

### Calificación

DOIXCB 15  
DOIXCB 15U

HR AAA (E)  
HR AAA (E)

Perspectiva

Estable

### Contactos

#### María de Urquijo

Asociada  
maria.deurquijo@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

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable a las emisiones de Certificados Bursátiles Fiduciarios (las Emisiones o los CEBURS Fiduciarios) con claves de pizarra DOIXCB 15 y DOIXCB 15U tras conocer las características finales.

Los CEBURS Fiduciarios fueron colocados el 21 de mayo de 2015 a través del Fideicomiso Emisor No. 2213 constituido en Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero. La ratificación de la calificación después de conocer las características finales se debe a que la estructura no sufrió cambios mayores a los considerados en el análisis realizado el pasado 30 de abril de 2015. Asimismo, la calificación se fundamenta en el nivel de estrés aplicado por HR Ratings a la fuente de pago de las emisiones, el cual considera que se aplica la deducción máxima establecida (12.0%) en el Contrato de Prestación de Servicios (CPS) al pago mensual por servicios, así como al hecho de que bajo dicho escenario DOIX no cuenta con la posibilidad de transferir las deducciones a los subcontratistas. Esto comparado con que históricamente las deducciones aplicadas al pago por servicios han sido en promedio de 1.08% y se han logrado transferir en su totalidad a los subcontratistas.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Fuente de pago constituida por el pago por servicios que DOIX recibe como contraprestación por la construcción, equipamiento y operación de un Centro Federal de Readaptación Social ubicado en el Estado de Oaxaca.** El pago por servicios depende directamente del presupuesto anual de la Federación, a través del órgano desconcentrado de la Secretaría de Gobernación, Prevención y Readaptación Social (PyRS).
- **Deducción máxima aplicable al pago mensual de referencia conforme al CPS de 12.0% hasta mayo de 2029.** A partir de esta fecha y hasta el vencimiento del CPS la deducción máxima podrá ser de 30.0%. El vencimiento de las Emisiones será en noviembre de 2028, por lo que la deducción máxima aplicable durante la vigencia de las mismas sólo podrá ser de hasta 12.0%.
- **Deducción promedio observada durante los primeros 20 meses de operación (mayo 2013 a diciembre 2014) de 1.08%.** Bajo un escenario base HR Ratings estima una deducción promedio de 1.40% durante la vida de las Emisiones, mientras que para el escenario de estrés se utilizó la deducción máxima de 12.0%. Derivado de lo anterior, los ingresos en términos reales proyectados por HR Ratings en el escenario de estrés serían 11.1% menores que los generados en el escenario base. Por otra parte, en el escenario de estrés el flujo disponible para el pago de los certificados DOIXCB 15 y DOIXCB 15U sería 16.2% y 18.0% menor, respectivamente, que en el escenario base.
- **Esquema de “contratos espejo”, el cual consiste en transferir las deducciones a los subcontratistas responsables de dichas fallas.** Históricamente las deducciones se han transferido en un 100% a los subcontratistas responsables. Nuestro escenario base supone una transferencia del 80% de las deducciones, mientras que para nuestro escenario de estrés hemos asumido que no existe transferencia alguna, siendo DOIX quien absorbe el 100% de las deducciones aplicadas.
- **Pago de principal semestral conforme a curvas de amortización obligatorias.** Los intereses de las Emisiones se cubrirán en las mismas fechas de pago de principal. El servicio de la deuda de ambas emisiones se realizará *pari-passu* y a pro-rata.
- **Cobertura primaria mínima de 1.10x para la emisión DOIXCB 15 y de 1.13x para DOIXCB 15U en el escenario base.** Esto significa que en cada periodo los ingresos asignados a cada serie son suficientes para cubrir el pago de intereses y principal correspondientes sin necesidad de recurrir a la Cuenta de Remanentes ni a las Reservas de Servicio de la Deuda de las Emisiones. En el escenario de estrés, por su parte, la cobertura primaria mínima sería de 0.91x para DOIXCB 15 y de 0.93x para DOIXCB 15U. Debido a ello, en este escenario se tendría que recurrir a las Reservas de Servicio de la Deuda de ambas Emisiones para poder cubrir la totalidad de las obligaciones. El escenario de estrés asume un entorno macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación.
- **Liberación de remanentes al Fideicomitente siempre y cuando la cobertura primaria sea mayor o igual a 1.10x.** En el escenario de estrés analizado por HR Ratings los remanentes liberados serían 60.7% menores en términos reales a los de un escenario base. Los recursos retenidos, por su parte, podrán ser utilizados para cubrir tanto gastos de operación y mantenimiento, como para el servicio de la deuda, en caso de que los flujos disponibles para ello resulten insuficientes.

### Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings

### Definición

La calificación de largo plazo que ratificó HR Ratings para las emisiones DOIXCB 15 y DOIXCB 15U es de HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que las emisiones se consideran de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantienen mínimo riesgo crediticio.

### Principales Factores Considerados

Las emisiones con claves de pizarra DOIXCB 15 y DOIXCB 15U se colocaron al amparo de un programa de CEBURS Fiduciarios cuyo monto total autorizado es de hasta P\$5,000.0m o su equivalente en UDIs. El monto total del programa se agotó mediante la emisión de dos series, la primera denominada en pesos (DOIXCB 15) por P\$1,867.5m y la segunda en UDIs (DOIXCB 15U) por 591.0m de UDIs, equivalentes a aproximadamente P\$3,132.5m. El plazo de las Emisiones es de 13.5 años, durante los cuales pagarán intereses y principal semestralmente, en los meses de mayo y noviembre. El principal de ambas series será amortizado conforme a una curva de amortización obligatoria establecida para cada emisión.

La Tabla 1 muestra el comparativo entre las características finales y las definidas en los documentos preliminares empleadas por HR Ratings para el análisis publicado el 30 de abril de 2015.

**Tabla 1. Comparativo entre análisis original y características finales**

	Análisis Original		Características Finales	
	DOIXCB 15	DOIXCB 15U	DOIXCB 15	DOIXCB 15U
Monto Emitido en Pesos	P\$1,500.0m	P\$3,500.0m	P\$1,867.5m	P\$3,132.5m
Monto Emitido en UDIs	N/A	659.9m	N/A	591.0m
Tasa de interés	8.80%	6.00%	8.24%	5.17%
Deducción en escenario base	1.4%		1.4%	
Deducción en escenario de estrés	12.0%		12.0%	

Fuente: HR Ratings con información de los Suplementos Definitivos y proyecciones propias

(1) Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés

Dentro de las mejoras crediticias introducidas a las Emisiones, se encuentran tres cuentas de reserva, dos de ellas para el pago del servicio de la deuda de las Emisiones y otra para los gastos de operación y mantenimiento. Cada Reserva de Servicio de la Deuda deberá mantener en todo momento un saldo equivalente al siguiente pago de principal e intereses correspondiente, mientras que la Reserva de Gastos de Operación y Mantenimiento contará con recursos suficientes para cubrir los siguientes tres meses de los gastos de operación y mantenimiento programados.

Una vez cubiertos todos los pagos establecidos en la prelación, los recursos remanentes podrán ser liberados al Fideicomitente siempre y cuando la cobertura primaria sea mayor o igual a 1.10x, no haya ocurrido ni continúe un evento de incumplimiento y todas las reservas se encuentren totalmente fondeadas. En el caso contrario, los remanentes serán retenidos en el Fideicomiso y podrán utilizarse para cubrir tanto gastos de operación y mantenimiento como servicio de la deuda en caso de que los recursos depositados en las cuentas respectivas no sean suficientes.

La fuente de pago de los certificados está constituida por los derechos de cobro derivados del Contrato de Prestación de Servicios (el CPS) celebrado entre DOIX y Prevención y Readaptación Social (PyRS). De acuerdo con dicho contrato, DOIX se comprometió a diseñar, financiar, construir, equipar y operar durante 22 años un Centro Federal de Readaptación Social (CFRS) ubicado en el Estado de Oaxaca. El pago

mensual que recibe DOIX como contraprestación por los servicios que está obligado a prestar a PyRS conforme al CPS (el “pago por servicios”) parte de la base de un pago anual, el cual en términos reales asciende a una cantidad de P\$1,051.5m a precios de marzo de 2011. Este pago anual se ajusta mensualmente para reflejar las variaciones por inflación.

PyRS puede aplicar deducciones al pago mensual de referencia si DOIX no cumple con las condiciones de operación y mantenimiento del CFRS establecidas en el CPS. Dichas deducciones, sin embargo, no podrán ser superiores a 12.0% durante los primeros 16 años (hasta mayo de 2029) y a 30.0% del año 17 de operación (a partir de junio de 2029) hasta la terminación del CPS, y no son acumulables.

Durante los primeros 20 meses de operación del CFRS (mayo de 2013 a diciembre de 2014), las deducciones aplicadas al pago mensual de referencia han sido en promedio de 1.08%. La deducción máxima ha sido de 2.80% en el mes de agosto de 2013, la cual se debió en gran parte a un problema con los sistemas de drenaje, que llevaron a que ciertas secciones del CFRS sufrieran inundaciones, y como consecuencia durante los meses de agosto, septiembre y octubre de 2013 las deducciones por este concepto fueron superiores al promedio. Sin embargo, a partir de enero de 2014 las deducciones se han reducido considerablemente, generando así una tendencia descendente en la deducción promedio acumulada, en línea con la curva de aprendizaje que se esperaría en la operación de este tipo de proyectos.

Además, DOIX cuenta con un esquema espejo (“back-to-back”) de contratos con sus subcontratistas, el cual consiste en transferir las deducciones a los subcontratistas responsables de las fallas. Históricamente DOIX ha logrado transferir el 100% de las deducciones aplicadas a los subcontratistas correspondientes.

Partiendo del pago mensual de referencia y de la historia de deducciones aplicadas a éste, hemos desarrollado para nuestro análisis dos escenarios diferentes, base y estrés. Debido a la naturaleza de la fuente de pago, la cual se actualiza mensualmente conforme al INPC, nuestro escenario de estrés está construido asumiendo un escenario macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación, con la finalidad de presionar lo más posible la generación de ingresos para el pago de las obligaciones por adquirir con los tenedores de los certificados.

En cuanto a las deducciones aplicadas al pago mensual de referencia, nuestro escenario base considera que durante toda la vida de las Emisiones la deducción aplicada al pago mensual de referencia será de 1.40% y la transferencia de las mismas hacia los proveedores sólo se realizará en un 80%. En el escenario de estrés, por su parte, hemos asumido el esquema de deducción máxima (12.0%) y que ésta no será transferible a los proveedores. Esto quiere decir que el escenario de estrés soporta una deducción 8.6 veces mayor que la supuesta en el escenario base y 11.1 veces mayor que el promedio histórico.

Los gastos estimados en nuestros escenarios están basados en la información proporcionada por el Fideicomitente conforme al presupuesto aprobado por el ingeniero independiente. Debido a la naturaleza de los servicios prestados por DOIX a PyRS bajo el CPS, no se espera que éstos presenten incrementos extraordinarios, sino que solamente se actualicen en enero de cada año conforme a la inflación presentada el año inmediato anterior. Lo anterior se traduce en una ventaja para DOIX, pues mientras sus ingresos presentan un crecimiento inflacionario mensual, sus egresos lo harán solamente una vez al año.

Bajo el escenario base propuesto, la cobertura primaria mínima es de 1.10x para la emisión DOIXCB 15 y 1.13x para DOIXCB 15U, por lo que en este caso no sería necesario utilizar en ningún momento las Reservas de Servicio de la Deuda para el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los certificados. En el escenario de estrés, por otro lado, los ingresos generados en términos reales serían 11.1% menores que los del escenario base, por lo que la cobertura primaria mínima bajaría a 0.91x para DOIXCB 15 y 0.93x para DOIXCB 15U, haciendo necesario el uso de las Reservas de Servicio de la Deuda durante los primeros siete años de vida de las Emisiones. Los remanentes liberados en este escenario serían 60.7% menores en términos reales que los liberados en el escenario base. La Tabla 1 muestra el comparativo entre el flujo de las Emisiones en los escenarios base y estrés en términos nominales.

<b>Tabla 2. Flujo de las Emisiones</b>		
	<b>Base</b>	<b>Estrés</b>
(+) Ingresos por Pago por Servicios	23,790.1	20,654.6
(-) Egresos	12,447.8	11,502.7
(-) Servicio de la Deuda	8,327.1	8,077.6
DOIXCB 15	3,060.0	2,995.8
DOIXCB 15U	5,267.1	5,081.9
(-) Actualización de Reservas	(439.0)	(285.1)
DOIXCB 15	(132.2)	(68.0)
DOIXCB 15U	(306.7)	(217.1)
(-) Actualización Reserva O&M	(111.1)	(114.6)
(-) Liberación a DOIX	3,565.3	1,473.9
<b>Entradas - Salidas</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias  
Información presentada en millones de pesos nominales

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable a las emisiones con clave de pizarra DOIXCB 15 y DOIXCB 15U.

## HR Ratings Alta Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Dirección General de Operaciones

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

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@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

Rafael Colado +52 55 1500 3817  
rafael.colado@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

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

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, 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 calificadora:

Metodología de Calificación para la Bursatilización de Flujos Futuros, agosto de 2008

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://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	30 de abril de 2015
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	mayo 2013 – marzo 2015
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Desarrolladora y Operadora de Infraestructura de Oaxaca, S.A.P.I. de C.V.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación en escala local equivalente a HR A para Royal & SunAlliance Seguros México, S.A. de C.V. otorgada por Standard and Poor's. Calificación en escala local equivalente a HR AAA para Seguros Atlas otorgada por Standard and Poor's.
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)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto ya está reflejado en la calificación asignada de HR AAA (E)

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).*

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](http://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 calificadora 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](http://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 US \$1,000 a US \$1,000,000 (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 US \$5,000 y US \$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).