

Calificación

OAXACA 13
Perspectiva

HR AAA (E)
Estable

Contactos

Mauricio Azoños

Analista de Finanzas Públicas
mauricio.azonos@hrratings.com

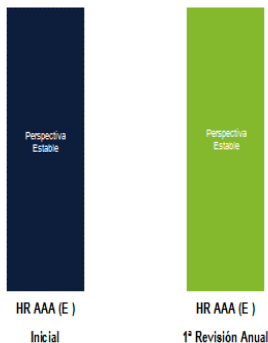
Roberto Ballínez

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, 2013-2014



Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación crediticia, en escala local, que ratificó HR Ratings a los Certificados Bursátiles, con clave de pizarra OAXACA 13 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 a los Certificados Bursátiles (CEBURS o la Emisión) colocados por el Estado de Oaxaca (Oaxaca y/o el Estado) con clave de pizarra OAXACA 13, al amparo del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. 1740, por un monto de P\$1,200.0m

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 100.0%, misma que fue obtenida en la calificación inicial (2013). El cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva para pagar gastos de mantenimiento de la Emisión en un solo mes del estrés crítico. Adicionalmente se evaluaron las características cualitativas de la estructura. 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 primaria de pago de la Emisión es el máximo entre el 12.77% del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) en el año de afectación o el 12.77% del FAFEF en el año en curso. La fuente secundaria de pago es el 0.77% del Fondo General de Participaciones correspondiente al Estado (FGP). De acuerdo con la regla de afectación del FAFEF, el monto de dicho fondo sería suficiente para cubrir el pago mensual de servicio de la deuda. Por lo tanto, el FGP podría disminuir 100.0% respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico, siendo necesario el uso del fondo de reserva de servicio de la deuda únicamente en el mes de febrero de 2016 para el pago de gastos de mantenimiento de la Emisión. La fecha de vencimiento de la Emisión sería en diciembre de 2028.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería noviembre de 2015, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) de 1.6x (veces) en el escenario de estrés cíclico. En este escenario se incorpora un estrés sobre el FAFEF, el Ramo 28 nacional y estatal y el FGP estatal.

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

- **La Ley de Coordinación Fiscal (LCF) establece que, en caso de obligaciones pagaderas en dos o más años, la afectación del FAFEF podrá ser lo que resulte mayor entre el 25.0% mensual del FAFEF en el año en curso o el 25.0% del FAFEF en el año de contratación (2013).** En el segundo caso, la TESOFE podría hacer una afectación mayor al 25.0% (hasta el 100%) del FAFEF presupuestado para el año en curso con el objetivo de alcanzar el 25.0% del monto de los recursos distribuidos en 2013. La regla de afectación en esta Emisión aplica sólo para el 12.77% del FAFEF.
- **El Fondo de Reserva 1 constituido con recursos líquidos es equivalente a 3.0x el servicio de la deuda.** En el cupón de octubre de 2014, este fondo tenía un saldo de P\$33.5m. **El Fondo de Reserva 2 está constituido por bonos cupón cero** de Banamex S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex, el cual tiene dos calificaciones en el mercado equivalentes a HR AAA. Estos bonos podrían ser liquidables antes del vencimiento para restituir el saldo objetivo del Fondo de Reserva 1. De acuerdo con reportes del Fideicomiso, este fondo contó con un saldo a octubre de 2014 de P\$141.8m y el valor nominal al vencimiento sería equivalente a P\$388.7m.
- **De acuerdo con la tabla de amortización y considerando que el pago de intereses es fijo, el servicio de la deuda mensual sería siempre equivalente a P\$11.2m.** Por otra parte, el "piso" establecido mediante la regla de afectación del FAFEF antes mencionada sería de P\$11.7m. Por lo tanto, en un escenario de estrés en el que el FGP disminuye 100%, el servicio de la deuda estaría garantizado en todo momento y el Fondo de Reserva 1 se utilizaría únicamente en un periodo para cubrir los gastos de la estructura.
- **En los primeros nueve cupones que pagó la emisión (febrero a octubre de 2014), la cobertura primaria promedio mensual fue de 1.9x.** Bajo nuestro escenario de estrés, en 2015 y 2016, se esperaría una razón de cobertura primaria promedio mensual de 1.6x y 1.8x respectivamente. Para 2017 sería de 1.9x. Durante los próximos cinco años (2015 a 2019), la DSCR anual esperada promedio sería de 1.9x. La DSCR mínima anual esperada sería de 1.6x en 2015.
- **Consideraciones Extraordinarias de Ajuste.** Una vez evaluadas las variables cualitativas de la estructura, se determinó que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, no existen Consideraciones Extraordinarias de Ajuste para esta calificación.

Principales factores considerados

Se realizó el seguimiento anual de la Emisión de CEBURS del Estado de OAXACA con clave de pizarra OAXACA 13, la revisión del desempeño operativo y financiero de la Emisión consideró los siguientes elementos.

- La TOE obtenida en la calificación inicial de 2013 fue de 100.0%, mientras que en esta primera revisión anual, la TOE obtenida es de 100.0%. El saldo insoluto de la Emisión a noviembre de 2014 fue de P\$1,177.6m.
- De acuerdo con el escenario base elaborado en la calificación inicial, la cobertura primaria promedio mensual esperada para los cupones de febrero a octubre de 2014 era de 1.6x, mientras que con datos observados del fideicomiso, la cobertura observada fue de 1.9x.
- La $TMAC_{2009-2014}$ del FAFEF del Estado fue de 10.0%, mientras que la del FGP en el periodo 2008-2013 fue de 6.4%. Ambas en términos nominales. En escenario de estrés esperaríamos una $TMAC_{2014-2028}$ para el FAFEF de 7.3%, mientras que para el FGP sería de 1.9%. En el primer año de estrés (2015), la tasa nominal de crecimiento para el FAFEF sería de 0.0%, mientras que la del FGP sería de -14.2%.
- En lo que va de 2014, con cifras observadas a septiembre, de acuerdo con información de la SHCP, el Estado de Oaxaca ha recibido por concepto de FGP un monto equivalente a P\$9,997.9m, cantidad 6.5% superior al Presupuesto de Egresos de la Federación.
- En lo que respecta al FAFEF, el Estado de Oaxaca recibiría durante 2014 un total de P\$1,206.3m. Lo anterior implica un crecimiento nominal de 2013 a 2014 de 9.3%. El monto presupuestado del FAFEF es igual al monto observado debido a que no se modifica en función de la Recaudación Federal Participable (RFP).
- El hecho de que las fuentes de pago provengan de recursos federales y además se encuentren aisladas mediante la constitución del fideicomiso, brinda una mayor certidumbre para el cumplimiento de las obligaciones financieras de los CEBURS. Sin embargo, es importante considerar que la fuente secundaria de pago se encuentra correlacionada con la actividad económica en México.
- Entre las consideraciones extraordinarias evaluadas para la ratificación de la calificación final del Emisión destacan las siguientes:
 - Si bien el FAFEF ofrece una fortaleza adicional a la estructura que otros fondos federales no tienen, esta sería la primera Emisión de certificados bursátiles con este recurso como fuente primaria de pago y, en términos relativos, el monto de las obligaciones adquiridas por entidades federativas y, respaldadas con el FAFEF, son menores a las obligaciones respaldadas con participaciones federales (Ramo 28). Por este motivo, HR Ratings reconoce la existencia de un riesgo político a la posible desaparición del FAFEF o alguna modificación en su fórmula de distribución. Ante esto, el fideicomiso y el título incorporan una cláusula que establece la sustitución del FAFEF, en un periodo no mayor a 90 días, por un activo de características similares. Si bien, esta calificadora no considera esto como la existencia formal de una fuente de pago sustituta, esto brinda mayor claridad para el tenedor del proceso de sustitución en caso de estrés.

- La calificación quirografaria vigente del Estado de Oaxaca es de HR A con Perspectiva Negativa. Por lo tanto, al estar por arriba de HR BB+ y de acuerdo con nuestra metodología de calificación, ésta no se consideró para la asignación de la calificación final del crédito.
- Un evento preventivo se activaría, si en cualquier fecha de pago, la Cobertura Primaria FAFEF¹ es inferior a 2.0x. Una vez presentado este evento preventivo, no se considerará corregido sino hasta que la Cobertura Primaria FAFEF haya superado el nivel referido. Esta métrica será calculada por el asesor financiero al cierre de cada semestre. De acuerdo con cifras observadas, esta cobertura ha estado por arriba de 2.0x.
- El Estado deberá mantener al menos tres calificaciones de la Emisión. En caso de que dos o más de estas calificaciones sean disminuidas en dos notches, se activaría un evento preventivo, y en caso de que 2 o más de estas calificaciones disminuyan 3 notches, se activaría un evento de aceleración.

Características de la Estructura

El 23 de diciembre de 2013 se realizó la Emisión de títulos de deuda del Estado de Oaxaca en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), a través del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No. 1740. El monto total emitido fue de P\$1,200.0m a una tasa fija de 9.0%. La fuente primaria de pago de los CEBURS es el FAFEF, mientras que la fuente secundaria de pago es el FGP.

Las amortizaciones son consecutivas, mensuales y crecientes a una tasa mensual de 0.75%. Los intereses se pagan mensualmente en la misma fecha de pago de capital. El monto mensual de servicio de la deuda es fijo e igual a P\$11.2m. El primer pago de cupón, se liquidó en febrero de 2014 y el último se liquidaría en diciembre de 2028.

La fuente primaria afectada para el pago equivale a 12.77% del FAFEF que le corresponde al Estado, mientras que la fuente secundaria afectada para el pago equivale al 0.77% del FGP correspondiente al Estado. La afectación del FAFEF se hará de acuerdo con lo establecido en el artículo 50 de la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), es decir, el monto máximo entre el 12.77% del año de afectación o el 12.77% del año en curso. El 100.0% del patrimonio fideicomitado será asignado al pago de las obligaciones financieras de la Emisión OAXACA 13.

En el fideicomiso existen dos fondos de reserva, ambos fueron constituidos con recursos de la Emisión. El Fondo de Reserva 1 tendrá un saldo equivalente a 3.0x el servicio mensual de la deuda, mientras que el Fondo de Reserva 2 se constituyó mediante la adquisición de bonos cupón cero de Banamex S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex, cuya calificación de mercado es equivalente a HR AAA. Estos bonos cupón cero serán liquidados 4 días antes de la fecha de vencimiento de la Emisión y amortizarían aproximadamente el 32.0% del monto emitido. En caso de existir un problema de liquidez en el Fideicomiso, ambos fondos podrán ser utilizados

¹ La definición de esta cobertura se encuentra en la sección de "Causas de eventos preventivos, causas de aceleración y de vencimiento anticipado"



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Oaxaca

Certificados Bursátiles OAXACA 13

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
9 de diciembre de 2014

para hacer frente a las obligaciones de pago, considerando que los bonos cupón cero deberán ser amortizados anticipadamente. Ambos fondos se reconstituirán con recursos del FAFEF y del FGP, en caso de ser utilizados.

De acuerdo con la operatividad del fideicomiso y la prelación de pagos del mismo, los pagos se harían utilizando los recursos que se mencionan a continuación, en estricto orden de prelación: i) los recursos fideicomitados del FAFEF, ii) los recursos fideicomitados del FGP, iii) los recursos acumulados en los dos fondos de remanentes, iv) los recursos existentes en el Fondo de Reserva 1, el cual se puede fondear, en caso de estrés, con el Fondo de Reserva 2 (bono cupón cero) y v) la obligación del Estado de hacer aportaciones adicionales al fideicomiso en caso de ser necesario;

Las fortalezas más importantes que ofrece la estructura son las siguientes: i) En caso de que la Cobertura Primaria FAFEF semestral sea menor a 2.0x, se activaría un evento preventivo y los fondos en las cuentas de remanentes no serían transferidos al Estado, por lo tanto, la liquidez del fideicomiso se vería fortalecida, ii) En caso de que el saldo del Fondo de Reserva 1 sea menor a 1/3 del saldo objetivo de este fondo, entonces el fiduciario tendría la capacidad de redimir los bonos cupón cero y fondear la cuenta del Fondo de Reserva 1 para que se alcance el saldo objetivo, iii) En caso de que un evento preventivo esté activo por más de 12 meses, los recursos acumulados en los fondos de remanentes se aplicarían como amortización anticipada, es decir, se activaría un evento de aceleración y iv) La afectación del FAFEF, de acuerdo con la LCF, establece un "piso" para los recursos afectados en el Fideicomiso. En esta operación, el piso de los recursos sería el 12.77% del FAFEF mensual que recibió el Estado en 2013.

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 13

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
9 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



Credit
Rating
Agency

Estado de Oaxaca

Certificados Bursátiles

OAXACA 13

HR AAA (E)

A NRSRO Rating*

Finanzas Públicas
9 de diciembre de 2014

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	26 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 octubre 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 Banamex, S.A. por Fitch Ratings AAA (mex) Calificación Contraparte L.P. otorgada a Banamex, S.A por Moody's (Aaa.mx) Calificación Contraparte L.P. otorgada a Banamex, S.A por Standard and Poor's (mxAAAA)
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.



Credit
Rating
Agency

Estado de Oaxaca

Certificados Bursátiles

OAXACA 13

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
9 de diciembre de 2014

A NRSRO Rating*

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.