

Calificación

CBE Oaxaca HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



HR AAA (E)
2020

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Oaxaca con Banobras por un monto de hasta P\$362.9m

La asignación de calificación al crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Oaxaca¹ con Banobras² por un monto inicial de hasta P\$362.9 millones (m) es resultado del análisis de los flujos futuros asignados a la estructura como fuente de pago y estimados por HR Ratings bajo un escenario base y un escenario de estrés. Este último determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)³ de 85.3%. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos durante la vigencia del crédito, se estimó el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería en noviembre 2022 con una DSCR⁴ primaria de 1.4 veces (x).

Variables Relevantes: CBE Estado de Oaxaca con Banobras P\$362.9m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 85.3%	2018	2019	TMAC ² 2015-2019	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2020	2035	TMAC ²⁰¹⁹⁻²⁰³⁵	2020	2035	TMAC ²⁰¹⁹⁻²⁰³⁵
Saldo Insoluto				2,014.7	4,472.7	4.9%	2,014.7	3,867.3	4.0%
FAFEF Estado de Oaxaca	1,731.2	2,070.6	13.6%						
TIE ₂₈ ³	8.6%	7.6%		5.8%	6.3%		5.8%	7.8%	
DSCR Primaria ⁴				Min 1.6x	Prom 2.1x	Max 2.9x	Min 1.4x	Prom 1.8x	Max 2.5x

Nota: 1) Escenario de Estancamiento, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 3) La TIE₂₈ presentada considera el valor al cierre de año y 4) Las proyecciones consideran el promedio en cada año calendario de las DSCRs mensuales durante el plazo restante de la estructura.

Fuente: HR Ratings con base en información pública y estimaciones propias.

Contactos

Roberto Soto
Director de Finanzas Públicas /
Infraestructura
roberto.soto@hrratings.com

María José Guillén
Analista de Finanzas Públicas
mariajose.guillen@hrratings.com

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

Desempeño Histórico

- **El Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) del Estado de Oaxaca tuvo un crecimiento nominal anual de 19.6% en 2019.** El monto nominal que recibió el Estado por dicho concepto fue de P\$2,070.6m. De 2015 a 2019, el FAFEF correspondiente al Estado ha tenido una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 13.6%, cifra superior a la observada en el FAFEF nacional con un valor nominal de 9.2% durante dicho periodo. Lo anterior como resultado de un incremento paulatino en el coeficiente de distribución, el cual se representa por medio de una función inversa del PIB per cápita estatal con respecto al PIB per cápita nacional.

Expectativas para Periodos Futuros

- **En 2020, el FAFEF del Estado de Oaxaca tendría un decremento nominal de 2.7% con respecto a la cifra observada en 2019.** Esto representaría que, en este año, el Estado de Oaxaca reciba un total de P\$2,014.7m. Lo anterior con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación. La TMAC²⁰¹⁹⁻²⁰³⁵ en un escenario base sería de 4.9%, mientras que en un escenario de estrés sería de 4.0%.
- **La DSCR primaria esperada para 2020 sería de 1.8x.** La cobertura promedio del servicio de la deuda para los próximos cinco años (2021-2025) sería de 1.7x bajo un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se esperaría una cobertura primaria promedio de 1.4x durante el mismo periodo.

¹ Estado de Oaxaca (el Estado y/o el Acreditado).

² Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras y/o el Banco).

³ Es el máximo nivel de estrés posible que la fuente de pago asignada a la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico), sin caer en incumplimiento de pago. Es consistente con la condición de que los flujos asignados al pago del crédito sean capaces de reconstituir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico.

⁴ DSCR (Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés).

- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con altos niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la $TMAC_{2019-2035}$ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 4.0% (vs. 3.4% en un escenario base). Por otro lado, el promedio esperado de la $TIIE_{28}$ durante el periodo de 2020 a 2035 sería de 7.6% bajo un escenario de estrés, mientras que en un escenario base tendría un valor promedio de 6.1%.

Factores adicionales considerados

- **Afectación del FAFEF.** De acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), en el artículo 50 se establece que las entidades federativas no podrán afectar más del 25% de los recursos de FAFEF que anualmente les corresponden. El 25% del FAFEF corresponde al monto máximo entre el 25% del FAFEF del Estado del año en curso y el 25% del FAFEF del año de contratación del crédito (2020). El crédito tiene asignado como fuente de pago el 2.7% del FAFEF del Estado.
- **Contrato de Crédito.** El 07 de febrero de 2020, el Estado y Banobras celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$362.9m a un plazo de hasta 15 años. La disposición del crédito se esperaría que se empiece a realizar en junio de 2020. El pago de capital se realizaría mediante 180 amortización mensuales, consecutivas y crecientes que resulten bajo un método de pagos fijos, según se establezca en la tabla de amortización que se fije en la fecha de disposición del crédito. Por otra parte, el pago de intereses se calcularía sobre saldos insolutos a una tasa que resulte de sumar la $TIIE_{28}$ más una sobretasa que estará en función de la calificación de mayor riesgo del crédito.
- **Fondo de Reserva.** El Estado deberá constituir y mantener un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.5x el servicio de la deuda del mes en curso.
- **Obligaciones de hacer y no hacer.** El Estado tiene la obligación de mantener durante la vigencia del crédito, al menos, dos calificaciones para el crédito en un nivel mínimo equivalente a HR BBB- (E). En caso de no cumplir con lo anterior y que dicho evento subsista durante un periodo de 30 días naturales, el Banco podría activar un evento de aceleración parcial.
- **Dictamen Legal.** Se solicitó una opinión legal a un despacho jurídico externo e independiente para evaluar la fortaleza del Fideicomiso No. F/2004588⁵ en cuanto a su capacidad para cumplir sus funciones, así como la legalidad del financiamiento y su fuente de pago, la cual resultó satisfactoria.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado es HR A-con Perspectiva Estable. Esta última acción de la calificación realizada por HR Ratings fue el 27 de septiembre de 2019.

Factores que podrían modificar la calificación

- **Variación en la DSCR primaria.** En caso de que la cobertura promedio del servicio de la deuda durante los meses de junio 2020 a mayo de 2021, llegará a un nivel promedio de 1.2x o inferior, este podría ocasionar una baja en la calificación del crédito. Actualmente, esperamos que, durante dicho periodo, en un escenario base, la DSCR primaria tenga un nivel promedio de 1.7x.

⁵ Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/2004588 celebrado con Banco Santander de México, S.A., Instituto de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México, en calidad de fiduciario (el Fideicomiso).

Análisis de Escenarios

Nuestro análisis financiero se realizó considerando un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas, siendo el escenario con altas tasas de inflación y bajo crecimiento económico el que presentó la menor cobertura del servicio de la deuda. La Tabla 1 muestra los supuestos sobre algunas variables utilizadas para el análisis de los escenarios, base y de estrés.

Tabla 1. Escenarios

	Observado ₂₀₁₅₋₂₀₁₉	Esc. Base	Esc. de Estrés
FAFEF Estado de Oaxaca (TMAC ₂₀₁₉₋₂₀₃₅)	13.6%	4.9%	4.0%
INPC (TMAC ₂₀₁₉₋₂₀₃₅)	4.4%	3.4%	4.0%
TIE ₂₈ (Promedio ₂₀₂₀₋₂₀₃₅)	6.7%	6.1%	7.6%

Fuente: HR Ratings con base en información pública y estimaciones propias.

Proyecciones del Desempeño de la Estructura

En esta sección observaremos el comportamiento de mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito contratado por el Estado con Banobras, así como la capacidad de pago de la estructura y el comportamiento de las coberturas durante la vigencia del crédito. La Tabla 2 muestra el desempeño financiero esperado del Fideicomiso. Las cifras para 2021 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico de estrés. La fuente de pago del crédito es equivalente al monto máximo entre el 2.7% del FAFEf del Estado del año de contratación (2020) y el 2.7% del FAFEf del Estado del año en curso.

Tabla 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. F/2004588: Banobras P\$362.9m (Escenario de Estrés: Estancamiento)

Año	FAFEF que recibe el Estado de Oaxaca	Fuente de Pago: 2.7% del FAFEf del Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses Ordinarios ¹	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de reserva en meses de pago (promedio Anual)	Recursos Transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo insoluto
2020	\$1,175.2	\$31.7	\$7.4	\$11.6	\$19.0	1.8	2.5	\$7.3	\$8.1	\$355.5
2021	\$1,964.8	\$54.4	\$13.5	\$25.1	\$38.6	1.4	2.5	\$0.6	\$15.2	\$342.1
2022	\$2,036.7	\$55.0	\$14.6	\$24.3	\$38.9	1.4	2.5	\$0.2	\$15.9	\$327.5
2023	\$2,127.5	\$57.4	\$15.9	\$24.4	\$40.3	1.4	2.5	\$0.4	\$16.8	\$311.6
2024	\$2,246.2	\$60.6	\$17.2	\$24.8	\$42.0	1.4	2.5	\$0.3	\$18.3	\$294.4
2025	\$2,373.1	\$64.1	\$18.7	\$23.9	\$42.6	1.5	2.5	\$0.0	\$21.5	\$275.7
2026	\$2,510.7	\$67.8	\$20.3	\$22.3	\$42.6	1.6	2.5	\$0.0	\$25.2	\$255.4
2027	\$2,656.3	\$71.7	\$22.0	\$20.6	\$42.6	1.7	2.5	\$0.0	\$29.2	\$233.5
2028	\$2,728.0	\$73.7	\$23.9	\$18.7	\$42.6	1.7	2.5	\$0.0	\$31.1	\$209.6
2029	\$2,859.4	\$77.2	\$25.9	\$16.6	\$42.5	1.8	2.5	\$0.0	\$34.7	\$183.7
2030	\$3,027.1	\$81.7	\$28.1	\$14.3	\$42.4	1.9	2.5	\$0.0	\$39.3	\$155.6
2031	\$3,204.4	\$86.5	\$30.5	\$11.9	\$42.4	2.0	2.5	\$0.0	\$44.2	\$125.1
2032	\$3,392.3	\$91.6	\$33.1	\$9.3	\$42.3	2.2	2.5	\$0.0	\$49.3	\$92.0
2033	\$3,591.1	\$97.0	\$35.9	\$6.3	\$42.2	2.3	2.5	\$0.0	\$54.7	\$56.1
2034	\$3,689.5	\$99.6	\$38.9	\$3.2	\$42.2	2.4	2.5	\$0.0	\$57.4	\$17.2
2035	\$1,611.4	\$43.5	\$17.2	\$0.4	\$17.5	2.5	2.5	-\$8.8	\$34.7	\$0.0

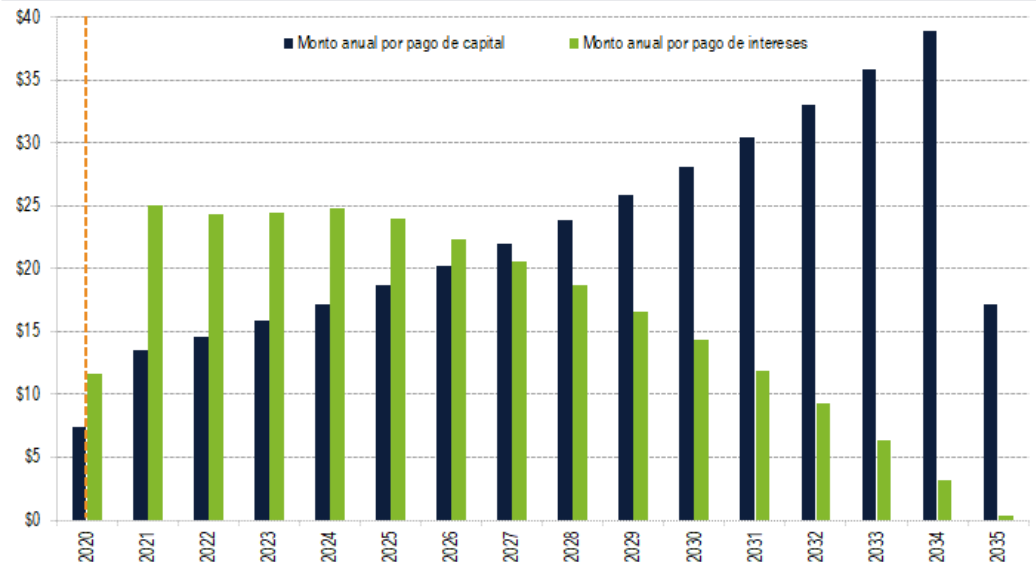
NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₂₈ más una sobretasa, 2) Cantidades en millones de pesos nominales, 3) En 2020 y 2035 se consideran 7 y 5 meses respectivamente y 4) PPM: Primaria Promedio Mensual.
Fuente: HR Ratings.

La Gráfica 1 muestra el perfil de amortización, así como el pronóstico de pago de intereses ordinarios en un escenario de estrés. El pago de capital se realizaría mediante 180 amortizaciones mensuales y crecientes que resulten bajo un método de pagos fijos,

según se establezca en la tabla de amortización que se fije en la fecha de disposición del crédito. El Estado aún no realiza la disposición del financiamiento, sin embargo, se esperaría que se empiece a disponer del crédito en junio de 2020. El Estado no contó con un periodo de gracia, por lo que el primer pago de capital se realizaría en junio de 2020 y último se realice en mayo de 2035. A partir de 2022 y hasta 2034, el perfil de amortización del financiamiento presenta incrementos nominales de 8.5% anual en el pago de capital, por lo que, en 2034, se esperaría el mayor pago por dicho concepto con un valor acumulado de P\$38.9m. Dicha cifra representaría el 92.2% del servicio de la deuda durante 2034.

Con relación al pago de intereses, estos se calculan sobre saldos insolutos con base en la $TIIE_{28}$ más una sobretasa que estará en función de la calificación de mayor riesgo del crédito. En 2020 se esperaría un monto anual por pago de intereses de P\$11.7m. Para 2021, el monto anual de pago de intereses sería de P\$25.5m, lo que representaría ser el mayor pago anual de intereses durante la vigencia del financiamiento. Por otro lado, en los periodos de 2023 y 2024, se esperaría una estabilización en el monto anual por pago de intereses con ligeros incrementos nominales durante estos periodos de 0.4% y 1.3% respectivamente. Lo anterior como resultado de la variación promedio de 50 puntos base en las $TIIE_{28}$ proyectada durante estos dos años. Asimismo, a partir de 2025 y hasta el último año del financiamiento, la estructura mantendría decrementos en el pago anual de intereses debido al perfil de amortización del financiamiento y a que no se mantendría el mismo nivel asumido en la $TIIE_{28}$ (7.84%).

Gráfica 1. Pago de capital e intereses ordinarios en el escenario de estrés



Fuente: HR Ratings.

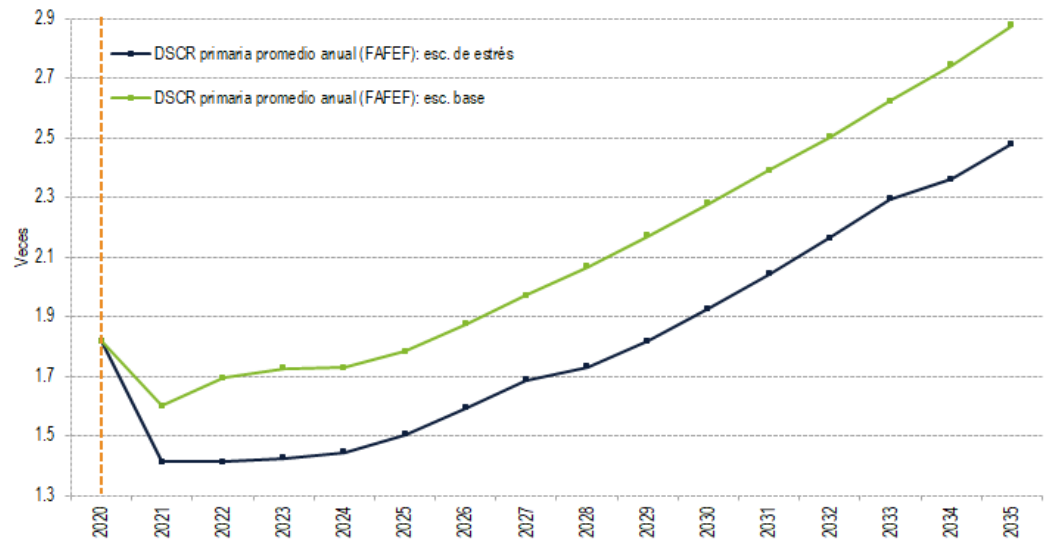
Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales y 2) En 2020 y 2035 se consideran 7 y 5 meses respectivamente.

La Gráfica 2 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y en uno de estrés. La DSCR primaria esperada en 2020 sería de 1.8x y para 2021 tendría un valor promedio de 1.6x en un escenario base, lo que representaría el menor nivel de DSCR primaria proyectado durante la vigencia del

crédito. Por otro lado, en 2035 se esperaría la mayor cobertura primaria con un valor de 2.9x bajo un escenario base. El promedio para el plazo restante del financiamiento sería de 2.1x en un escenario base.

En contraste, en un escenario de estrés, se esperaría la menor cobertura de la estructura en los periodos de 2021 a 2024 con un valor promedio anual de 1.4x. El promedio para el plazo restante del crédito sería de 1.8x en un escenario de estrés, con una cobertura máxima de 2.5x en el último año del financiamiento (2035).

Gráfica 2. Razón de cobertura promedio mensual esperada

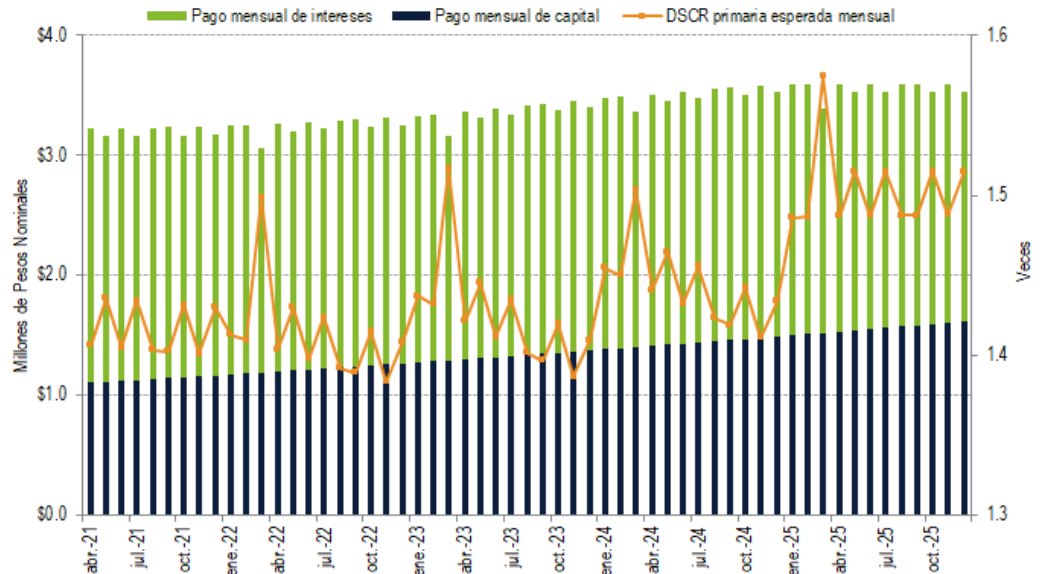


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Datos proyectados en un escenario base y uno de estrés a partir de 2021 y 2) En 2020 y 2035 se consideran 7 y 5 meses respectivamente.

La Gráfica 3 muestra el servicio de la deuda alrededor del mes de menor cobertura del servicio de la deuda, desglosado por el pago de intereses y el pago de capital, así como el comportamiento de la DSCR primaria mensual. Se puede observar que la DSCR mínima esperada, a partir de un escenario de estrés, sería en noviembre 2022 con un valor de 1.4x.

Gráfica 3. Servicio de la deuda y DSCR primaria mensual (escenario de estrés)



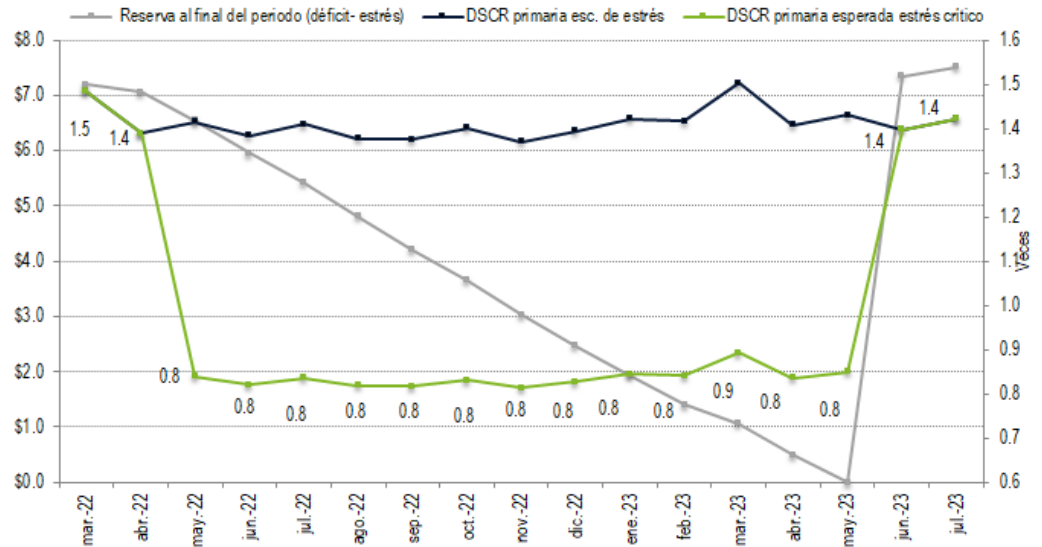
Fuente: HR Ratings.
Nota: Datos proyectados en un escenario de estrés.

Asimismo, en la estructura se considera la existencia de un fondo de reserva durante la vigencia del crédito con un saldo objetivo equivalente a 2.5x el servicio de la deuda del mes en curso del financiamiento. Dicho fondo será utilizado en caso de que los flujos asignados al pago del crédito (el monto máximo entre 2.7% del FAFEF correspondiente al Estado en el año de contratación (2020) o 2.7% del FAFEF del Estado en el año en curso) sean inferiores a la cantidad requerida para el pago del servicio de la deuda del financiamiento.

Con base en el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda (noviembre 2022), resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura, se calculó la TOE. Este indicador tuvo un valor de 85.3%, el cual refleja el porcentaje máximo de reducción, en un periodo de 13 meses, que los ingresos asignados al pago del crédito podrían soportar considerando el límite de afectación de FAFEF de las entidades federativas y continuar cumpliendo con las obligaciones de pago adquiridas en el contrato de crédito. De acuerdo con nuestra metodología, la TOE es consistente con la condición de que se permita restituir los recursos del fondo de reserva al término del periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico).

La Gráfica 4 muestra el agotamiento del fondo de reserva en el periodo de estrés crítico y su posterior reconstitución, así como el comportamiento de la DSCR primaria mensual esperada bajo un escenario de estrés cíclico y otro de estrés crítico.

Gráfica 4. Período de Estrés Crítico



Fuente: HR Ratings.

Nota: Cifras en millones de pesos nominales.

Análisis de la Fuente de Pago

En esta sección se analiza el comportamiento observado y proyectado de la fuente de pago en escenarios base y de estrés en términos reales, a precios de 2019. La estructura tiene asignada como fuente de pago el 2.7% de los recursos FAFEF, lo que representa el 26.7% de los recursos fideicomitidos y el 10.8% del FAFEF afectable, es decir, del 25% del FAFEF.

La Recaudación Federal Participable (RFP) se ha constituido como la principal forma de distribución de recursos federales hacia las entidades federativas y municipales del país. Esto se lleva a cabo, principalmente, a través de dos mecanismos: las Participaciones de los Estados y Municipios en Ingresos Federales (Ramo 28), de naturaleza resarcitoria; y las Aportaciones Federales (Ramo 33), de naturaleza compensatoria.

La Recaudación Federal Participable (RFP) se ha constituido como la principal forma de distribución de recursos federales hacia las entidades federativas y municipales del país. Esto se lleva a cabo, principalmente, a través de dos mecanismos: las Participaciones de los Estados y Municipios en Ingresos Federales (Ramo 28), de naturaleza resarcitoria; y las Aportaciones Federales (Ramo 33), de naturaleza compensatoria.

El artículo 50 de la LCF autoriza al Estado a ofrecer como fuente y garantía de pago hasta 25.0% del FAFEF, con la particularidad que, para obligaciones pagaderas en dos o más ejercicios fiscales, para cada año podrá destinarse al servicio de las mismas, lo que resulte mayor entre aplicar 25.0% del FAFEF al año en que se trate o 25.0% de los recursos correspondientes al año de contratación de las obligaciones.

Este fondo se determina anualmente en el Presupuesto de Egresos de la Federación como 1.4% de la Recaudación Federal Participable (RFP) nacional. El presupuesto anual



Estado de Oaxaca

Crédito Bancario Estructurado

Banobras (P\$362.9m, 2020)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
29 de abril de 2020

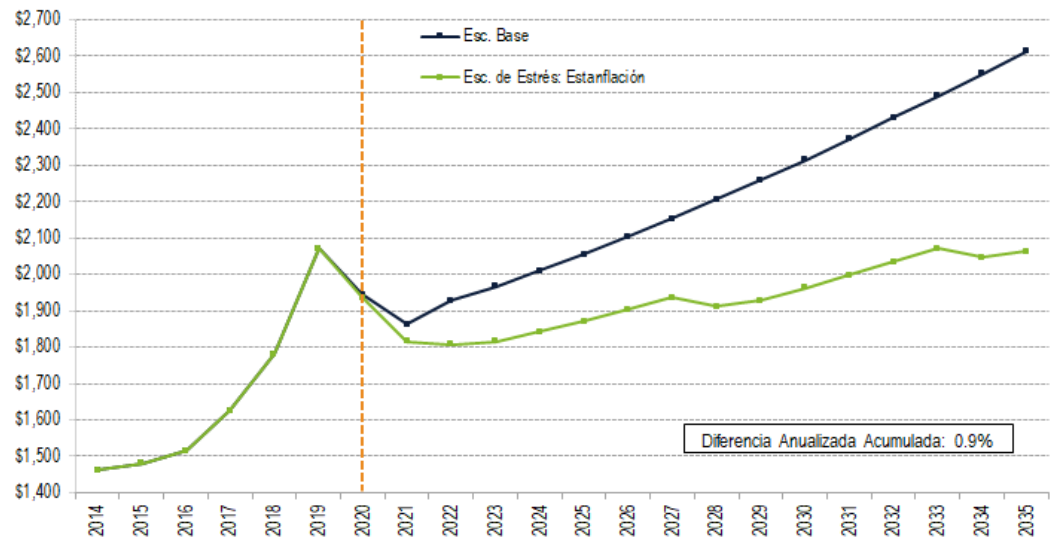
del FAFEF se distribuye de manera equitativa entre los 12 meses del año, por lo que el FAFEF no presenta estacionalidad. Esto se debe a que los recursos del FAFEF se distribuyen tomando como base el presupuesto de la RFP, por lo tanto, a pesar de que la RFP disminuya por algún motivo en el transcurso del año, el monto distribuido del FAFEF permanece constante.

El coeficiente de distribución introducido en la fórmula para distribuir los recursos del FAFEF es una función inversa del PIB per cápita estatal con respecto a la suma del PIB per cápita de todos los estados, lo anterior ponderado por la población estatal. Por lo tanto, los estados con menores niveles de PIB per cápita reciben más recursos, esto quiere decir que la distribución del FAFEF es progresiva.

En la Gráfica 5 se muestra la serie observada y proyectada en términos reales del FAFEF del Estado de Oaxaca en un escenario base y de estrés. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación para 2020, el Estado de Oaxaca recibiría un monto acumulado de P\$1,944.5m a precios reales de 2019. Lo anterior representaría un decremento real de 6.1%. De igual forma, en 2021 se esperaría que el FAFEF del Estado de Oaxaca siga teniendo una tendencia decreciente tanto en un escenario base como en un escenario de estrés, con decrementos reales de 6.1% y 6.3% respectivamente.

Por otro lado, para 2022, se esperaría una ligera recuperación en el FAFEF del Estado con un incremento real de 3.5% en un escenario base. Sin embargo, en un escenario de estrés se espera una recuperación más lenta, por lo que el incremento en el FAFEF del Estado se esperaría hasta el año de 2024 con un monto real acumulado de P\$1,841.8m, lo que reflejaría un crecimiento real de 1.5% con respecto a 2023. De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaría una $TMAC_{2019-2035}$ de 1.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2019-2035}$ sería de 0.0%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base sería de 0.9%.

Gráfica 5. Estado de Oaxaca: FAFEF



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.
Cifras en millones de pesos reales de 2019.

Nota Técnica de los criterios para la Consideración de FAFEF en la evaluación de deuda respaldada por fuentes específicas de ingresos para los Estados y Municipios Mexicanos.

Considerando lo anterior, para el análisis de la estructura se incorporó una nota técnica en la cual se describe la posibilidad de afectar el 25.0% de los recursos a recibir por concepto del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas como fuente de pago de la deuda. Adicionalmente, con la finalidad de garantizar que los recursos a recibir durante la vigencia de la estructura sean como mínimo el 25.0% de los recursos asignados en el año de afectación inicial, se podría hacer uso del 75.0% de los recursos no afectados de dicho fondo en una situación de estrés.

Anexos

Fideicomiso Santander No. F/2004588

El 06 de febrero de 2020, el Estado de Oaxaca y Santander celebraron el contrato de Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/2004588. El 18 de octubre de 2019, el Estado convocó a las instituciones financieras a participar en la Licitación No. LA-OAX-DIP-002-2019, para el otorgamiento de créditos cuya fuente de pago sería el derecho y los ingresos de hasta el 25% del FAFEF y hasta el 1.0% de las participaciones del FGP correspondientes al Estado. Actualmente, dicho Fideicomiso tiene afectado el 10.13% del FAFEF asignado al Estado de Oaxaca.

Lo anterior, al amparo del Decreto No. 809, publicado el 05 de octubre de 2019, en el diario oficial del Estado de Oaxaca por medio del cual se autorizó al Estado a la contratación de financiamientos por un monto de hasta P\$3,500m, sin incluir intereses para destinarlo a inversión pública productiva e infraestructura física.

El patrimonio del Fideicomiso se integra con los siguientes bienes, derechos e ingresos:

- **Aportación Inicial.** El Estado aporta al patrimonio del Fideicomiso la cantidad de P\$0.09m.
- **FAFEF Afectado.** La afectación inicial corresponde a lo que resulte mayor entre el 10.13% del FAFEF mensual del ejercicio en curso y la cantidad mensual de P\$17.0m que corresponde al 10.13% del FAFEF del año de contratación de los financiamientos (2020), incluyendo los rendimientos, productos o cualquier otro accesorio derivado de dichas cantidades.
- **Instrumentos Derivados.** En su caso, los recursos derivados de cualquier instrumento de cobertura que se encuentren inscritos y en el que se hubiera señalado al Fideicomiso como beneficiario.
- **Rendimiento de los recursos.** Los valores que, en su caso, se adquieran con motivo de la inversión de los recursos disponibles del Fideicomiso y los rendimientos correspondientes a estos mismo.
- **Cantidades y/ derechos adicionales.**

Procedimiento de Pago

Cuenta General

El fiduciario deberá recibir la aportación inicial, junto con todos los flujos de efecto que deriven de aportaciones adicionales del Estado. En cada fecha en el que el Fiduciario reciba recurso, o a más tardar el día hábil siguiente, el Fiduciario deberá aplicar los recursos de la Cuenta General en el siguiente orden de prelación:

- a) Pago de los gastos del Fideicomiso
- b) En su caso, fondear reservas y/o pagar los gastos del financiamiento que sean pagaderos en el periodo de que se trate.



Cuenta Receptora de FAFEF

La cuenta receptora de FAFEF, a través de la cual recibirá todos los flujos de efectivo que deriven del porcentaje de FAFEF de cada uno de los financiamientos inscritos en el Fideicomiso. El Fiduciario deberá aplicar los recursos de cada cuenta receptora de FAFEF de la siguiente manera:

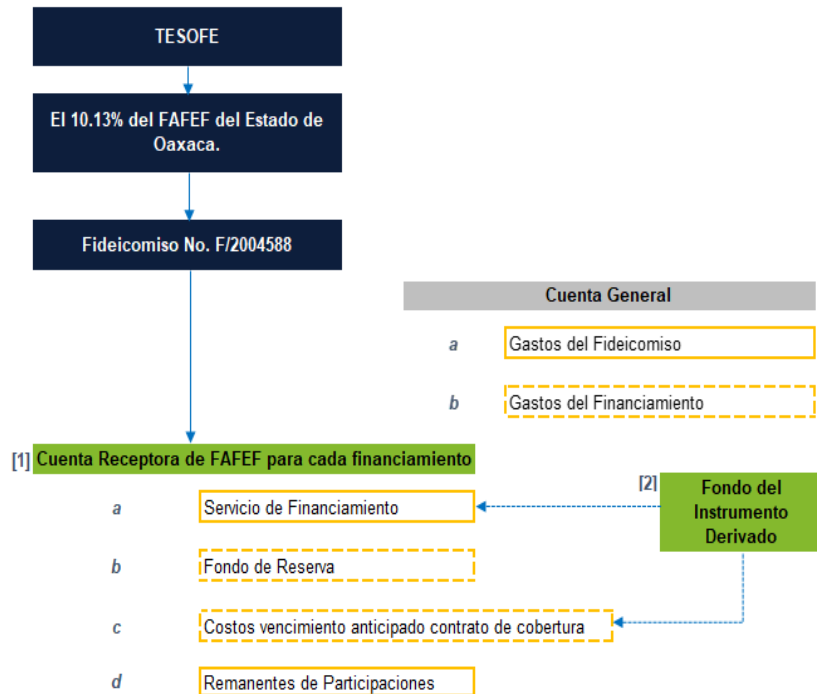
[1] Cuenta Receptora de FAFEF para cada financiamiento. El Fiduciario aplicará el porcentaje de FAFEF que le corresponde y hasta donde alcance a cubrir la cantidad requerida, en el orden de prelación que se indica:

- a) Servicio del Financiamiento⁶ y el Fondo del Instrumento Derivado.
- b) En su caso, el Fondo de Reserva, los recursos necesarios para la reconstitución del saldo objetivo.
- c) En su caso, los costos de rompimiento por el vencimiento anticipado del instrumento derivado y/o cualquier otro concepto debido a la contraparte distinto a los diferenciales.

[2] Fondo de Instrumento Derivado. En su caso, el Fiduciario aplicará con cargo al fondo del instrumento derivado cualquier pago de contraparte que deriva de las coberturas inscritas en el registro del fideicomiso. Asimismo, los rendimientos que en su caso se generen mensualmente por dichos instrumentos de cobertura se abonará a la cuenta individual.

⁶ Significa el importe que debe cubrirse en cada fecha de pago resultante de sumar los intereses exigibles, más el principal y demás accesorios o cualquier otro concepto vencido.

Diagrama 1. Cuentas del Fideicomiso y Prelación de Pagos



Fuente: HR Ratings con información del contrato de Fideicomiso.

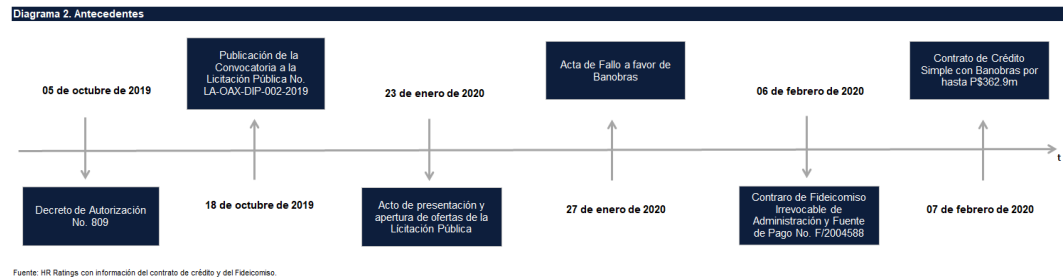
Contrato de Crédito Simple: Banobras P\$362.9m

El 07 de febrero de 2020, el Estado de Oaxaca y Banobras celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$362.9m a un plazo de 180 meses, contados a partir de la primera disposición del crédito, sin exceder la fecha de vencimiento el día 02 de mayo de 2035. Lo anterior al amparo del Decreto No. 809 publicado en el periódico oficial del gobierno de Oaxaca el 05 de octubre de 2019, en donde se autoriza al Estado a la contratación de financiamiento por un monto de hasta P\$3,500m, sin incluir intereses para destinar la inversión pública productiva. Derivado del proceso de licitación pública No. LA-OAX-DIP-002-2019, el 27 de enero de 2020 se emitió el acta de fallo a favor de Banobras.

El Estado aún no ha realizado la disposición del financiamiento, sin embargo, el Estado planea iniciar la disposición del crédito en el mes de junio de 2020. El pago de capital del financiamiento se realizaría mediante 180 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes que resulten bajo un método de pagos fijos, según se establezca en la tabla de amortización que se fije en la fecha de disposición del crédito. Adicionalmente, el Estado podrá realizar amortizaciones anticipadas sin la obligación de pagar una penalización o comisión, siempre y cuando se le notifique previamente al Banco. Las amortizaciones anticipadas de tipo parcial se aplicarán en orden inverso a su vencimiento.

Respecto al pago de intereses se realizará sobre saldos insolutos a una tasa que resulte de sumar la TII_{E28} más una sobretasa que estará en función de la calificación de mayor riesgo otorgada al crédito. Asimismo, la estructura cuenta con un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.5x el servicio de la deuda del mes en curso. Dicho fondo deberá de mantenerse durante toda la vigencia del crédito con los recursos correspondientes al porcentaje de afectación de FAFEF, y en su defecto, con cargo a recursos propios del Estado.

El Diagrama 2 muestra los antecedentes de la estructura, en el que se señala el proceso de adquisición de crédito que incluye el Decreto de Autorización, la convocatoria de licitación, el acto de presentación y apertura de ofertas, el acta de fallo, la constitución del Fideicomiso y la firma de contrato de crédito.



Principales Obligaciones de Hacer y de No Hacer

El Estado tiene la obligación de cumplir con las siguientes obligaciones de hacer y no hacer durante la vigencia del contrato de crédito:

- Destinar los recursos del crédito exclusivamente a los fines establecidos en el contrato de crédito.
- Durante la vigencia del presente contrato de crédito y mientras exista algún saldo insoluto derivado del financiamiento, el Estado deberá afectar y mantener afectado para el pago del crédito y sus accesorios, el porcentaje de FAFEF correspondiente al crédito, a través del Fideicomiso.
- El Estado se obliga a constituir y mantener dentro del patrimonio del Fideicomiso, el fondo de reserva, hasta en tanto no haya quedado pagado, en su totalidad el financiamiento, salvo en el caso de las últimas amortizaciones del crédito, para lo cual, los recursos existentes del fondo de reserva deberán ser utilizados para el pago de capital del crédito.
- Durante la vigencia del crédito, el Estado se obliga a mantener dos calificaciones del crédito por al menos dos agencias calificadoras en un nivel mínimo equivalente a HR BBB- en escala nacional, en el entendido que dichas calificaciones deberán ser obtenidas dentro de los 90 días siguientes a la firma del presente contrato.



- Proporcionar la información asociada al contrato de crédito en un periodo no mayor a 20 días naturales posteriores a la fecha de solicitud, cuando esta sea solicitada por escrito por parte del Banco.
- El Estado se obliga a no realizar ningún acto tendiente a anular, invalidar modificar de cualquier forma, la afectación del porcentaje de FAFEF al patrimonio del Fideicomiso.
- Comprobar la aplicación de los recursos ejercidos del crédito y que las obras y/o adquisiciones financiadas con recursos del crédito fueron contratadas conforme a lo que establece la legislación aplicable dentro de un plazo de hasta 90 días posteriores a la fecha en que se ejerza la última disposición del crédito.
- En caso de que el importe del crédito no sea suficiente para cubrir los conceptos asociados al destino del crédito, el Estado se obliga a cubrir los faltantes con recursos ajenos al contrato de crédito.
- Otorgar las facilidades requeridas para que se lleve a cabo las inspecciones por parte de Banobras, incluyendo la visita física de los proyectos financiados, a efecto de verificar que se ha cumplido con las acciones asociadas al destino del crédito.

Eventos de Aceleración

A partir del acontecimiento de cualquier evento de aceleración parcial o total, Banobras tendrá derecho a cobrar y el Estado tendrá la obligación de pagar la cantidad de aceleración parcial o total, según aplique.

Aceleración Parcial

Se considera que existe un evento de aceleración parcial en el supuesto que ocurra algún incumplimiento en las obligaciones establecidas en el contrato de crédito.

- Constituir y mantener el fondo de reserva dentro del patrimonio del Fideicomiso.
- Informar al Banco dentro de los 10 días hábiles siguientes a su acontecimiento, de cualquier evento previsto como causa de vencimiento anticipado, informando además de las acciones o medidas que se vayan a tomar para subsanarlo.
- Incluir en el Presupuesto de Egresos del Estado de cada ejercicio fiscal, las partidas presupuestales para cubrir las obligaciones del contrato de crédito.
- Mantener calificado el crédito por al menos dos agencias calificadoras.
- Proporcionar dentro de los 20 días siguientes a la fecha de solicitud, la información requerida por parte del Banco.
- Comprobar la aplicación de los recursos en términos de lo estipulado en el contrato de crédito. De igual forma, otorgar al Banco las facilidades para llevar a cabo las inspecciones necesarias con la finalidad de verificar su aplicación de recursos de acuerdo con las acciones asociadas en el contrato de crédito.

Aceleración Total

Dentro de los eventos de aceleración total, las partes acuerdan que el incumplimiento de la siguiente obligación podría generar una aceleración total del crédito, sin embargo, el Banco también tiene la facultad de dar por vencido anticipadamente el financiamiento.

- El Estado se obliga a no realizar ningún acto tendiente a anular o invalidar de cualquier forma la afectación del porcentaje de FAFEF.

En caso de activarse un evento de aceleración, el Banco notificará por escrito el incumplimiento y el Estado contará con un plazo de 30 días naturales para remediar el incumplimiento y acreditar la inexistencia de la causa notificada o, en su caso, llegar a un acuerdo con el Banco. Una vez transcurrido dicho plazo y si sigue subsistiendo la causa de aceleración, el Banco entregará una notificación de aceleración al Fiduciario con copia al Estado y a partir del siguiente periodo de pago el Banco podrá solicitar las cantidades que correspondan: i) en caso de aceleración parcial, el Banco tendrá derecho a recibir con cargo al porcentaje de FAFEF, el servicio de la deuda correspondiente multiplicado por un factor de 1.3 y ii) en caso de aceleración total, el Banco tendrá derecho a recibir el servicio de la deuda correspondiente más todos los remanentes que existan en la cuenta receptora de FAFEF. Las cantidades que se reciban durante el tiempo en que permanezca vigente el evento de aceleración serán aplicados en orden decreciente a efecto de reducir el plazo del crédito.

Una vez que el Estado compruebe al Banco que se ha subsanado el incumplimiento que generó la causa de aceleración, el Banco notificará al Fiduciario con copia al Estado la terminación de la causa de aceleración y su aplicación concluirá a partir del periodo de pago inmediato siguiente.

Principales Eventos de Vencimiento Anticipado

En caso de que cualquiera de los eventos siguientes, llegarán a ocurrir y continuarán, el Banco podrá vencer anticipadamente el importe del saldo insoluto del crédito y sus accesorios y, por lo tanto, exigir su pago inmediato:

- Si el Estado no paga puntualmente las sumas que correspondan del capital del crédito, de los intereses ordinarios y/o moratorios o cualquier otro costo o gasto que se causen en virtud del contrato de crédito. El Estado contará con tres días hábiles para acreditar que se ha subsanado el incumplimiento de este mismo.
- Si el Estado realiza cualquier acto tendiente a invalidar, modificar o vulnerar la afectación del porcentaje de FAFEF.
- Si el Estado no destina los recursos del crédito a los conceptos establecidos en el contrato de crédito.
- Si el Estado incurre en falsas declaraciones o la información proporcionada al Banco es falsa y esta haya sido determinante para el otorgamiento del crédito.

Una vez recibida la notificación del Banco, el Estado dispondrá de un plazo de 30 días hábiles contados a partir de la fecha en que se reciba la notificación, para acreditar que ha subsanado el incumplimiento, salvo para los incumplimientos en donde se especifique



el plazo máximo para subsanar dichos incumplimientos. Si concluido el plazo de cura y el incumplimiento no fue subsanado o el Estado no ha llegado a un acuerdo con el Banco, el vencimiento anticipado del crédito surtirá sus efectos al día siguiente, fecha en la cual el Estado deberá cubrir todos los conceptos que adeude en términos de lo pacto en el contrato de crédito.

Opinión Legal

Como parte del proceso de calificación, se evaluó la fortaleza legal del Fideicomiso en cuanto a su capacidad para cumplir con las funciones, obligaciones y responsabilidades legales que le han sido encomendadas y que le permitan operar como tal, así como la legalidad del financiamiento y sus respectivos registros, inscripciones y demás documentos.

Por lo tanto, considerando el análisis hecho por el despacho de asesores legales independiente, se concluye lo siguiente:

- El contrato de Fideicomiso No. F/2004588, así como el contrato de crédito, cumplen con las obligaciones y disposiciones legales aplicables al proceso de contratación de financiamientos por parte del Estado, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos federales que le corresponden para su pago. Ambos contratos constituyen obligaciones válidas y exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos.
- La afectación mensual de las aportaciones federales sería efectiva durante la vigencia del crédito gracias a la Notificación Irrevocable, que, para tal efecto, el Estado envió a la SHCP.
- El contrato de Fideicomiso brinda seguridad jurídica a los fideicomisarios en primer lugar, aislando de cualquier otro acreedor que no esté inscrito en el Fideicomiso. Asimismo, ofrece certeza en cuanto a la adecuada recepción, conservación, destino y distribución de los recursos fideicomitados.

Por lo anterior y con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico externo e independiente, esta estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*. Lo anterior, sin dejar de lado las limitaciones y reservas mencionadas en dicho dictamen.

Glosario

Aportaciones Federales (Ramo 33). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal transfiere a las entidades federativas con el objetivo de fortalecer sus presupuestos en materia de educación, salud y asistencia social. La distribución de estos recursos se da mediante ocho fondos, de los cuales el FORTAMUN, FAISE, FAISM, y FAFEF pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor máximo de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (SWAP). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito contratado o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Estas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

Escenarios Macroeconómicos. Proyecciones sobre ciertas variables económicas y financieras, suponiendo, por un lado, un escenario base con la evolución más probable de estas variables, así como dos escenarios de estrés, uno de bajo crecimiento económico y alta inflación (Estanflación) y, por otro, un escenario de bajo crecimiento económico y baja inflación.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Primaria (DSCR por sus siglas en inglés). Indica el número de veces (x) que los ingresos disponibles son capaces de cubrir el servicio de la deuda (pago de capital e intereses) en un momento determinado.

Tasa Objetivo de Estrés (TOE). Es la máxima reducción posible de los ingresos disponibles de una estructura de deuda, a lo largo de un periodo de Estrés Crítico, sin caer en incumplimiento de pago (*default*). Los ingresos disponibles consideran el fondo de reserva, el cual debe restituirse al final de dicho periodo. El valor de la TOE equivale a una calificación cuantitativa.

TMAC. Tasa Media Anual de Crecimiento.



HR Ratings Contactos 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

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

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

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



A NRSRO Rating*

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

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

Criterios para la consideración de la deuda respaldada por el FAFEF, 19 de noviembre de 2013

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/methodology/>

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	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2012 a febrero de 2020
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado y fuentes de información pública
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 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, corporativos e instituciones financieras, 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 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, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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 se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y 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\$362.9 a US\$362.9,000 (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).

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.