

Calificación

CBE Yucatán
Perspectiva

HR AAA (E)
Estable

Contactos

Karina Garza
Analista
karina.garza@hrratings.com

Roberto Soto
Asociado
roberto.soto@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



Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación que determinó HR Ratings, después de realizar la revisión anual del desempeño del Crédito Bancario Estructurado, celebrado al amparo del Fideicomiso No. F/0002 entre el Estado de Yucatán y Banobras, es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, se considera la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda, manteniendo un mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el Crédito contratado por Yucatán con Banobras por un monto inicial de P\$1,300.0m.

La apertura del crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Yucatán (Yucatán y/o el Estado) con Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (El Banco y/o Banobras) por un monto inicial de P\$1,300.0 millones (m), de los cuales únicamente se dispusieron P\$650.0m, se realizó al amparo del Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/0002 (el Fideicomiso). El porcentaje afectado a favor del fideicomiso es el 20.9% de los recursos del Fondo General de Participaciones (FGP) que le corresponde al Estado. A su vez, el porcentaje asignado al pago del crédito es el 11.2% del ingreso mensual, presente y futuro, que por FGP del Ramo 28 le corresponde al Estado. La fecha de vencimiento es febrero de 2036.

La ratificación de la calificación a HR AAA (E) es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último análisis arrojó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 95.4% en comparación con la revisión de 2014 de 94.9%. El incremento de la TOE se debe, principalmente, al incremento en las participaciones del Estado. La calificación del Estado se encuentra en HR A+ con Perspectiva Estable y por estar por arriba de HR BB+, de acuerdo con nuestra metodología, esto no tuvo un efecto negativo en la calificación del crédito.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad es noviembre de 2017 con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 11.2x (veces) en el escenario de estrés cíclico. El escenario de estrés cíclico incorpora un estrés sobre el Ramo 28 nacional, estatal, el FGP estatal, así como la tasa de interés de referencia. El periodo de estrés crítico, correspondiente a ese mes, arrojó una TOE de 95.4%. Esto indica que los ingresos correspondientes al pago de este crédito podría caer 95.4% más en un periodo de trece meses respecto de los flujos sujetos a estrés y seguirían cumpliéndose las obligaciones de pago del crédito. El cálculo de la TOE supone el uso de las reservas de tal manera que se podría garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico, de acuerdo con nuestra metodología.

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

- **Bajo un escenario base se esperaría una DSCR primaria promedio mensual esperada de 16.5x en 2015.** Por otro lado, bajo un escenario de estrés de Estandarización (alta inflación y bajo crecimiento) se esperaría una DSCR de 15.2x para 2016 y 13.6x en 2017. El valor promedio anual de la DSCR esperada para los próximos cinco años (2016-2020) sería igual a 14.3x en un escenario de estrés. La DSCR mínima anual sería la pronosticada para 2018 con un valor de 13.5x.
- **El fondo de reserva, conforme a lo establecido en el contrato de crédito, deberá ser el saldo objetivo a lo equivalente a 3 meses el servicio de la deuda más alto no pagado más intereses ordinarios de acuerdo al saldo insoluto del crédito.** Hasta la fecha este fondo no ha sido utilizado y bajo el escenario de estrés cíclico tampoco se pronostica su uso durante la vida del crédito. El saldo de este fondo a septiembre de 2015 es P\$22.1m.
- **El pago de capital se hará a través de 258 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.0%.** El Estado realizó la primera y única disposición el 14 de octubre de 2011 por un monto de P\$650.0m, contó con un periodo de gracia para el pago de capital de 24 meses a partir de octubre de 2012, por lo que el primer pago de capital se realizó en octubre de 2014 y el último se realizaría en febrero de 2036. El saldo insoluto en septiembre de 2015 fue de P\$643.1m.
- **El pago de intereses se calculan sobre saldos insolutos con base en la TIIE₂₈ más un Componente Variable más una sobretasa determinada con la calificación crediticia del crédito.** El Componente Variable se encuentra determinado, principalmente, por el margen de préstamos de capital ordinario que aplica el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y que publica en su página de internet.
- **En el contrato de crédito se establecen ciertas obligaciones de hacer y no hacer que, en caso de no cumplirse podrían activar un evento de aceleración o vencimiento anticipado.** El Estado debe mantener para cada disposición con un esquema de tasa de interés variable, una cobertura de tasa CAP, con un precio de ejercicio no mayor a 9.0%. El Estado deberá ceder los derechos del CAP al Fideicomiso.
- **La Tasa media anual de crecimiento (TMAC) nominal del FGP del Estado de 2008 a 2014 fue de 6.1%.** En un escenario base, se esperaría que la TMAC₂₀₁₄₋₂₀₃₆ sea de 5.9%, mientras que en un escenario de estrés sería de 4.1%. Bajo los supuestos de un escenario de estrés cíclico, la tasa de crecimiento nominal del FGP del Estado en 2015 sería de 0.4% y de -3.3% en 2016.

Principales factores considerados

Monto de endeudamiento autorizado	P\$2,600.0m
Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar	Estado de Yucatán
Fiduciario	Evercore Casa de Bolsa, S.A. de C.V., División Fiduciaria
Fideicomisario en primer lugar	Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C.
Vehículo legal	Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F16002
Fuente de pago y garantía	20.9% del Total del Fondo General de Participaciones (FGP)
Crédito Banobras	P\$1,300.0m
Única Disposición	P\$650.0m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIE28 + componente variable + sobretasa*
Tasa de interés moratoria	1.5x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual
Amortización	Crecientes, mensuales, a tasa fija de 1.0% y con un periodo de gracia que venció en septiembre 2014
Plazo	Hasta 25 años
Fondo de reserva	Saldo equivalente a 3 meses del servicio de la deuda más alto no pagado más intereses ordinarios de acuerdo al saldo insoluto del crédito
Porcentaje asignado	11.2% del FGP
Cobertura de tasa	CAP sobre TIE28 a un nivel de 9.0% durante los primeros 5 años. La contraparte es Banamex
Destino	Obra pública
Fecha de Vencimiento	Febrero de 2036

*La sobretasa se determina con la calificación crediticia de la estructura.
Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

Como parte del proceso de seguimiento anual de la calificación crediticia del crédito contratado por el Estado de Yucatán con Banobras, HR Ratings llevó a cabo la revisión del desempeño financiero y operativo del crédito y del fideicomiso considerando los siguientes elementos:

- De acuerdo con nuestro análisis, en el periodo de estrés crítico, se obtuvo una TOE de 95.4% lo que significa que los ingresos afectados al fideicomiso podrían disminuir en 95.4%, en un periodo de trece meses, adicional respecto al escenario de estrés cíclico y serían capaces de cumplir con las obligaciones de pago del Crédito. La TOE en la revisión anterior fue de 94.9%.
- El monto total contratado por el Estado en 2011 fue de P\$1,300.0m de los cuales, el Estado únicamente dispuso de P\$650.0m. El periodo de disposición, según el contrato de crédito, no podía exceder del 9 de septiembre de 2014 y con información proporcionada por el Estado, éste no dispuso del monto faltante. Por lo tanto, únicamente se consideró el monto dispuesto de P\$650.0m en nuestro análisis.
- El análisis se realizó dentro de un escenario macroeconómico de Estancamiento (alta inflación y bajo crecimiento). En este escenario se considera que el valor promedio de la TIE₂₈ durante el plazo del crédito es de 5.1% (vs 4.5% en un escenario base) y que la TMAC₂₀₁₄₋₂₀₃₆ del INPC es de 3.6% (vs 3.3% en un escenario base).
- La estructura cuenta con un CAP para la cobertura de tasa de interés en un nivel no mayor de 9.0%, por un periodo de 5 años a partir del 14 de octubre de 2011 y con vencimiento el 28 de octubre de 2016. El Estado deberá ceder los derechos del CAP al Fideicomiso. La contraparte es Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex). La calificación de Banamex otorgada por otra agencia calificadoras es equivalente a HR AAA, en escala local.
- En 2013 la tasa de crecimiento nominal del FGP del Estado de Yucatán fue de 9.4%, mientras que en 2014 fue de 10.7%. Considerando diez meses observados y con base en estimaciones de HR Ratings, en 2015 se esperaría que la tasa de crecimiento del FGP estatal fuera de 0.4%. En un escenario de estrés la TMAC₂₀₁₄₋₂₀₃₆ nominal esperada sería de 4.1%, mientras que en escenario base sería de 5.9%.
- Dado que la fuente de pago proviene de ingresos federales existiría, en principio, mayor certidumbre en la generación del flujo que sirve para pagar la deuda contraída por el Estado. Sin embargo, es importante mencionar que dicha fuente de pago está relacionada con la actividad económica en México.
- Ni el fideicomiso, ni los términos y condiciones de pago del crédito contratado por el Estado con el Banco, podrán modificarse sin el previo consentimiento del fideicomisario en primer lugar y el fiduciario.
- Entre las consideraciones extraordinarias analizadas por HR Ratings, las cuales no tuvieron efecto en la calificación del crédito, se encuentran las siguientes:
 - El Estado deberá mantener dos calificaciones del crédito en un nivel mínimo de HR BBB- o su equivalente en escala local. En caso de que el Estado deje de tener al menos una calificación en ese nivel, dispondrá de un periodo de cura de

hasta 12 meses, para obtener nuevamente el nivel requerido. Si en ese periodo no se alcanza la calificación objetivo, el Banco podría activar un evento de aceleración y/o de vencimiento anticipado. Esta obligación no fue considerada como un factor de ajuste en la calificación, ya que el crédito cumple con las calificaciones mínimas solicitadas.

- o La calificación crediticia vigente quirografaria asignada, por HR Ratings, al Estado de Yucatán es HR A+ con Perspectiva Estable. De acuerdo con nuestra metodología de calificación, debido a que se encuentra por arriba de HR BB+, esto no represento un ajuste negativo en la calificación del crédito.

Características de la Estructura

El 9 de septiembre de 2009, Banobras firmó con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el contrato de préstamo No.2053/CO-ME, Primer Programa de Crédito Subnacional para Infraestructura Pública, Servicios Públicos y Fortalecimiento Institucional, Convenio de Línea de Crédito condicional para la inversión. Mientras que, el 23 de octubre de 2009, el Estado de Yucatán y Banobras celebraron la firma del contrato de apertura de crédito simple por la cantidad de P\$1,300.0m. Esto derivado de la autorización establecida en el Decreto No. 346, que el Congreso del Estado Libre y Soberano de Yucatán aprobó y publicó en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Yucatán, el 15 de diciembre de 2010.

Al día de hoy, el Estado ha firmado 3 convenios modificatorios al contrato del fideicomiso. El primero se firmó con fecha 3 de noviembre de 2009, el segundo convenio modificatorio se tramitó el 17 de diciembre de 2009, y el tercer convenio modificatorio en 12 agosto de 2011, cada uno de los convenios modificatorios, cuyo objetivo consistió en modificar el porcentaje asignado de las participaciones fideicomitidas.

El monto originalmente contratado fue de P\$1,300.0m de los cuales el Estado únicamente dispuso de P\$650.0m en 2011. A la fecha de la primera disposición el Estado, según se estipula en el contrato de crédito, contaba con 18 meses para disponer del monto restante. En caso de que el Banco así lo considerara podía prorrogar el plazo de 18 meses para la disposición del mismo, lo anterior, en el entendido que dicho plazo no podía exceder del 9 de septiembre de 2014. Se tuvo un periodo de gracia para el pago de capital de dos años, por lo que el primer pago de capital fue en octubre de 2014 y el último sería en febrero de 2036.

La estructura involucra a las siguientes partes: i) El Estado de Yucatán como fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar, ii) Evercore Casa de Bolsa, S.A. de C.V., División fiduciaria, como Fiduciario y iii) Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca y Desarrollo como fideicomisario en primer lugar.

El pago de intereses se calcula sobre saldos insolutos con base en la TIIE₂₈. El Componente Variable es aquel determinado, principalmente, por el margen de préstamos de capital ordinario que aplica el BID y que publica en su página de internet, más una sobretasa que depende de la calificación de la estructura. La tasa de interés moratoria será la que resulte de multiplicar por 1.5x la tasa de interés ordinaria.

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



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Yucatán

HR AAA (E)

Crédito Bancario Estructurado
Banobras-BID (P\$1,300.0m, 2011)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2015

comportamiento de la fuente de pago. Con base a lo anterior, HR Ratings podrá ratificar o modificar la presente calificación, o su perspectiva, en el futuro.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Yucatán

Crédito Bancario Estructurado
Banobras-BID (P\$1,300.0m, 2011)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
27 de noviembre de 2015

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

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 calificadoradora:

Metodología de Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Municipios, 14 de febrero 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	28 de noviembre de 2014
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2008 a septiembre de 2015
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, reportes del fiduciario y 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 por Moody'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)	N.A.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora 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 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 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).