

Calificación

OAXACA 11
Perspectiva

HR AAA (E)
Estable

Contactos

Mauricio Azoños

Analista de Finanzas Públicas
mauricio.azonos@hrratings.com

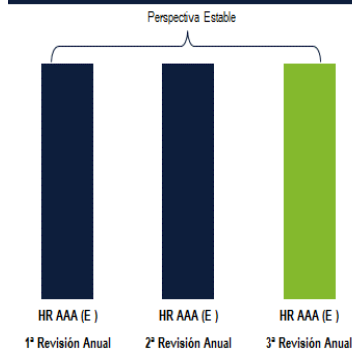
Roberto Ballinez

Director Ejecutivo de Finanzas Públicas/
Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas/Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia, 2012-2014



Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación crediticia, en escala local, que ratificó HR Ratings a los Certificados Bursátiles, con clave de pizarra OAXACA 11 es HR AAA (E), con Perspectiva Estable. Esta calificación considera que la estructura posee la más alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de sus obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene mínimo riesgo crediticio ante escenarios económicos y financieros adversos.

HR Ratings ratificó la calificación crediticia de HR AAA (E) con Perspectiva Estable de los Certificados Bursátiles (CEBURS) colocados por el Estado de Oaxaca (Oaxaca y/o el Estado) con clave de pizarra OAXACA 11, al amparo del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. F/1515, por un monto de P\$1,947.0m

La ratificación de la calificación es resultado del análisis de los flujos futuros de la emisión bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Conforme a ello, el estrés crítico arrojó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 93.1% vs. una TOE de 89.3% obtenida en la última revisión realizada por HR Ratings. El cálculo de la TOE supone únicamente el uso del fondo de reserva. Se consideró un ajuste extraordinario positivo debido a la existencia de una Garantía de Pago Oportuno (GPO) por un monto equivalente al 30.0% del saldo insoluto de la emisión. Esta GPO es parcial, incondicional, irrevocable y revolvente. Por lo tanto, el conjunto de estas variables de carácter cuantitativo y cualitativo tiene como resultado la calificación final de los títulos de deuda. En cuanto a la calificación quirografaria del Estado, la última revisión realizada el 11 de diciembre de 2013 ratificó la calificación de HR A y la colocó en Perspectiva Negativa. Al estar por arriba de HR BB+ y de acuerdo con nuestra metodología de calificación, ésta no tuvo efecto sobre la calificación final de los CEBURS.

La fuente de pago asignada a esta emisión es el 11.65% del Fondo General de Participaciones correspondiente al Estado (FGP). La TOE indica que los recursos del FGP podrían disminuir 93.1% respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico y serían suficientes para cumplir con las obligaciones de pago de la emisión. El cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva. La restricción es que el fondo de reserva se reconstituya posterior al periodo de estrés crítico. La fecha de vencimiento de la emisión sería en diciembre de 2026. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el trimestre de mayor debilidad sería octubre-diciembre de 2015, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) de 5.3x (veces) en el escenario de estrés cíclico. En este escenario se incorpora un estrés sobre el Ramo 28 nacional y estatal, el FGP estatal y la tasa de interés.

Algunos elementos considerados para la ratificación de la calificación crediticia fueron los siguientes:

- **El fondo de reserva de servicio de la deuda se constituyó al momento de la colocación, con los recursos de la propia emisión y cuenta con un saldo objetivo equivalente a lo que resulte mayor entre los siguientes dos trimestres consecutivos del servicio de la deuda de los CEBURS, más los siguientes seis meses de diferencial del swap (llamada de margen del swap de tasa de interés) o el 50.0% de los siguientes cuatro trimestres consecutivos del servicio de la deuda de los CEBURS (principal e intereses), más los siguientes doce meses de la llamada de margen.** Con base en información del fiduciario, el fondo de reserva a septiembre de 2014 registró un saldo de P\$106.1m.
- **La Emisión cuenta con una Garantía de Pago Oportuno parcial, incondicional, irrevocable y revolvente, por un monto equivalente al 30% del saldo insoluto de la Emisión.** Dicha garantía se ejercerá sólo en caso de falta de liquidez para el pago ordinario del servicio de la deuda de la emisión, incluyendo los costos ocasionados por el swap, y en caso de que se active un evento de vencimiento anticipado. La prelación de pago establece que los recursos de la GPO entrarían después del fondo de reserva. La garantía está contratada con Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, Institución de Banca de Desarrollo, S.N.C. (BANOBRAS), el cual tiene una calificación otorgada por otra agencia calificadora equivalente a HR AAA.
- **La estructura cuenta con dos contratos de intercambio de tasa de interés (Swaps) por un notional equivalente al 100.0% del saldo insoluto.** Ambos swaps, hasta el día de hoy, han resultado en costos para el fideicomiso, es decir, la TIIE28 siempre ha estado por debajo de las tasas fijas a las cuales se contrataron los swaps (5.85% y 8.95%). El vencimiento de los swaps es en abril de 2016. En ese momento el estado deberá contratar un solo swap o cap para todo el saldo insoluto de la operación.
- **Pago prima por protección contra la inflación.** El Fideicomiso pagó en marzo de 2014 una prima por protección contra la inflación por un monto de P\$14.7m, en comparación con un pago de servicio de la deuda de P\$42.0m. El pago de esta prima fue resultado de que la inflación medida a través del cambio porcentual en la UDI, fue mayor que la TIIE91, en promedio, 44 puntos base (pbs). En lo que va de 2014, únicamente en los meses de abril y mayo, la TIIE91 estuvo por arriba de la inflación y en nuestro escenario de estrés, de 2015 a 2026 la TIIE91 estaría por debajo de la inflación en 28 de 144 meses. Es importante mencionar que el pago de esta prima se encuentra subordinado al pago de capital e intereses.
- **Bajo nuestro escenario de estrés, en 2015 y 2016, se esperaría una razón de cobertura promedio trimestral de 6.0x y 5.9x, para 2017 sería de 6.2x.** Durante los próximos cinco años (2015 a 2019), la DSCR anual esperada promedio sería de 6.1x. La DSCR mínima anual esperada sería de 5.9x en 2016.
- **Consideraciones Extraordinarias de Ajuste.** La existencia de una GPO parcial, incondicional, irrevocable y revolvente por el 30% del saldo insoluto de la emisión representó una consideración de ajuste positiva para la calificación inicial de los CEBURS.

Principales factores considerados

Se realizó el seguimiento anual de la Emisión de CEBURS del Estado de OAXACA con clave de pizarra OAXACA 11, la revisión del desempeño operativo y financiero de la Emisión consideró los siguientes elementos.

- La TOE obtenida en la revisión anual del 2013 fue de 89.3%. En esta revisión, la TOE obtenida fue de 93.1%. La diferencia se debe a dos factores: i) la disminución de la proyección de intereses debido a la disminución en la tasa de referencia y ii) el incremento en el monto proyectado de participaciones (FGP) debido a las altas tasas de crecimiento observadas en el mismo en 2013 y 2014. En 2013 se observó una tasa de crecimiento de 12.9% nominal, mientras que de enero a septiembre de 2014 vs el mismo periodo de 2013, la tasa nominal de crecimiento fue de 15.1%.
- De acuerdo con información observada del fideicomiso, la DSCR promedio trimestral en los cupones de diciembre 2013 a septiembre 2014 fue de 8.1x. Mientras que, de acuerdo con las proyecciones realizadas en la revisión de 2013, se esperaba una DSCR trimestral promedio, en el mismo periodo y en escenario base, de 5.3x.
- La $TMAC_{2008-2013}$ del FGP de Estado fue de 6.4% en términos nominales. En escenario de estrés esperaríamos una $TMAC_{2014-2026}$ de 3.2%, mientras que en escenario base sería de 5.1%. La tasa de crecimiento nominal para 2015, en escenario de estrés sería de -12.18%, mientras que en 2016 sería de 3.31%.
- Como resultado de la disminución de la tasa de referencia (tasa objetivo) llevada a cabo el 6 de junio de 2014 por parte del Banco de México (Banxico), las proyecciones de HR Ratings para el valor de la TIIE91 se vieron disminuidas. En la revisión de 2013, la TIIE91 promedio en escenario de estrés, de 2015 a 2026, tenía un valor de 6.32%, mientras que en esta revisión, tiene un valor promedio de 5.28%. Lo anterior tuvo un impacto positivo en la proyección de pago de intereses.
- En lo que va de 2014, con cifras observadas a septiembre, Oaxaca ha recibido por FGP un monto equivalente a P\$9,997.9m, cantidad 6.5% superior a el Presupuesto de Egresos de la Federación.
- El hecho de que la fuente de pago provenga de recursos federales y además se encuentre aislada mediante la constitución del fideicomiso, brinda una mayor certidumbre en el cumplimiento de las obligaciones financieras. Sin embargo, no podemos dejar de lado el hecho de que la fuente de pago se encuentra correlacionada con la actividad económica de México.
- Entre las consideraciones extraordinarias evaluadas para la ratificación de la calificación se encuentran las siguientes:
 - La emisión cuenta con una Garantía de Pago Oportuno (GPO) equivalente al 30% del saldo insoluto. La GPO fue contratada con BANOBRAS y se utilizaría en caso de existir un problema de liquidez en el fideicomiso o si se activa un evento de vencimiento anticipado. La GPO es parcial, incondicional, irrevocable y revolvente. Esta última característica permite al fideicomiso utilizar recursos de la GPO y, una vez liquidado el monto utilizado, el fideicomiso vuelve a contar con la totalidad del 30.0% del saldo insoluto. La GPO sería la cuarta fuente de pago de

los títulos después de las participaciones asignadas, del fondo de reserva y de los posibles remanentes acumulados. La existencia de esta GPO fue considerada por el comité como una consideración extraordinaria positiva, la cual tiene como resultado la calificación final de la emisión;

- La calificación quirografaria del Estado de Oaxaca es HR A con Perspectiva Negativa. Debido a que esta calificación se encuentra por arriba de HR BB+ y de acuerdo con nuestra metodología de calificación, el comité de análisis decidió no considerarla para asignar la calificación final de la emisión.
- Se activaría un Evento Preventivo o Aceleración si: i) en cualquier fecha de determinación de la tasa de interés, la cobertura primaria trimestral es inferior a 1.1x i) si el emisor no contrata o renueva el o los CAPS o los contratos de intercambio de tasas, iii) si no se mantienen al menos 2 calificaciones soberanas del Estado otorgadas por alguna de las agencias calificadoras autorizadas por la CNBV y iv) si no se mantiene al menos una calificación sombra de la Emisión por una agencia calificadora de valores autorizada por la CNBV.

Características de la Estructura

El 16 de diciembre de 2011 se realizó la colocación de títulos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), donde el emisor fue el Estado Libre y Soberano de Oaxaca y el monto emitido fue de P\$1,947.0m. La fecha de vencimiento de los títulos sería el 1 de diciembre de 2026.

La fuente primaria de pago de las obligaciones de deuda es el 11.65% del FGP del Estado, el cual se encuentra afectado al Fideicomiso No. 1515, administrado por Deutsche Bank. Esta emisión es la única obligación inscrita en el fideicomiso, por lo cual, se encuentra asignado el 100% del patrimonio fideicomitado.

A partir de la fecha de emisión, los certificados bursátiles fiduciarios generan intereses sobre el saldo insoluto. Los intereses se pagan trimestralmente, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, sobre TIIE₉₁ más una sobretasa fija de 1.35%.

Las amortizaciones son trimestrales, consecutivas y crecientes, la tasa de crecimiento trimestral es variable y en promedio de 2.3%. Estas se realizan en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. El primer pago de cupón, se liquidó en marzo de 2012 y el último se liquidaría en diciembre de 2026.

La Emisión cuenta con una Garantía de Pago Oportuno (GPO) por el 30% del saldo insoluto de la emisión. Adicionalmente cuenta con dos swaps de tasa de interés por el total del saldo insoluto de la emisión a niveles de 5.85% y 8.95%, los cuales vencen en abril de 2016. Tanto la GPO como los swaps fueron contratados con Banobras, el cual tiene una calificación contraparte equivalente a HR AAA.

En cada fecha de determinación de la tasa de interés, los tenedores tendrán el derecho de cobrar una prima por protección contra la inflación, la cual se pagará siempre que la TIIE₉₁ sea menor a la inflación en el periodo y consiste en pagar el diferencial de tasas sobre el saldo insoluto con los remanentes existentes en el fideicomiso.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Oaxaca

Certificados Bursátiles
OAXACA 11

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
8 de diciembre de 2014

En caso de que el flujo de participaciones no sea suficiente para cumplir con el pago de las obligaciones de deuda, entonces el fideicomiso podría utilizar recursos del fondo de reserva. En caso de que el fondo de reserva también resulte insuficiente, se utilizarían remanentes acumulados; en caso de no existir, entonces el fiduciario notificaría a Banobras la necesidad de utilizar la GPO. Por último, si ninguno de estos recursos resulta suficiente para afrontar las obligaciones de pago, entonces el Estado estaría obligado a hacer aportaciones adicionales al fideicomiso.

Por último, como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia asignada, HR Ratings continuará dando un seguimiento al desempeño financiero del fideicomiso, así como al comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá modificar la presente calificación crediticia, o su perspectiva, en el futuro.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Oaxaca

Certificados Bursátiles
OAXACA 11

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
8 de diciembre de 2014

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General Adjunto

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballínez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval (Asociado) +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa/ ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Dirección de Atención a Inversionistas

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Metodología de Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	HR AAA (E), Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	27 de diciembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2008 a septiembre de 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, reportes del fiduciario y otras fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación Contraparte L.P. otorgada a BANOBRAS, S.N.C. por Fitch Ratings en mayo de 2014 Calificación Contraparte L.P. otorgada a BANOBRAS, S.N.C. por Standard & Poors en septiembre de 2014
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	Ya se incorporó dicho factor de riesgo

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes. Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. is registered with the United States Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) for this type of security. HR Ratings' recognition as an NRSRO is limited to government securities described in clause (v) of Section 3(a)(62)(A) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934. HR Ratings is also authorized by the National Banking and Securities Commission of Mexico (CNBV) as a credit rating agency.