

## ANUARIO 2016

### Año envuelto en incertidumbre y volatilidad

- Durante 2016 el mercado de deuda corporativa nacional tuvo un comportamiento de bajo dinamismo, sustentado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales
- En 2016, el monto emitido en el mercado nacional de LP (\$100,514mdp) se contrajo 54.3% vs. 2015, mientras que los vencimientos registrados ascendieron a \$106,627mdp, razón por la que el monto en circulación se contrajo 0.9%
- Esperamos que la incertidumbre se mantenga a lo largo de este año, manteniendo nuestras perspectivas de crecimiento moderadas y las sobretasas presionadas

Durante el 2016 el mercado de deuda corporativa nacional tuvo un comportamiento de bajo dinamismo, sustentado en la principal característica que definió el comportamiento de los mercados financieros durante los últimos doce meses: incertidumbre.

El monto en circulación del mercado de Deuda Privada de Largo Plazo al cierre de 2016 ascendió a \$1,108,559mdp, lo cual representa una disminución del 0.9% con respecto a 2015. El monto de deuda privada emitida en el año fue de \$100,514mdp, representando un decremento de 54.3% vs 2015 (\$219,982mdp), mientras que los vencimientos registrados fueron superiores ascendiendo a \$106,627mdp, atribuible a la incertidumbre, la alta volatilidad observada en el mercado y a la victoria de Trump.

Tomando en consideración las condiciones esperadas para el 2017 (inicio de administración de Trump, elecciones en Europa, proceso de Brexit, normalización del Fed, 150pb adicionales de alza por parte de Banxico), esperamos que la incertidumbre se mantenga a lo largo de este año, manteniendo nuestras perspectivas de crecimiento moderadas y las sobretasas presionadas.

11 de enero 2017

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

**Tania Abdul Massih**  
Director Deuda Corporativa  
[tania.abdul@banorte.com](mailto:tania.abdul@banorte.com)

**Hugo Gómez**  
Gerente Deuda Corporativa  
[hugo.gomez@banorte.com](mailto:hugo.gomez@banorte.com)

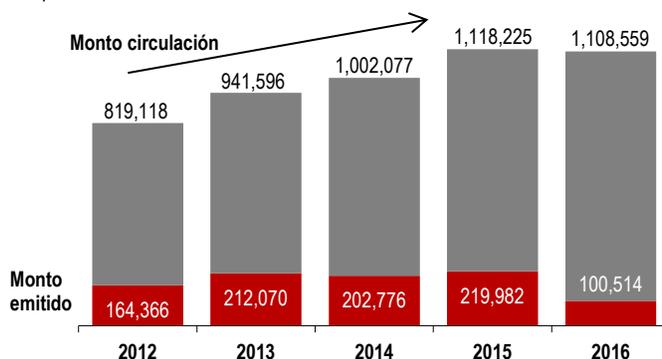
**Idalia Céspedes**  
Gerente Deuda Corporativa  
[idalia.cespedes@banorte.com](mailto:idalia.cespedes@banorte.com)

#### Contenido

Lo más importante del año 2016	3
Avances en las reestructuras financieras	7
Focos rojos	8
Fusiones y Adquisiciones	9

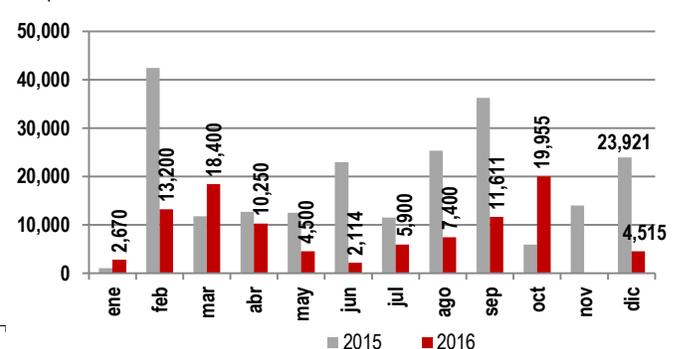
Documento destinado al público en general

**Evolución Mercado de Deuda**  
\$mdp



Fuente: Banorte-Ixe / Valmer al cierre de diciembre de 2016.

**Montos emitidos mensuales**  
\$mdp



Fuente: Banorte - Ixe / BMV / Valmer, al cierre de diciembre de 2016.

## Anuario 2016

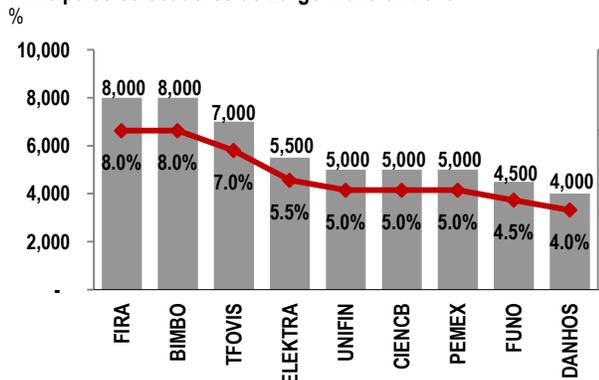
**Otros eventos particulares que frenaron al mercado fueron:** (1) pobre participación de los dos principales emisores del mercado, Pemex (\$5,000mdp) y CFE (\$0mdp); (2) algunos emisores adelantaron sus colocaciones durante 2014 y 2015 tratando de aprovechar las condiciones del mercado de ese momento, bajos niveles de tasas; y (3) ante el aumento de 250pb de la tasa por parte de Banxico, aunado a mayores sobretasas solicitadas por el mercado, algunos emisores optaron por políticas de financiamiento más conservadoras, o bien, decidieron esperar por mejores condiciones de entrada.

**Principales emisores de LP en 2016.** En el año destacaron FEFA (Fondo Especial para Financiamientos Agropecuarios), Bimbo, TFOVIS (Fovissste), Elektra, Unifin, CIENCB (Corporación Mexicana de Inversiones de Capital) y Pemex como principales emisores del mercado por sus montos colocados de \$8,000mdp, \$8,000mdp, \$7,000mdp, \$5,500mdp, \$5,000mdp, \$5,000mdp y \$5,000mdp, respectivamente (43.3% de lo colocado en 2016).

**Entrada de nuevos jugadores en 2016.** El año destacó por la presencia de pocos nuevos emisores, como: Fibra Danhos (DANHOS en conjunto por \$4,000mdp), Fideicomiso Hipotecario (FHIPO por \$3,000mdp), Operadora Metropolitana de Carreteras (PAQPCB por \$2,500mdp), y Concesionaria Autopista Perote-Xalapa (\$1,470mdp), principalmente.

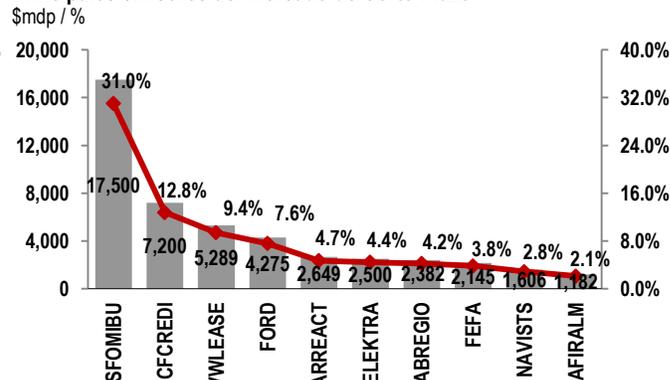
**Por su parte, el mercado de Corto Plazo ascendió a \$56,429mdp,** lo cual representa un aumento del 21.3% vs 2015, explicado en mayor parte por los incrementos en monto de los principales colocadores: CF Credit Services, S.A. de C.V., SOFOM, ER, GF Inbursa y Sociedad Financiera Inbursa, S.A. de C.V., SOFOM, E.R., GF Inbursa, quienes contaban con un monto de colocación de \$24,700dp en conjunto (43.8% del monto en circulación) al cierre de 2016.

**Principales colocadores de Largo Plazo en 2016**



Fuente: Banorte-Ixe / Valmer al cierre de diciembre de 2016.

**Principales emisores del mercado de Corto Plazo**



Fuente: Banorte-Ixe / Valmer al cierre de diciembre de 2016.

## Lo más importante del año 2016

A lo largo del año se dieron a conocer diversas noticias de relevancia para el mercado de deuda. A continuación hacemos una breve recopilación de las más importantes:

A lo largo de 2016, la calificación soberana de **México** sufrió diferentes afectaciones en cuanto a las perspectivas que mantienen las agencias. En abril, **Moody's** afirmó la calificación de México en escala internacional en 'A3' y modificó la perspectiva a 'Negativa' desde 'Estable'. De acuerdo con la agencia los principales motivos fueron: 1) Un débil crecimiento económico y las dificultades externas que pueden poner en riesgo los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno, así como un posible incremento en las razones de deuda; y 2) la posibilidad de un apoyo del gobierno federal a Pemex para hacer frente a sus pasivos (contingentes).

En agosto, **S&P Global Ratings** revisó a 'Negativa' de 'Estable' la perspectiva de las calificaciones de largo plazo de los Estados Unidos Mexicanos (México, 'BBB+ / A-2'). S&P señaló que la deuda neta del gobierno general se ubicó en 42% del PIB en 2015, y espera que llegue a 45% del PIB en 2016 y se acerque a 47%-48% del PIB en 2018-2019. El índice de deuda ha aumentado de manera continua desde solo 28% del PIB en 2005, lo que refleja el impacto de los constantes déficits fiscales moderados en un contexto de bajo crecimiento del PIB en este periodo.

En diciembre, **Fitch Ratings** revisó la Perspectiva de las calificaciones de largo plazo en moneda extranjera y local de México a 'Negativa' desde 'Estable', y las afirmó en 'BBB+'. En opinión de la agencia, la revisión refleja los mayores riesgos a la baja en la perspectiva del crecimiento económico del país y los desafíos que ello podría implicar para la estabilización de la carga de deuda pública.

También en diciembre, **HR Ratings** ratificó la calificación de largo plazo en escala global de 'HR A- (G)' y de corto plazo de 'HR2 (G)' para la deuda soberana de los Estados Unidos Mexicanos. No obstante, cambió la Perspectiva de 'Estable' a 'Negativa'. De acuerdo con la agencia, el incremento de la deuda neta a PIB, especialmente en el último año, junto a la incertidumbre en cuanto a las relaciones comerciales entre México y los Estados Unidos, justifica el cambio en la perspectiva.

**Pemex y CFE** sufrieron cambios similares a los presentados por México (anterior). En el caso de S&P y Fitch las calificaciones de Pemex y CFE se encuentra a la par de las soberanas ('BBB+ / Negativa'), por lo que en los meses de agosto y diciembre sufrieron el mismo cambio que la soberana, cambio de perspectiva a 'Negativa'. Sin embargo, en abril Moody's bajó la calificación en escala global y nacional de Pemex a 'Baa3 / Aa3.mx' desde 'Baa1 / Aaa.mx' con perspectiva 'Negativa' derivado que Moody's considera que los indicadores crediticios de PEMEX empeorarán mientras que los precios del petróleo se mantengan bajos, la producción de la compañía continúe disminuyendo, los impuestos permanezcan altos, y la compañía tenga que ajustar sus inversiones de capital a la baja para cumplir con sus objetivos

presupuestales. Finalmente, en junio Moody's recalibró la escala nacional de calificaciones de México y reposicionó la calificación de CFE en escala nacional a 'Aa1.mx' desde 'Aaa.mx'.

En noticias corporativas, en abril CFE anunció la creación de nueve Empresas Productivas Subsidiarias y la constitución de una Empresa Filial denominada Generador de Intermediación. Las Empresas Productivas Subsidiarias se dividen en 5 grupos: (1) CFE Generación I, CFE Generación II, CFE Generación III, CFE Generación IV y CFE Generación VI cuyo objeto es generar energía eléctrica mediante cualquier tecnología en territorio nacional; (2) CFE Generación V dedicada a realizar las actividades de generación que amparan los contratos de producción independiente de energía suscritos por la CFE; (3) CFE Distribución cuyo objeto es realizar las actividades necesarias para prestar el servicio público de distribución de energía eléctrica; (4) CFE Suministrador de Servicios Básicos proveerá el Suministro Básico a que se refiere la Ley de la Industria Eléctrica; y (5) CFE Transmisión realizará las actividades necesarias para prestar el servicio público de transmisión de energía eléctrica. De igual forma en mayo CFE y el Sindicato Único de Trabajadores Electricistas de la República Mexicana (SUTERM) concluyeron de forma satisfactoria la renegociación del Contrato Colectivo de Trabajo CFE-SUTERM para el periodo 2016-2018. Se estima una reducción en el pasivo laboral de aproximadamente \$160 mil mdp.

**Moody's toma acciones sobre bancos mexicanos.** Derivado de la decisión de Moody's de cambiar la perspectiva de la calificación de bonos del gobierno de México antes mencionado (abril, 2016), la agencia colocó en revisión a la baja las calificaciones de depósitos en escala global, moneda local y extranjera y las estimaciones de riesgo de contraparte asignadas a 8 bancos mexicanos, así como las calificaciones de deuda senior quirografaria de 5 de esos bancos, las estimaciones del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés) de 7 de ellos, y las calificaciones de deuda subordinada de 3 de ellos. Al mismo tiempo, Moody's colocó en revisión las calificaciones de 7 afiliadas financieras de bancos. Además, Moody's cambió a 'Negativa' la Perspectiva de las calificaciones de emisor y de deuda en escala global, moneda local y extranjera de Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) y 3 bancos de desarrollo del gobierno, y colocó las BCA de 2 de esos bancos de desarrollo en revisión a la baja.

**Revisión de las estimaciones del Riesgo Crediticio Base (BCA):** BBVA Bancomer, Santander México, Banorte, HSBC México, Scotiabank México, Banco Azteca y Banco Interacciones.

**Revisión de las calificaciones de depósitos y de deuda sénior:** BBVA Bancomer, Santander México, Banorte, Scotiabank México, y Banco Azteca, así como la de Banamex.

**Acciones de calificación sobre emisores relacionados con el gobierno:** Moody's cambió las perspectivas de Nacional Financiera, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras), Banco Nacional de Comercio Exterior

(Bancomext), e IPAB a negativa, de estable, y también colocó las BCA de Banobras y Bancomext en revisión a la baja.

**Actualización de metodología de Moody's de México.** El 13 de junio de 2016 Moody's de México dio a conocer la actualización de su metodología de calificación en escala nacional, a través del documento "Correspondencia entre calificaciones en escala nacional y calificaciones en escala global" en México ([https://www.moody's.com/research/Moodys-publica-su-metodologia-actualizada-para-calificaciones-en-escala-nacional-PR\\_348581](https://www.moody's.com/research/Moodys-publica-su-metodologia-actualizada-para-calificaciones-en-escala-nacional-PR_348581)). El nuevo mapa de correspondencia ha sido diseñado utilizando el enfoque modificado, en el que se ajusta el diseño para reflejar la distribución de las calificaciones fundamentales en el país, a manera de asegurar una adecuada diferenciación donde existe una mayor concentración de calificaciones. En el nuevo mapa de la escala nacional de México, el punto de anclaje, o la calificación en escala global (GSR) más baja que puede corresponder a una Aaa.mx fue subido a 'A3', que es igual a la calificación de bonos soberanos, a partir del nivel previo de 'Baa1'. El mapa modificado ofrece la capacidad de hacer diferenciaciones en la escala nacional entre emisores calificados en 'A3' y más arriba y aquellos calificados en 'Baa1' en la escala global, que en su conjunto representan más de 20% de los emisores fundamentales. Aunque existe una diferencia importante en la calidad crediticia de estos dos grupos de emisores, como lo reflejan sus calificaciones en la escala global, bajo el mapa anterior todos eran elegibles para recibir una calificación en escala nacional (NSR) de 'Aaa.mx'. Además, para aclarar el significado de las NSR, se eliminó la superposición --donde dos GSR podían corresponder a la misma NSR-- en el mapa de la Escala Nacional de México, así que ahora cada NSR corresponde únicamente a una sola GSR (con excepción de la 'Aaa.mx'). Como resultado de estos cambios, en algunos casos las GSR de 'B2' y más arriba corresponderán a NSR más bajas en la escala de México que lo que correspondían antes, las GSR de 'Caa1' y más abajo podrían corresponder a NSR más altas, mientras que las GSR de 'B3' pueden corresponder a mayores o menores NSR. A continuación una lista con algunas de las calificaciones afectadas:

**Reposicionamiento de calificaciones**

Emisor	Reposicionada a:	de:
Grupo Televisa	Aa1.mx	Aaa.mx
Industrias Peñoles	Aa3.mx	Aa2.mx
Grupo Bimbo	Aa2.mx	Aa1.mx
GAP	Aa1.mx	Aaa.mx
IENOVA	Aa1.mx	Aaa.mx
IDEAL	Aa3.mx	Aa2.mx
CFE	Aa1.mx	Aaa.mx
Autopista Amozoc-Perote	Aa3.mx	Aa2.mx
Autovía Mayab	Aa3.mx	Aa2.mx
Libramiento Matehuala	Aa1.mx	Aaa.mx
Arren. y Factor Banorte	Aa1.mx (Rev. a la baja)	Aaa.mx
Banco Interacciones	MX-1	MX-2
Banco Mercantil del Norte (Deuda Subordinada, BANORTE 08 / 08-2 / 09 / 12)	Aa2.mx (Rev. a la baja)	Aa1.mx
Volkswagen Bank	MX-1	MX-2
BNORTCB 07	Aa2.mx	Aa1.mx
BNTECB 07	Aa2.mx	Aa1.mx
CREYCB 06U	Caa1.mx	Caa2.mx

BRHCCB 07-2U	B3.mx	Caa1.mx
BRHCCB08U	Ba3.mx	B3.mx
BRHCCB 04U	Aa1.mx	Aaa.mx
BRHSCCB 05U	Caa1.mx	Caa2.mx
BRHSCCB 06	Aa1.mx	Aaa.mx
BRHSCCB 06-2	Aa2.mx	Aa1.mx
BRHSCCB 06U	Baa2.mx	Baa1.mx
BRHSCCB 07	Aa1.mx	Aaa.mx
HSBCCB 07	A3 / Aaa.mx	Baa1 / Aaa.mx
CDVITOT 14-2U	A3 / Aaa.mx	Baa3 / Aa2.mx
METROCB 04U	Baa2.mx	Baa1.mx
MFCB 05U	B3.mx	Caa1.mx
MXMACCB 05-2U	Caa1.mx	Caa2.mx
MXMACCB 05U	Ba1.mx	Baa3.mx
MXMACFW 07-3U	B3.mx	Caa1.mx
MXMACFW 07-5U	B3.mx	Caa1.mx

Fuente: Moody's de México

**Sistema Bancario Mexicano.** En agosto de 2016 Moody's cambió su perspectiva para el sistema bancario mexicano, a 'Negativa' de Estable, ante la expectativa que el riesgo de activos incrementará con la expansión de la cartera de crédito de los bancos, aun cuando el crecimiento económico permanece deprimido. En opinión de Moody's, la combinación de los bajos precios del petróleo, el incremento de las tasas de interés, la fuerte depreciación del peso y el crecimiento menor al esperado de Estados Unidos, que es el principal socio comercial de México, han afectado las expectativas de un mejor desempeño económico e inclinaron la balanza de riesgos y oportunidades para el sistema bancario al lado negativo. Moody's espera que la economía de México crezca alrededor de 2.5% este año y en 2017.

**Instituciones Financieras Mexicanas.** Standard & Poor's revisó la perspectiva a negativa de estable de las calificaciones de riesgo crediticio en escala global de largo plazo de 12 instituciones financieras mexicanas (vea la tabla de calificaciones), incluyendo seis bancos comerciales privados, cinco entidades relacionadas con el gobierno (ERGs), y la única cámara de compensación y liquidación en el mercado mexicano. Asimismo confirmó las calificaciones de riesgo crediticio de largo y corto plazo en escala global y nacional (CaVal). La perspectiva de las calificaciones en escala nacional se mantiene estable. Asimismo, ratificó las calificaciones de emisión que correspondan, en escala global y nacional. Las instituciones afectadas en escala global son las siguientes:

Entidad	A	De
Asigna, Compensación y Liquidación	A-/Negativa/A-2	A-/Estable/A-2
Banco Inbursa	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
Banco Mercantil del Norte	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
Banco Nacional de Comercio Exterior (moneda local y ext.)	A/Negativa/A-1 BBB+/Negativa/A-2	A/Estable/A-1 BBB+/Estable/A-2
Banco Nacional de México	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
Banobras	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
BBVA Bancomer	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
HSBC México	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2
Infonavit (escala local y extranjera)	A-/Negativa/A-2 BBB+/Negativa/A-2	A-/Estable/A-2 BBB+/Estable/A-2
IPAB (escala local y extranjera)	A/Negativa/A-1 BBB+/Negativa/A-2	A/Estable/A-1 BBB+/Estable/A-2
NAFIN (escala local y extranjera)	A/Negativa/A-1 BBB+/Negativa/A-2	A/Estable/A-1 BBB+/Estable/A-2
Scotiabank Inverlat	BBB+/Negativa/A-2	BBB+/Estable/A-2

Fuente: Standard and Poor's

## Avances en las reestructuras financieras

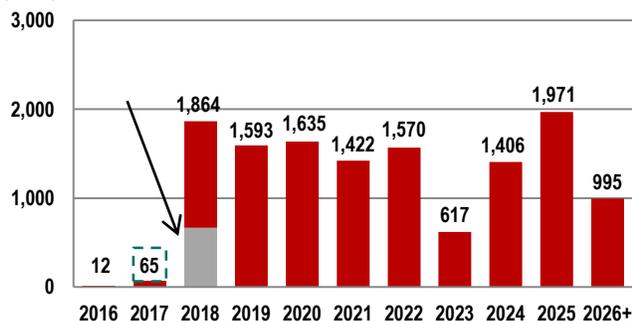
Durante 2016 destacamos la evolución y desempeño financiero de Cemex que ha logrado mejorar su posición financiera y su perfil de riesgo crediticio.

**Cemex ('B+ / mxBBB / mxA-2 / Positiva' por S&P y 'BB- / A(mex) / F2(mex) / Estable' por Fitch).** A lo largo del año (con información a diciembre de 2016), la empresa llevó a cabo desinversiones por cerca de \$1,000mdd en activos no productivos, esto es la mitad de lo previsto por Cemex, y espera que la otra mitad sea completado a principios de 2017. Adicionalmente, con los recursos obtenidos de sus desinversiones, y con la generación de flujo de efectivo libre y efectivo disponible, la empresa llevó a cabo la reducción de su deuda total más perpetuos en más de \$2,000mdd. Resultado de lo anterior, al último trimestre reportado, la empresa se acercó a una razón de apalancamiento de cerca de 4.25x. En nuestra opinión los avances de Cemex para alcanzar su grado de inversión (global) han sido constantes y no descartamos que logre la mejora de su calificación crediticia en el mediano plazo. Cabe mencionar que en los últimos trimestres la reducción de deuda ha sido más notable y se ha traducido en la consistente mejora de las métricas crediticias de Cemex, las cuales están por cumplir con los covenants establecidos en el Contrato de Crédito. Por tal motivo, esperamos que en la próxima revisión de calificación por parte de S&P y una vez que se conozcan los resultados del 4T16 así como los de todo el año, la agencia toma acciones positivas.

A continuación presentamos el perfil de vencimientos de Cemex con información al 3T16 y con la inclusión del prepago por \$373mdd correspondientes a la amortización de septiembre de 2017 bajo el Contrato de Crédito. Destacamos la evolución de sus principales métricas crediticias, de las cuales el indicador de apalancamiento se encuentra cerca de cumplir con el *covenant* de su Contrato de Crédito (4.25x en 2016), mientras que la cobertura de intereses ha logrado superar el nivel mínimo establecido (2.25x también al cierre de 2016). Cabe recordar que para el período que comienza después de diciembre de 2016 hasta septiembre de 2019, las obligaciones financieras para Cemex indican que las razones de apalancamiento y de cobertura de intereses se fijarán en un máximo de 4.25x y un mínimo de 2.25x, respectivamente.

**Perfil de vencimientos proforma – 3T16**

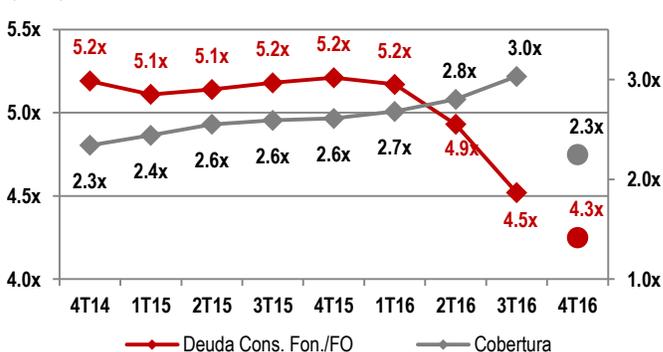
(\$mdd)



Fuente: Banorte-Ixe con reportes de Cemex al 3T16 y con el prepago de 2017.

**Apalancamiento y Cobertura**

(\$mdd)



Fuente: Banorte - Ixe con información de Cemex.

## Focos rojos

**Emisores con problemas.** A continuación destacamos los casos de emisores que terminaron 2016 en situaciones complicadas. Cabe señalar que la posición final de los siguientes casos aún queda pendiente para 2017.

**Abengoa México.** A lo largo del año la emisora se vio impactada por acontecimientos dados a conocer en España sobre el proceso de reestructuración financiera de su holding, Abengoa España. En primer lugar, en agosto de 2016 llegó a un acuerdo con sus acreedores sobre los términos y condiciones para la reestructuración de su deuda financiera y su recapitalización, el cual estaba sujeto a que alcanzara la aprobación del 75% de sus acreedores. Dicho acuerdo fue elevado a escritura pública y el 25 de octubre de 2016 la empresa anunció que había recibido el apoyo del 75% de los acreedores financieros a los que se dirigía. En consecuencia se solicitó la homologación judicial, la cual obliga a la totalidad de los acreedores a apegarse a dicho plan.

Por su parte, el 19 de diciembre de 2016 se dictó sentencia en la que se declaró procedente la solicitud de concurso mercantil involuntaria de Abengoa México iniciada por Banco Base. Dentro de la sentencia se resolvió, entre otros temas: (i) declarar abierta la etapa de conciliación por 185 días naturales; (ii) ordenar al Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (IFECOM), para que dentro del término de 5 días designe conciliador; (iii) señalar como fecha de retroacción del concurso el día 21 de marzo de 2016; (iv) ordenar al conciliador inicie el procedimiento de reconocimiento de créditos en los términos establecidos en la Ley de Concursos Mercantiles; (v) ordenar a Abengoa México suspender el pago de todos los adeudos contraídos con anterioridad a la fecha en la que surta efectos la sentencia de referencia, salvo por los que sean indispensables para la operación ordinaria, entre otros.

**Empresas ICA.** A principios de 2016 el Consejo de Administración de Empresas ICA informó que tomó la decisión de no realizar pagos de intereses de sus bonos con vencimiento en 2017, 2021 y 2024, con la finalidad de preservar la liquidez de la empresa y priorizar las operaciones vigentes además de fondear proyectos que se encuentran en fase de desarrollo. Aunado a lo anterior, la empresa dio a conocer que estaba explorando varias opciones que la ayudarán a manejar su deuda. Cabe recordar que en 2015 las agencias calificadoras empezaron a realizar revisiones (bajas y cambios de perspectiva) sobre las calificaciones de Empresas ICA debido a que notaban un desempeño operativo más débil al esperado, un menor ritmo de desapalancamiento que derivaba en indicadores crediticios más débiles, y un desafiante entorno de mercado. Adicionalmente, la posición financiera de la empresa empeoró con los retrasos en la ejecución de obra contratada y el efecto adverso de la depreciación del peso mexicano, deteriorando y comprometiendo la capacidad de pago de la empresa. En este sentido, desde diciembre de 2015 S&P degradó las calificaciones de la empresa a 'D' de 'CC / mxCC', y la calificación de emisión de las notas senior no garantizadas a 'D' de 'C'.

**Veracruz.** En agosto de 2016, Banco Invex (Fiduciario) informó de la activación de un evento preventivo sobre las emisiones VERACB 12 / 12-2

/12U derivado del incumplimiento de la obligación financiera del fideicomitente (el Estado), donde el monto de pasivo circulante del Estado al cierre del ejercicio fiscal correspondiente, no podrá ser superior al equivalente en pesos a 800 millones de Udis. En consecuencia, Fitch bajó la calificación del Estado y sus emisiones en dos ocasiones. El Estado de Veracruz bajó a 'BB- (mex)' desde 'BBB (mex)', las emisiones VRZCB 06 / 06U a 'A-(mex)vra' de 'AA(mex)vra', VRZCB 08 / 08U a 'BBB+(mex)vra' de 'A+(mex)vra', VERACB 12 / 12-2 / 12U a 'A+(mex)vra' de 'AA+(mex)vra'. De igual forma HR Ratings revisó a la baja las calificaciones de VERACB 12 / 12U / 12-2 / VRZCB 08 / 08U a 'HR AA (E)' de 'HR AA+ (E)' y VRZCB 06 y 06U a 'HR AA+ (E)' de 'HR AAA (E)'.

Por último, en Asamblea de tenedores de las emisiones VERACB 12 / 12-2 / 12U se autorizó otorgar una dispensa temporal al Fiduciario con motivo de la activación del Evento Preventivo por un periodo de 12 meses salvo que: (a) el Auditor emita el Reporte Anual del Auditor correspondiente al ejercicio del 2016, en cuyo caso la dispensa terminará en la fecha de emisión de tal reporte; (b) que se suspenda la cotización de los CBs en la BMV; o (c) que la asamblea de Tenedores que al efecto convoque el Representante Común en caso de que la calificación crediticia de cualquiera de las Emisiones otorgada por cualquiera de las dos Agencias Calificadoras de dichas Emisiones sea de "A", resuelva la terminación anticipada de la dispensa. Es importante señalar que la Prima por Dispensa a favor de los Tenedores que se calculará aplicando una tasa anual de 50pb por el número de días efectivamente transcurridos en cada Periodo sobre el saldo insoluto de los Certificados Bursátiles por el plazo señalado en el acuerdo.

### **Fusiones y Adquisiciones**

**En 2016 las compras continúan.** En el año varias empresas mexicanas recurrieron a la adquisición de otras compañías como medio de crecimiento y diversificación geográfica.

**Coca-Cola FEMSA.** En el transcurso de 2016 Coca-Cola FEMSA dio a conocer dos transacciones de adquisición. La primera se concretó en junio 2016 y fue en conjunto con The Coca-Cola Company. KOF llegó a un acuerdo con Unilever para adquirir AdeS por \$575mdd, sin un impacto relevante en su perfil financiero ni en calificaciones. La segunda transacción se dio a conocer en septiembre cuando KOF anunció que su subsidiaria brasileña, Spal Industria Brasileira de Bebidas, llegó a un acuerdo con los accionistas de Vonpar para adquirir el 100% de su compañía, uno de los embotelladores privados más grandes del sistema Coca-Cola en Brasil, en una transacción con un valor empresa de \$3,578 mdr. Esta transacción derivó en una baja en la calificación en escala internacional otorgada por Fitch a 'A-' desde 'A' resultado de un ritmo de desapalacamiento menor al esperado previamente. Asimismo, S&P revisó la perspectiva de su calificación de riesgo crediticio en escala global de largo plazo de Coca-Cola Fems (KOF) a 'Negativa' de Estable. La transacción se concretó el 6 de diciembre 2016.

**Arca Continental.** La empresa anunció la firma de una carta de intención con The Coca-Cola Company y el embotellador norteamericano Coca-Cola Bottling

Company UNITED (UNITED) para operar la franquicia de Coca-Cola en un importante territorio de los Estados Unidos. Como parte del alcance de la carta de intención, Arca Continental y The Coca-Cola Company formarán una nueva compañía, AC Bebidas, integrada por todos los negocios de bebidas de AC en América Latina y por los nuevos territorios en Estados Unidos. The Coca-Cola Company contribuirá con el territorio que abarca el estado de Texas y algunas partes de Oklahoma, Nuevo México y Arkansas, a cambio del 20% de la participación accionaria de la nueva empresa. Posteriormente, AC emitió un comunicado en que informó que es en el mejor interés de todas las partes involucradas que Arca Continental se enfoque en la transición de la región Suroeste de EE.UU. previamente acordada, mientras que UNITED a su vez dedique su total atención y recursos a la transición del mercado de Atlanta. Por lo tanto, UNITED no formará parte de la alianza para la región Suroeste.

**Crédito Real.** La empresa adquirió el 70% del capital social de Marevalley Corporation, una sociedad panameña tenedora de diversas entidades en Costa Rica, Nicaragua y Panamá que operan bajo la marca "Instacredit". Instacredit ofrece productos de crédito dirigido a segmentos de ingresos medios y bajos, cuyas necesidades de crédito no son atendidas adecuadamente por instituciones bancarias tradicionales. A septiembre de 2015 Instacredit tenía una cartera de crédito bruta de \$159mdd, diversificada en cuatro líneas de productos: créditos personales (46%), créditos de autos (36%), créditos PYMES (17%), y créditos hipotecarios (1%). La inversión realizada ascendió a \$70mdd. Resultado de esta transacción S&P colocó las calificaciones de Crédito Real 'mxA+' en su listado de CreditWatch Negativo, para posteriormente retirarlo y asignarle un perspectiva Negativa a la compañía. Por su parte, HR la colocó en revisión y dos meses después subió la calificación a 'HR AA-' desde 'HR A+' con perspectiva Estable.

**El Puerto de Liverpool.** El 11 de agosto de 2016 El Puerto de Liverpool llegó a un acuerdo definitivo con Wal-Mart de México para adquirir el 100% de Suburbia. Dicha operación incluyó (i) el 100% de las acciones de cuatro entidades legales, (ii) los derechos de propiedad intelectual de la marca Suburbia y sus marcas propias; (iii) 119 tiendas, de las cuales 7 son propias, 78 en arrendamientos de edificios y/o terrenos con terceros y 34 en arrendamiento de terreno y/o edificio con Walmex; (iv) la división de operación de tiendas, compras, planeación comercial, diseño de productos, mercadotecnia y procuramiento (CATMex); y (v) un centro de distribución arrendado a terceros. Bajo los términos del acuerdo, Liverpool adquirirá Suburbia por un monto de aproximadamente \$15,700mdp, que incluyen la asunción de deuda derivada de arrendamientos capitalizables por \$1,400mdp. Un monto adicional de \$3,300mdp será distribuido a los actuales accionistas de Suburbia a través del pago de dividendos y una reducción de capital, a ser pagados después del cierre de la operación. Por lo tanto el monto total de la operación será de \$19,000mdp.

Por su parte, S&P revisó la Perspectiva de Liverpool a 'Negativa' de Estable y confirmó las calificaciones de 'BBB+ / mxAAA / mxA-1', derivado del deterioro estimado en las métricas de apalancamiento una vez que se concrete la adquisición de Suburbia. La agencia destacó que Liverpool usará su efectivo disponible para fondear la mayor parte de la adquisición de la empresa chilena

Ripley Corp. y necesitará alrededor de \$19,000mdp de deuda adicional para fondar la adquisición de Suburbia, además de que enfrentará retos importantes con la transacción, que incluyen los riesgos de integración, gastos adicionales y el impacto negativo en la rentabilidad de la empresa en especial considerando que el margen EBITDA de Suburbia había disminuido en los últimos años. Por otro lado, Fitch Ratings ratificó las calificaciones de Liverpool en 'BBB+ / AAA(mex)' y revisó la Perspectiva de la calificación internacional a 'Estable' desde Positiva. La agencia no previó un alza de calificación en la escala internacional en los próximos 12 meses ya que consideró que el nivel de deuda se incrementará para fondar la adquisición de Suburbia y un porcentaje de Ripley Corp.; no obstante, consideró que los acuerdos son manejables para Liverpool.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer y Francisco José Flores Serrano 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**
**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454