

### Calificación

Estado de Chihuahua **HR A**  
Perspectiva **Estable**

### Contactos

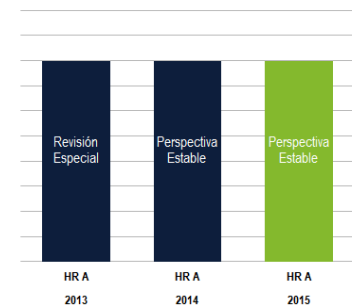
**Álvaro Rodríguez**  
Asociado de Finanzas Públicas  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

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

### Definición

La calificación que determina HR Ratings para el Estado de Chihuahua es HR A, lo que significa que el emisor con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio.

### Evolución de la Calificación Crediticia 2013 - 2015



Fuente: HR Ratings.

La actual administración está a cargo de Lic. César Horacio Duarte Jáquez por el Partido Revolucionario Institucional (PRI), terminando el periodo de su administración en el 2016.

## HR Ratings ratificó la calificación de HR A con Perspectiva Estable al Estado de Chihuahua.

La ratificación de la calificación y perspectiva se deben principalmente al adecuado comportamiento financiero del Estado en 2014, así como a las expectativas en los próximos años. En 2014 destacó el superávit observado en el Balance Primario del Estado, el cual fue equivalente al 2.0% de sus Ingresos Totales (IT), mientras que HR Ratings estimaba un déficit del 1.8% a IT. Lo anterior debido al crecimiento de los Ingresos Federales del Estado, así como la contención del Gasto Total. Asimismo, la Deuda Neta Ajustada representó el 85.4% de los ILD, mientras que el Servicio de Deuda a ILD fue de 9.3%. A pesar de la contratación de Financiamiento adicional en 2015 por P\$4,350.0m, lo cual se estima que en 2015 se refleje en un incremento de la Deuda Neta Ajustada a ILD a 94.2%, se espera que tanto el Servicio de la Deuda a ILD, como las Obligaciones Financieras sin Costo se mantengan en los próximos años en niveles promedio del 9.0% y 22.8%, respectivamente. Una de las fortalezas del Estado es la poca exposición a deuda quirografaria con la que cuenta, ya que al cierre de 2014 representó el 2.5% de su Deuda Total<sup>1</sup>. HR Ratings dará seguimiento al cumplimiento de las estimaciones, con el propósito de identificar cualquier desviación importante que pudiera verse reflejada sobre la calidad crediticia del Estado.

### Variables Relevantes: Estado de Chihuahua

(Cifras en Millones de Pesos Corrientes y Porcentajes)

Periodo	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Ingresos Totales (IT)	54,198.0	55,624.2	58,774.1	60,472.3	64,096.3
Ingresos de Libre Disposición (ILD)	27,806.4	24,624.0	26,431.1	26,837.6	28,329.6
Deuda Directa Ajustada*	23,133.7	22,956.6	26,288.1	25,725.5	28,196.1
Balance Financiero a IT	-4.4%	-1.5%	-8.1%	-5.9%	-5.3%
Balance Primario a IT	-1.7%	2.0%	-4.8%	-2.1%	-1.1%
Servicio de la Deuda	1,451.1	1,939.7	1,896.0	2,273.4	2,646.4
Deuda Neta Ajustada	20,256.1	21,039.1	24,893.2	25,586.0	28,147.0
Obligaciones Financieras sin Costo	7,467.0	5,712.1	5,712.1	6,712.1	6,212.1
Servicio a la Deuda* a ILD	5.2%	9.3%	9.3%	8.5%	9.3%
Deuda Neta Ajustada a ILD	72.8%	85.4%	94.2%	95.3%	99.4%
Obligaciones Financieras sin Costo a ILD	26.9%	23.2%	21.6%	25.0%	21.9%

Fuente: HR Ratings con cifras de la Cuenta Pública del Estado

p: Proyectado

\*La Deuda Neta Ajustada excluye la deuda respaldada por bono cupón cero, así como los Certificados Bursátiles del Programa Carretero. Esto último debido a que no cuentan con recurso del Estado.

Los principales factores que sustentan la calificación son:

- **Disminución del déficit en Balance Primario.** El Estado reportó en 2014 un superávit en su Balance Primario por P\$1,131.8m, lo que fue equivalente al 2.0% de los Ingresos Totales del periodo. Lo anterior contrastó con los déficits observados durante el periodo análisis. Sin embargo, se observó una disminución en los mismos desde el 2011. El resultado observado en 2014 se derivó principalmente del crecimiento en los Ingresos Federales del Estado en 14.8%, mientras que el Gasto Total reportó una disminución de 0.3%. En 2015 se estima un déficit equivalente al 4.8% de los IT, debido al nivel esperado de Obra Pública, No obstante se espera que en los próximos años disminuya a déficits en promedio del 1.6% a IT.
- **Comportamiento de la Deuda e Incremento Esperado.** La Deuda Neta Ajustada a ILD en 2014 fue por P\$22,956.6m, compuesta por 9 créditos bancarios estructurados a largo plazo por un saldo total de P\$19,610.8m, una Emisión Bursátil con recurso del Estado con saldo por P\$2,775.9m y Cadenas Productivas por P\$569.9m. Asimismo, en 2014 se contrató una Garantía de Pago Oportuno (GPO) con Banobras para los créditos que se encuentran en el fideicomiso F/0152, el cual tiene afectado el 56.98% del FGP del Estado. En 2015 se adquirió un financiamiento adicional por P\$3,000.0m con banco Inbursa, el cual tiene como fuente de pago los remanentes provenientes del fideicomiso 80672<sup>2</sup>. Asimismo, se espera la contratación de financiamiento adicional por P\$1,350.0m en 2015. Esta operación está considerada en las estimaciones de HR Ratings. Sin embargo, se le dará seguimiento a las condiciones finales de la misma. Asimismo, el Estado se encuentra en proceso de reestructurar los P\$3,000.0m adquiridos en octubre.
- **Deuda Neta y Servicio de la Deuda.** La Deuda Neta Ajustada a ILD en 2014 fue de 85.4% y se espera que incremente a 94.2% por la adquisición de Financiamiento adicional. Se espera que esta métrica se mantenga en los próximos años en 97.3%. Asimismo, el Servicio de la Deuda a ILD fue de 9.3% y se espera un nivel promedio en los próximos años del 9.0%.

<sup>1</sup> Se considera el saldo por Cadenas Productivas, el cual al cierre de 2014 fue de P\$569.9m, mientras que a junio de 2015 reportaron un saldo de P\$588.0m.

<sup>2</sup> Corresponde a los remanentes de la emisión de Certificados Bursátiles por hasta P\$14,800m, cuyos ingresos están constituidos por el cobro de 9 tramos carreteros del Estado de Chihuahua, de los cuales 4 tramos corresponden a 2 concesiones federales, y los 5 restantes son autopistas de jurisdicción estatal.

## Principales Factores Considerados

El Estado de Chihuahua se localiza en la parte central del norte del país. Colinda al norte con los estados de Nuevo México y Texas de los Estados Unidos de América; al este con los estados de Coahuila de Zaragoza y Durango; al sur con Durango y Sinaloa; al oeste con Sinaloa, Sonora y los Estados Unidos de América.

La ratificación de la calificación y perspectiva se deben principalmente al adecuado comportamiento financiero del Estado en 2014, así como a las expectativas en los próximos años. En 2014 destacó el superávit observado en el Balance Primario del Estado, el cual fue equivalente al 2.0%. Lo anterior contrastó con los déficits observados durante el periodo análisis. Sin embargo, se observó una disminución en los mismos desde el 2011, año en el que representó el 15.1% de los Ingresos Totales, mientras que el déficit en 2013 fue equivalente al 1.7% de los IT. El resultado observado en 2014 obedeció al crecimiento de los Ingresos Federales del Estado, lo cuales fueron 14.8% mayores en comparación con lo reportado en 2013. Asimismo, en 2014 se observó una ligera disminución en el Gasto Total en 0.3%.

HR Ratings estimaba un Balance Primario deficitario en 2014 equivalente al 1.8% de los Ingresos Totales del periodo. Sin embargo, el superávit observado se debió principalmente al crecimiento en los Ingresos Totales del Estado, lo cuales fueron 8.8% mayores a los esperados. Esto obedeció tanto al crecimiento de los Ingresos Federales como de los Ingresos Propios, los cuales fueron 7.7% y 13.1% mayores a los estimados.

A junio de 2015 los Ingresos Totales de Chihuahua son por P\$27,181.0m, compuestos por P\$6,161.7m de Ingresos Propios y P\$21,019.3m de Ingresos Federales. En lo anterior destacan los Ingresos Federales de gestión, los cuales a junio de 2015 son por P\$3,755.2m, superando lo reportado por este concepto a junio de 2014 en 2.2%. En cuanto a la recaudación propia, a esta fecha es 11.4% mayor a lo reportado a junio de 2014, debido a una mayor recaudación por Impuestos y el cobro de Derechos. Por otro lado, el Gasto Total a junio de 2015 es por P\$26,373.9m, de los cuales P\$25,363.5m son Gasto Corriente y P\$713.6m Gasto no Operativo. HR Ratings estima en 2015 un déficit equivalente al 4.8% de los IT, debido al nivel esperado de Obra Pública, No obstante, se espera que en los próximos años disminuya a déficits en promedio del 1.6% a IT.

Asimismo, la Deuda Neta Ajustada en 2014 fue por P\$22,956.6m, compuesta por 9 créditos bancarios estructurados a largo plazo por un saldo total de P\$19,610.8m, una Emisión Bursátil con recurso del Estado con saldo por P\$2,775.9m y Cadenas Productivas por P\$569.9m. Una de las fortalezas del Estado es la poca exposición a deuda quirografaria con la que cuenta, ya que al cierre de 2014 representó el 2.5% de su Deuda Total.

Cabe mencionar que en noviembre de 2014, el Estado de Chihuahua, Evercore Casa de Bolsa (Fiduciario) y Banobras (Garante) realizaron la firma del contrato de Garantía Parcial, Incondicional e Irrevocable con el fin de cubrir cualquier insuficiencia de pago a los acreedores de los créditos que cuentan con esta garantía, incluyendo intereses y montos de principal insolutos. El monto expuesto máximo es el 30.0% del saldo del principal insoluto al momento de activarse la garantía. El Monto Disponible es la diferencia entre el Monto Expuesto y la suma simple de todas las cantidades en pesos que hayan sido dispuestas al amparo de la presente garantía. Con la contratación de esta garantía a los financiamientos inscritos en el Fideicomiso F/0152, se obtuvo una

mejora en sus calificaciones crediticias y por lo tanto una disminución en la sobretasa para el cobro de intereses.

Por otra parte, en octubre de 2015 el Estado contrató un crédito bancario estructurado a largo plazo por un monto total de P\$3,000.0m, con un plazo a 15 años y periodo de gracia para el pago de capital hasta septiembre de 2017. La fuente de Pago de este financiamiento son los recursos provenientes del Fideicomiso 80672. Asimismo, el Estado se encuentra en proceso de reestructurar este financiamiento.

De acuerdo con la información proporcionada por el Estado, se está en proceso de contratar financiamiento adicional por P\$1,350.0m. Esta operación se estima realizar durante el presente ejercicio, por lo que HR Ratings le dará seguimiento a las condiciones finales de esta operación. Asimismo, se dará seguimiento al cumplimiento de las Obligaciones Financieras establecidas en el plan de ajuste, así como a cualquier desviación a las expectativas relacionadas al nivel de endeudamiento del Estado. Lo anterior con el propósito de identificar cualquier riesgo que pudiera afectar la calidad crediticia del Estado.

La Deuda Neta Ajustada de la Entidad representó al cierre de 2014 el 85.4% de los ILD. Esto fue mayor en comparación con lo observado en 2013 del 72.8%, debido a la disminución en los ILD del Estado. HR Ratings espera que en 2015 esta métrica incremente a 94.2%, debido principalmente a la contratación de financiamiento adicional. Asimismo, se espera que esta métrica se mantenga en un nivel promedio del 97.3% en los próximos años. Por otra parte, el Servicio de la Deuda como proporción de los Ingresos de Libre Disposición en 2014 pasó de 5.2% en 2013 a 9.3% en 2014. El incremento anterior se derivó principalmente al perfil de los créditos a largo plazo contratados durante 2013 y 2014. Asimismo, se considera el Servicio de Deuda Quirografario, el cual representó el 1.6% de los ILD. Lo anterior corresponde al saldo por Cadenas Productivas observado al cierre de 2013. En los próximos años se espera un SD promedio de 9.0%, debido principalmente a la disminución del pago de intereses. No obstante, HR Ratings dará seguimiento al cumplimiento de las expectativas con el objetivo principal de identificar cualquier desviación importante ante las estimaciones

En 2014 las Obligaciones Financieras sin Costo del Estado pasaron de P\$7,467.0m en 2013 a P\$5,712.1m, con lo cual pasaron de representar como proporción de los ILD de 26.9% en 2013 a 23.2% en 2014. Es importante resaltar que el nivel de estas obligaciones ha disminuido desde el 2011, cuando ascendían a P\$8,292.0m. En este ejercicio representaban el 52.1%. Asimismo, se descuenta del nivel de Pasivo Circulante reportado por el Estado, el saldo por Cadenas Productivas. HR Ratings estima que las OFsC como proporción de los ILD se mantengan en un nivel promedio similar al reportado al cierre de 2014.

En cuanto al sistema de Pensiones, de acuerdo con el último estudio actuarial<sup>3</sup>, el periodo de suficiencia se encuentra ya agotado, por lo que en 2015 las aportaciones extraordinarias serán por P\$1,620.3m, y se mantendrán en un nivel similar durante los próximos dos ejercicios. Si bien con la reforma realizada en 2013 se espera que comience a reducirse esta carga, las transferencias continuarán impactando el Gasto Corriente del Estado, por lo que HR Ratings seguirá monitoreando el comportamiento de estas transferencias y su efecto final en el Balance del Estado.

<sup>3</sup> Estudio con Estudio Actuarial realizado por la Consultora Valuaciones Actuariales, S.C. con fecha del 08 de junio de 2015 e información al 31 de diciembre de 2014.

ANEXOS

Balance Financiero del Estado de Chihuahua (Cifras en Millones de Pesos Corrientes)					
Estado de Ingresos y Egresos en millones de pesos nominales: Escenario Base					
	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>INGRESOS</b>					
<b>Ingresos Federales Brutos</b>	<b>38,146.8</b>	<b>43,794.2</b>	<b>46,082.9</b>	<b>47,419.1</b>	<b>50,422.4</b>
Participaciones (Ramo 28)	15,480.4	16,961.3	18,078.8	18,137.3	19,283.8
Aportaciones (Ramo 33)	15,600.8	16,657.5	17,607.1	18,658.3	19,773.6
Otros Ingresos Federales	7,065.6	10,175.4	10,397.0	10,623.4	11,365.0
<b>Ingresos Propios</b>	<b>16,051.2</b>	<b>11,830.0</b>	<b>12,691.2</b>	<b>13,053.3</b>	<b>13,673.9</b>
Impuestos	2,374.8	3,024.1	3,365.2	3,571.5	3,790.5
Derechos	3,321.6	3,636.4	4,043.7	4,084.1	4,368.0
Productos	491.5	302.9	307.2	311.5	316.0
Aprovechamientos	9,863.3	4,866.6	4,975.1	5,086.1	5,199.5
Otros Propios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Ingresos Totales</b>	<b>54,198.0</b>	<b>55,624.2</b>	<b>58,774.1</b>	<b>60,472.3</b>	<b>64,096.3</b>
<b>EGRESOS</b>					
<b>Gasto Corriente</b>	<b>47,758.0</b>	<b>52,341.1</b>	<b>57,495.8</b>	<b>60,566.8</b>	<b>63,842.0</b>
Servicios Personales	9,044.8	8,544.2	8,841.5	9,283.6	9,606.7
Materiales & Suministros	788.3	834.2	923.0	952.6	983.2
Servicios Generales	2,642.3	2,419.0	2,571.4	2,733.4	2,905.6
Servicio de la Deuda	1,451.1	1,939.7	1,896.0	2,273.4	2,646.4
Transferencias y Subsidios	23,125.2	28,506.3	32,212.1	33,726.1	35,311.2
Transferencias a Municipios	6,452.8	6,934.7	7,635.7	7,908.3	8,404.5
Otros Gastos Corrientes	4,253.5	3,163.0	3,416.0	3,689.3	3,984.5
<b>Gastos no-Operativos</b>	<b>8,630.1</b>	<b>3,446.5</b>	<b>5,378.3</b>	<b>2,816.4</b>	<b>2,990.1</b>
Bienes Muebles e Inmuebles	156.1	731.2	219.4	236.9	255.9
Obra Pública y Servicios Municipales	8,473.9	2,715.3	5,159.0	2,579.5	2,734.3
<b>Otros Gastos</b>	<b>201.0</b>	<b>644.5</b>	<b>644.5</b>	<b>644.5</b>	<b>644.5</b>
<b>Gasto Total</b>	<b>56,589.1</b>	<b>56,432.1</b>	<b>63,518.7</b>	<b>64,027.7</b>	<b>67,476.7</b>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-2,391.1</b>	<b>-807.9</b>	<b>-4,744.5</b>	<b>-3,555.4</b>	<b>-3,380.4</b>
<b>Balance Primario</b>	<b>-939.9</b>	<b>1,131.8</b>	<b>-2,848.5</b>	<b>-1,281.9</b>	<b>-734.0</b>
Bal. Financiero a Ingresos Totales	-4.4%	-1.5%	-8.1%	-5.9%	-5.3%
Bal. Primario a Ingresos Totales	-1.7%	2.0%	-4.8%	-2.1%	-1.1%
Servicio a la Deuda a Ingr. Libre Disp. Netos	5.2%	9.3%	9.3%	8.5%	9.3%

Fuente: HR Ratings con cifras de la Cuenta Pública del Estado

p: Proyectado

<b>Balance (Cuentas Seleccionadas) del Estado de Chihuahua (Cifras en Millones de Pesos Corrientes)</b>					
<b>Balance (Cuentas Seleccionadas)</b>					
	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Activos</b>					
Caja, Bancos, Inversiones (Total)	6,917.3	4,609.4	3,694.9	639.5	359.1
Caja, Bancos, Inversiones (No Restringido)	2,877.6	1,917.5	1,394.9	139.5	49.1
Caja, Bancos, Inversiones (Restringido)*	4,039.7	2,691.9	2,300.0	500.0	310.0
Efectivo en Fisos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Activos Circulantes</b>	<b>6,917.3</b>	<b>4,609.4</b>	<b>3,694.9</b>	<b>639.5</b>	<b>359.1</b>
<b>Obligaciones no Deuda</b>	<b>7,467.0</b>	<b>5,712.1</b>	<b>5,712.1</b>	<b>6,712.1</b>	<b>6,212.1</b>
Deuda Directa	27,390.7	27,213.6	30,545.1	29,982.5	32,453.1
Obligaciones Financieras sin Costo	7,467.0	5,712.1	5,712.1	6,712.1	6,212.1
Deuda Directa Ajustada	23,133.7	22,956.6	26,288.1	25,725.5	28,196.1
Deuda Neta	24,513.1	25,296.1	29,150.2	29,843.0	32,404.0
Deuda Neta Ajustada	20,256.1	21,039.1	24,893.2	25,586.0	28,147.0
<b>Deuda Neta Ajust. mas Oblig. Financieras sin C.</b>	<b>27,723.1</b>	<b>26,751.2</b>	<b>30,605.3</b>	<b>32,298.1</b>	<b>34,359.1</b>
Deuda Neta Ajustada a Ing. Libre Disp.	72.8%	85.4%	94.2%	95.3%	99.4%
Obligaciones Financieras sin Costo a ILD	26.9%	23.2%	21.6%	25.0%	21.9%

Fuente: HR Ratings con cifras de la Cuenta Pública del Estado

p: Proyectado

\*Se estimó el 12.0% del saldo en Efectivo y Equivalentes de Efectivo, debido a que el 88.0% restante se consideró como recursos etiquetados.

<b>Flujo de Efectivo del Estado de Chihuahua (Cifras en Millones de Pesos Corrientes)</b>					
<b>Flujo de Efectivo en millones de pesos: Escenario Base</b>					
	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Balance Financiero	-2,391.1	-807.9	-4,744.5	-3,555.4	-3,380.4
Movimiento en otras obligaciones sin afectar ElyE	991.3	-1,754.9	0.0	500.0	0.0
Amortizaciones no en el Bal. Fin.	0.0	-362.0	-569.9	0.0	0.0
Requerimientos (Saldo negativo) de CBI	0.0	-2,924.7	-5,314.4	-3,055.4	-3,380.4
Nuevas Disposiciones	6,501.9	569.9	4,400.0	0.0	3,100.0
Reservas de Disposiciones Nuevas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cambio en CBI	6,501.9	-2,354.8	-914.4	-3,055.4	-280.4
CBI inicial	446.5	6,917.3	4,609.4	3,694.9	639.5
CBI Final	6,917.3	4,609.4	3,694.9	639.5	359.1

Fuente: HR Ratings con cifras de la Cuenta Pública del Estado

p: Proyectado

<b>Deuda Total del Estado de Chihuahua, 2011 - junio 2015</b>					
<b>(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)</b>					
<b>CONCEPTO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Jun-15</b>
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	
<b>Deuda Consolidada= A+ B+ C+ D+ E</b>	<b>16,908.7</b>	<b>24,414.7</b>	<b>42,963.3</b>	<b>43,471.2</b>	<b>43,278.2</b>
<b>Deuda Directa= A+ B+ C</b>	<b>9,931.9</b>	<b>18,136.3</b>	<b>27,390.7</b>	<b>27,213.6</b>	<b>27,052.6</b>
<b>Deuda Directa Ajustada*= A+ C</b>	<b>8,618.8</b>	<b>15,019.3</b>	<b>23,133.7</b>	<b>22,956.6</b>	<b>22,795.6</b>
<b>(A) Deuda Bancaria</b>	<b>5,058.4</b>	<b>11,652.7</b>	<b>20,283.6</b>	<b>20,180.7</b>	<b>20,106.1</b>
<b>Bancaria Corto Plazo</b>	<b>0.0</b>	<b>1,649.0</b>	<b>362.0</b>	<b>569.9</b>	<b>588.0</b>
Interacciones	0.0	1,249.0	0.0	0.0	0.0
Cadenas Productivas	0.0	0.0	362.0	569.9	588.0
BBVA Bancomer	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Banorte	0.0	400.0	0.0	0.0	0.0
<b>Bancaria Largo Plazo</b>	<b>5,058.4</b>	<b>10,003.7</b>	<b>19,921.6</b>	<b>19,610.8</b>	<b>19,518.1</b>
BBVA Bancomer (\$2,350m)	1,781.1	1,781.1	0.0	0.0	0.0
BBVA Bancomer (\$2,130m)	2,117.3	2,117.3	0.0	0.0	0.0
BBVA Bancomer (\$1,716.1m) R F/0152	0.0	0.0	1,715.1	1,701.3	1,693.6
BBVA Bancomer (\$2,028.5m) R F/0152	0.0	0.0	2,027.2	2,011.0	2,001.9
BBVA Bancomer (\$1,380m) R F/0152	0.0	0.0	1,379.2	1,368.1	1,361.9
Inbursa (\$1,160m) F(80645)	1,160.0	1,105.4	1,048.1	992.4	987.6
Inbursa (\$5,000m PEAJE) F/80663	0.0	5,000.0	4,856.6	4,703.2	4,680.5
Interacciones (P\$1,000m) F/80666	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interacciones (\$4,500m) R F/0152	0.0	0.0	4,497.2	4,461.2	4,441.0
Multiva (\$3,000.0m) R F/0152	0.0	0.0	1,398.6	1,380.2	1,369.9
Banobras (\$3,000.0m) R F/0152	0.0	0.0	2,999.6	0.0	0.0
Banorte 2014 F/0152	0.0	0.0	0.0	1,993.9	1,986.2
Santander 2014 F/0152	0.0	0.0	0.0	999.4	995.5
<b>(B) Deuda respaldada por Bono Cupón Cero</b>	<b>1,313.0</b>	<b>3,117.1</b>	<b>4,257.0</b>	<b>4,257.0</b>	<b>4,257.0</b>
Banobras (\$1,400m Tramo I \$1,313.039m Tramo II \$86.96m)	1,313.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0
Banobras (\$1,200m)	0.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0
Banobras (\$665.4m)	0.0	517.1	637.0	637.0	637.0
Banobras (\$1,020.0m)	0.0	0.0	1,020.0	1,020.0	1,020.0
<b>(C) Certificados Bursátiles con Recurso</b>	<b>3,560.4</b>	<b>3,366.5</b>	<b>2,850.2</b>	<b>2,775.9</b>	<b>2,689.5</b>
Ramo 28 (F/80468)	571.7	436.3	0.0	0.0	0.0
Fideicomiso del ISN (F/80634)	2,988.8	2,930.3	2,850.2	2,775.9	2,689.5
<b>(D) Deuda Contingente</b>	<b>854.7</b>	<b>844.3</b>	<b>772.6</b>	<b>701.6</b>	<b>669.6</b>
Instituto de Vivienda Estatal	854.7	844.3	772.6	701.6	669.6
Pensiones Civiles del Estado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>(E) Certificados Bursátiles sin Recurso</b>	<b>6,122.1</b>	<b>5,434.0</b>	<b>14,800.0</b>	<b>15,556.1</b>	<b>15,556.1</b>
Programa Carretero (F/80229)	622.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Programa Carretero (F/80402)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Programa Carretero (F/80599)	5,500.0	5,434.0	0.0	0.0	0.0
Fideicomiso Carretero (F/80672)	0.0	0.0	14,800.0	15,556.1	15,556.1

Fuente: HR Ratings con cifras de la Cuenta Pública del Estado.

\* Deuda Directa Ajustada= Deuda Bancaria+ Certificados Bursátiles con Recurso del Estado. Excluye la Deuda respaldada por Bono Cupón Cero, así como los Certificados Bursátiles del Programa Carretero. Esto último debido a que no cuentan con recurso del Estado.

## Glosario

**Deuda Consolidada (DC).** La deuda consolidada estará conformada por las siguientes componentes:

Deuda Bancaria (Incluye la de largo y corto plazo)  
Deuda Bursátil (Incluye la de largo y corto plazo)  
Deuda respaldada por Bono Cupón Cero  
Deuda Contingente

**Deuda Bancaria (DB).** Se refiere a las obligaciones financieras de las Entidades sub-nacionales, ya sean de corto o de largo plazo, con Entidades privadas o de desarrollo.

**Deuda Bursátil (DBu).** Para efectos de nuestro análisis se identificará el saldo de esta obligaciones independientemente de que exista o no recurso en contra de la Entidad sub-nacional. En la parte del reporte y del análisis se identificará este aspecto.

**Deuda Respaldada por Bono Cupón Cero (DRBC).** Se refiere a los créditos adquiridos por las Entidades sub-nacionales con una institución bancaria bajo este esquema que incluye un solo pago de capital en su fecha de vencimiento. En términos generales, en este esquema la fecha de vencimiento del crédito bancario y del bono cupón cero (BCC) se coincidirá de tal manera que el valor de realización del BCC será igual a su valor nominal. Adicionalmente, el valor nominal multiplicado por el número de títulos respaldando el crédito será igual al monto del crédito.

En consecuencia, el monto del crédito por pagar por parte de la Entidad sub-nacional en su fecha de vencimiento será igual al valor neto ajustado de la DRBC. El valor neto ajustado sería la diferencia entre el monto del crédito y el valor nominal del BCC multiplicado por el número de títulos. Normalmente, este valor será cero. En estos casos, el servicio de la deuda asociado con la DRBC sería únicamente los pagos de interés periódicos

Algunas consideraciones en relación a este tema:

HR Ratings considera que este tipo de créditos constituyen obligaciones financieras directas por parte del sub-nacional. Esto es sin importar el criterio de registro en la Cuenta Pública (o fuera de ella) por parte de la Entidad sub-nacional, HR Ratings tomará dicho crédito como deuda, reflejándolo en los respectivos cuadros y anexos.

Otro factor importante es que por la naturaleza de esta obligación, el saldo no se vería modificado a lo largo de la vida del mismo. Situación que, sin hacer ajustes, incide de manera negativa en las métricas de deuda. HR Ratings mantendrá el saldo vigente en los cuadros de Deuda, identificando este fenómeno a través de una métrica de Deuda Directa Ajustada, como se describe abajo.

**Deuda Directa. (DD)** Se define a este Deuda como la Suma de las siguientes obligaciones financieras:

Deuda Bancaria + Deuda Bursátil + Deuda Respaldada por Bono Cupón Cero

**Deuda Directa Ajustada (DDA).** Se define como la suma de las siguientes obligaciones:

Deuda Bancaria + Deuda Bursátil

Esta métrica permite identificar las amortizaciones obligatorias de capital de la Entidad sub-nacional. El Servicio de la Deuda de los DRBC sería únicamente los pagos de interés más el valor neto ajustado (típicamente cero) de la DRBC, siendo este el impacto negativo por el manejo de DRBCs.

Algunas consideraciones con relación a este tema:

Esta Deuda Directa Ajustada será la que se utilice para realizar los cálculos de

Deuda Directa Ajustada/ILD  
Deuda Directa Ajustada Neta / ILD, entre otras.

**Servicio de Deuda.** Es la suma del costo financiero + la amortización de la Deuda Directa Ajustada durante cierto periodo.



## 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 Ballínez +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

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@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 Evaluación de Riesgo Quirografario de Estados Mexicanos (México), Julio de 2014

**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 A con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	9 de diciembre de 2014.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Cuenta Pública 2014, avance presupuestal a junio 2015, así como la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos 2015.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	n.a.
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)	n.a.

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 of 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 y/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 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).