mejorando vs 7.3x utilizado en nuestro cálculo anterior. En nuestra opinión, este múltiplo se justifica debido a: (1) La mejora en rentabilidad hacia delante; (2) una mejor perspectiva para la economía mexicana y la fortaleza del peso mexicano; y (3) la expectativa de mejores ganancias a futuro ante la oportunidad que representa la estrategia de distribución y crecimiento orgánico.

Con base en lo anterior, obtenemos un precio objetivo por acción de \$167.00 (vs \$134 previo), que representaría un múltiplo FV/EBITDA 2023e de 8.3x y 2024e de 7.4x, ligeramente por encima de la mediana de empresas comparables (ver tabla de valuación relativa), puesto creemos se justifica por su destacable participación de mercado (~75%) donde México es el mayor consumidor per cápita de productos Coca-Cola del mundo.

Nuestro precio objetivo ofrece un rendimiento del 11.3% sobre el precio actual, por lo cual reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.

## Modelo de flujos descontados

MODELO DE FLUJOS DESCONTADOS								
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	VT
(+) EBITDA	47,658	50,279	53,044	55,962	59,040	62,287	65,712	
(-) Capital de Trabajo	(5,295)	(3,520)	(3,713)	(3,917)	(4,133)	(4,360)	(4,600)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(12,359)	(12,730)	(13,112)	(13,505)	(13,910)	(14,327)	(14,757)	
(-) Impuestos	(9,107)	(12,570)	(13,261)	(13,990)	(14,760)	(15,572)	(16,428)	
(=) Flujo Efectivo	20,897	21,460	22,958	24,549	26,237	28,028	29,927	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	0	0	589,276
(=) Flujo del Negocio	20,897	21,460	22,958	24,549	26,237	28,028	29,927	589,276

Tasa Libre de riesgo (RF)	9.0%	(+) Valor presente de los Flujos	106,526
Diferencial 10 años Mexico vs EE.UU.		(+) Valor presente Perpetuidad	287,679
Riesgo Mercado (RM)	5.5%	= Valor empresa	394,205
Beta	0.6	(+) Otras inversiones	
CAPM	12.3%	(-) Deuda Neta	(42,019)
Costo de la Deuda	8.7%	(-) Interés minoritario	
Tasa impuestos	30%	(=) Valor del Capital	352,186
Costo Deuda Neto	6.1%	Acciones en circulación	2,101

Deuda / Capitalización	23.8%	Precio Objetivo \$	167.00
		Precio Mercado	150.00
WACC	10.8%	Rendimiento potencial	11.3%
Valor Terminal	8.5x		

Fuente: Banorte, Bloomberg

## Valuación relativa – Sector de bebidas

Emisora	Valor Mercado	Valor Empresa	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Rendimiento de Dividendos
	(US\$m)	(US\$m)		U12M	2023E	2024E	U12M	2023E	2024E	
COCA-COLA FEMSA SAB DE CV	17,471	20,060	2.8x	15.8x	15.2x	13.3x	8.4x	7.5x	6.7x	3.8%
ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	16,374	19,199	2.6x	19.4x	15.2x	12.9x	8.9x	8.1x	7.4x	4.1%
COCA-COLA CONSOLIDATED INC	5,349	5,907	5.0x	12.5x			7.0x			0.4%
EMBOTELLADORA ANDINA-PREF B	2,194	3,142	2.1x	14.0x	10.4x	9.1x	6.3x	5.2x	4.9x	8.1%
COCA-COLA EMBONOR SA-B	595	913	1.1x	6.0x			4.3x			9.9%
Promedio Embotelladoras América	8,397	9,844	2.7x	13.6x	13.6x	11.8x	7.0x	6.9x	6.3x	
Mediana Embotelladoras América	5,349	5,907	2.6x	14.0x	15.2x	12.9x	7.0x	7.5x	6.7x	
COCA-COLA EUROPEAN PARTNERS	29,265	36,761	3.6x	16.3x	16.2x	15.0x	12.7x			2.3%
COCA-COLA HBC AG-DI	7,135	9,452	3.1x	24.0x	15.9x	14.2x	9.9x	8.3x	7.7x	2.9%
COCA-COLA ICECEK AS	3,090	3,538	3.0x	13.9x	8.2x	5.7x	3.2x	4.2x		1.2%
ANADOLU EFES BIRACILIK VE	1,946	4,215	1.5x	11.0x	8.1x	5.0x	4.9x	3.4x		1.7%
Promedio Embotelladoras Europa	10,359	13,491	2.8x	16.3x	12.1x	10.0x	7.6x	5.3x	7.7x	
Mediana Embotelladoras Europa	5,113	6,833	3.0x	15.1x	12.0x	9.9x	7.4x	4.2x	7.7x	
COCA-COLA BOTTLERS JAPAN HOL	2,235	2,955	0.5x				11.5x	9.0x	7.7x	3.5%
HOKKAIDO COCA-COLA BOTTLING	236	178	0.8x	56.5x			8.7x			1.0%
HAAD THIP PUBLIC CO LTD	200	214	1.8x	15.7x	11.0x	9.6x	8.4x	6.9x	6.2x	5.7%
SWIRE PACIFIC LTD	10,342	25,656	0.3x	23.5x	9.4x	8.3x	12.8x	10.9x	10.1x	5.0%
Promedio Embotelladoras Asia/Oceania	3,253	7,250	0.9x	31.9x	10.2x	8.9x	10.4x	8.9x	8.0x	
Mediana Embotelladoras Asia/Oceania	1,235	1,584	0.7x	23.5x	10.2x	8.9x	10.1x	9.0x	7.7x	
Promedio Embotelladoras Global	7,174	8,878	2.1x	20.7x	12.6x	10.9x	7.9x	7.1x	7.4x	
Mediana Embotelladoras Global	2,663	3,876	2.2x	15.7x	11.0x	9.6x	8.7x	7.9x	7.6x	
COCA-COLA FEMSA SAB DE CV	17,471	20,060	2.8x	15.8x	15.2x	13.3x	8.4x	7.5x	6.7x	3.8%

Premio (+)/Descuento(-) vs Promedio

Fuente: Bloomberg (26/04/23).

## Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **Black Friday:** Día enfocado a ventas especiales y descuentos en Estados Unidos de América, que ocurre el viernes posterior al jueves de Acción de Gracias.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Default:** impago de la deuda.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, *e.g.* que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.

- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.
- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de *Machine Learning* (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **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 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 Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Salvador Austria Valencia 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
<b>COMPRA</b> <b>MANTENER</b> <b>VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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.

## 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.

## Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
KOF UBL	26/04/2023	Mantener	\$167.00
KOF UBL	25/10/2022	Mantener	\$134.00
KOF UBL	25/07/2022	Compra	\$129.53
KOF UBL	18/12/2020	Compra	\$114.00

## Escala MSCI ESG Rating

CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
Rezagado		Promedio		Líder		

\*El MSCI ESG Rating es un indicador que evalúa a las compañías en métricas de Ambiente, Social y Gobernanza (ESG por sus siglas en inglés).

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Victor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesil@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899