

Ciudad de México, a XX de septiembre de 2017

C.P. Jesús Arturo Díaz Medina

Secretaría de Finanzas y de Administración, Gobierno del Estado de Durango
Boulevard Felipe Pescador 800 Poniente,
Colonia Durango Centro, Municipio de Victoria de Durango C.P. 34000, Estado de Durango

En atención a su solicitud, me permito informarle que con fundamento en el artículo 334 de la Ley del Mercado de Valores, HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) ha procedido a determinar la calificación limitada del posible crédito bancario estructurado que contrataría el Estado de Durango (Durango y/o el Estado) con Banorte¹ por un monto de hasta P\$2,200.0 millones (m), cuya fuente de pago provendría de los flujos, presentes y futuros, que por Fondo General de Participaciones (FGP) corresponden mensualmente al Estado. El resultado de esta evaluación equivale a una calificación crediticia limitada de HR AAA (E) (L) con Perspectiva Estable.

La presente carta calificación, con carácter de privada, se emite a solicitud del Gobierno del Estado de Durango. Asimismo, es importante mencionar que la calificación limitada que el análisis arrojó fue resultado de las condiciones, supuestos, términos y documentos enviados por el Estado a HR Ratings². Cualquier cambio a dicha información puede resultar en una modificación en la calificación limitada asignada.

La calificación limitada de largo plazo que asignó HR Ratings, en escala local, significa que la estructura se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene mínimo riesgo crediticio.

No omito manifestarle que la calificación otorgada no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings y 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".

La asignación de la calificación limitada de HR AAA (E) (L) con Perspectiva Estable al posible crédito bancario estructurado que contrataría el Estado con Banorte es resultado, principalmente, del análisis para determinar la capacidad de pago de los flujos futuros de la estructura asignados como fuente de pago para el financiamiento y estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. Este último determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 76.8%, la cual tiene el propósito de establecer el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. La TOE es consistente con la condición de que los flujos sean capaces de reconstituir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de menor fortaleza financiera sería noviembre de 2018, con una razón de cobertura del servicio de la deuda esperada (DSCR, por sus siglas en inglés) de 3.0 veces (x) en el escenario de estrés cíclico.

Por otro lado, la calificación limitada no incluyó consideraciones extraordinarias de ajuste. La calificación quirografaria vigente del Estado de Durango, otorgada por otra agencia calificadoras, es equivalente a HR A- con Perspectiva Estable. Cabe mencionar que, en caso de que la calificación quirografaria se encuentre por debajo de HR BBB-, esto podría representar un ajuste en la calificación limitada del crédito, con base en lo establecido en nuestra metodología de calificación.

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Banco).

² Adicionalmente, para realizar el análisis de la calificación limitada, HR Ratings incorporó sus estimaciones respecto al crecimiento económico, la tasa de interés y las participaciones federales.

Supuestos recibidos por HR Ratings

El Estado de Durango planea la contratación de un crédito bancario estructurado con Banorte. El 20 de julio de 2017, el Poder Ejecutivo del Estado de Durango, a través de la Secretaría de Finanzas, emitió la Convocatoria a Licitación Pública No. EA-910002998-N9-2017 (la Convocatoria), en la cual se especifican los términos y condiciones para reestructurar o refinanciar la Deuda Pública directa bancaria de largo plazo del Estado de Durango, hasta por un monto de P\$6,342.0m. Lo anterior, al amparo de los Decretos No. 166 y 193 publicados en el Periódico Oficial del Estado de Durango, el 29 de junio de 2017 y 18 de julio de 2017, respectivamente.

El crédito estaría inscrito en un Fideicomiso Irrevocable que el Estado suscriba con la institución bancaria que decida. Este Fideicomiso tendría afectado a su patrimonio 36.06% del FGP correspondiente al Estado; mientras que, el porcentaje asignado al pago del crédito sería hasta 12.51% del FGP correspondiente al Estado de Durango, ambos porcentajes excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado. En la Tabla 1 se muestran los supuestos de la estructura enviados por el Estado de Durango y utilizados en el escenario de estrés.

Tabla 1. Monto de endeudamiento autorizado	
P\$6,342.0m	
Fideicomitente y fideicomisario en tercer lugar	Estado Libre y Soberano de Durango
Fiduciario	Por definir
Fideicomisario en primer lugar	Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte
Vehículo legal	Por definir
Fuente de pago y garantía	36.06% del Fondo General de Participaciones (FGP) que le corresponde al Estado
Crédito Banorte (2017)	
P\$2,200.0m	
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIIE ₂₈ + sobretasa*
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual, consecutivo y creciente
Amortización	Crecientes a tasa de 1.35%
Plazo	Hasta 20 años o 240 meses
Saldo Objetivo del Fondo de reserva	3.0x el servicio mensual de la deuda del mes en curso
Recursos Asignados	12.51% del FGP que le corresponde al Estado
Cobertura	N/D
Destino	Inversión Pública Productiva y Refinanciamiento
Fecha de Vencimiento	Agosto de 2037

*La sobretasa se determina con la calificación crediticia que obtenga la estructura.

Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

Las características de la estructura sobre los que se basa la calificación limitada son las siguientes:

- **Contrato de crédito.** El Estado de Durango tiene contemplado la contratación de un crédito bancario con Banorte hasta por un monto de P\$2,200.0m. Dentro de las características se incluye que el plazo del mismo sería de hasta 20 años contados a partir de la fecha de celebración del contrato de crédito.
- **Porcentaje asignado al pago del crédito.** El Fideicomiso que en su momento el Estado celebre con la institución de su preferencia, tendría afectado en su patrimonio 36.06% de los recursos, presentes y futuros, que le corresponden al Estado mensualmente del FGP. Por otro lado, el porcentaje asignado al pago del crédito sería 12.51% del FGP estatal.
- **Pago de Capital.** El pago de capital se realizaría mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%. El Estado no contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago se esperaría que fuera en septiembre de 2017 y el último en agosto de 2037.
- **Intereses ordinarios.** Se calcularían sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la $TIIE_{28}$ más una sobretasa que estaría en función de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo. En este caso, el análisis se realizó con una sobretasa inicial de 0.66%, sobretasa que ofertó el Banco.
- **Fondo de Reserva.** El Estado contemplaría constituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio mensual de la deuda correspondiente. Este fondo se mantendría durante la vigencia del financiamiento.
- **Obligaciones de hacer y no hacer.** De acuerdo con los supuestos entregados por el Estado, la estructura considera ciertas obligaciones de hacer y no hacer, entre las que destaca, mantener una cobertura mensual equivalente a 3.0x el servicio mensual de la deuda, en un escenario base. Con base en cálculos realizados por HR Ratings, la cobertura mensual mínima sería equivalente a 3.0x, por lo que, en principio, está obligación no representaría algún ajuste en la calificación del crédito.
- **Cobertura de tasa de interés.** El Estado nos confirmó que se tiene contemplado contratar una cobertura de tasa de interés (cap o swap). Sin embargo aún no tiene contratada alguna, por lo que en el modelo financiero no se proyectó la contratación de la misma. En caso de que, el Estado contrate la cobertura, esto podría repercutir en la calificación del crédito.
- **Garantía de Pago Oportuno (GPO).** Es importante mencionar que el análisis realizado no incluye la existencia de una garantía de pago oportuno para el financiamiento.

Supuestos hechos por HR Ratings

HR Ratings considera que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendrá una opinión legal *satisfactoria*, lo que significa que cumplirá con el proceso de autorizaciones y registros necesarios, y que todos los documentos legales de la transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles. Por otro lado, la estimación de los recursos que recibiría el Estado por medio del FGP en el futuro es resultado de combinar las proyecciones realizadas para el Ramo 28 nacional y Ramo 28 estatal. La Tabla 2 presenta los supuestos sobre variables macroeconómicas de HR Ratings utilizados para el análisis de los escenarios base y de estrés (Estanflación), mismos que podrían cambiar en el futuro, de acuerdo con las condiciones financieras y económicas observadas.

	Esc. Base	Esc. de Estrés
FGP nom. Estado de Durango (TMAC)	6.5%	4.9%
INPC (TMAC)	3.9%	4.3%
$TIIE_{28}$ (Prom.)	5.8%	6.6%

Fuente: HR Ratings con base en supuestos internos.

Análisis de la Fuente de Pago

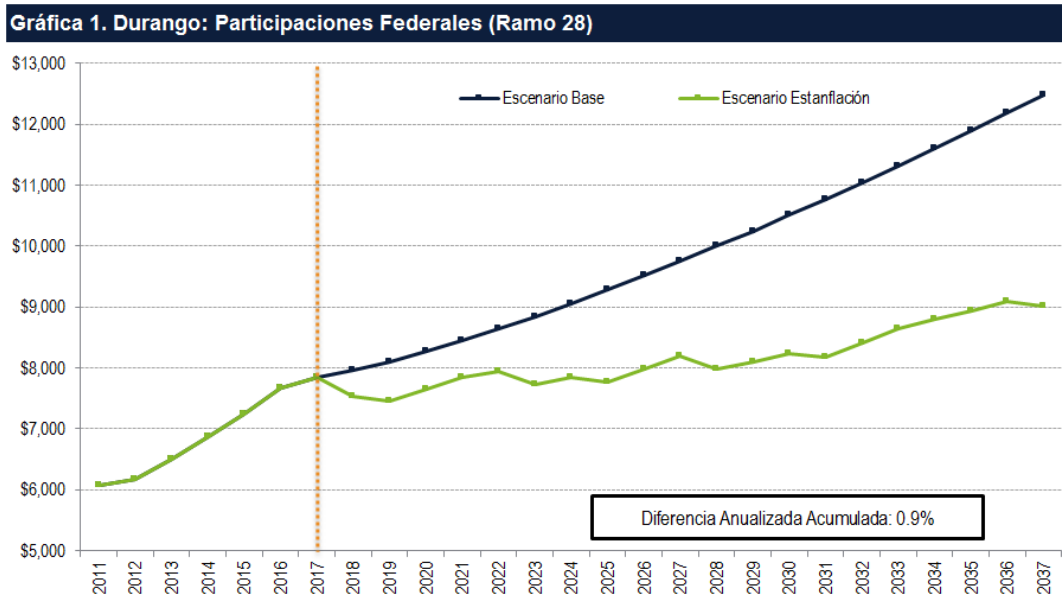
Ramo 28

El Ramo 28 nacional tuvo una tasa de crecimiento real de 4.7% en 2015 y de 7.3% en 2016. Para 2017, se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 1.6%, recaudando un total de P\$593,744.1m a precios de 2011. Es importante mencionar que las estimaciones para 2017 se realizan con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación. Adicionalmente, durante los primeros seis meses del 2017, el Ramo 28 nacional se encontró 14.7% por arriba, en términos reales de los observado en el mismo periodo en 2016.

La Gráfica 1 muestra el pronóstico de los recursos que recibiría el Estado de Durango por concepto de las participaciones federales (Ramo 28) en términos reales a precios de 2011. En los últimos cinco años, el comportamiento del Ramo 28 fue creciente a una tasa promedio de 5.5%, con excepción de lo ocurrido en 2012. En ese año, el monto transferido de participaciones federales al Estado fue de P\$6,174.3m, mientras que, en 2011 fue de P\$6,070.8m, lo que significó un crecimiento de 1.7%. Esto puede deberse a que el Producto Interno Bruto nacional no creció en los niveles esperados para ese año.

En 2014 se observó el mayor crecimiento, con una tasa de 5.8% debido a que, en ese año, el Gobierno Federal le transfirió P\$6,874.3m por concepto de este fondo. En 2017, se esperaría que el Estado recibiría por participaciones federales un acumulado de, P\$7,840.7m, esperando un crecimiento, respecto a 2016, de 2.3%. Lo anterior, en términos reales a precios de 2011.

En un escenario base se esperaría una $TMAC_{2016-2037}$ de 2.4%, mientras que en un escenario de estrés se espera una $TMAC_{2016-2037}$ de 0.8%, ambas en términos reales. Bajo estas condiciones, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al base es de 0.9%.



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

Fondo General de Participaciones

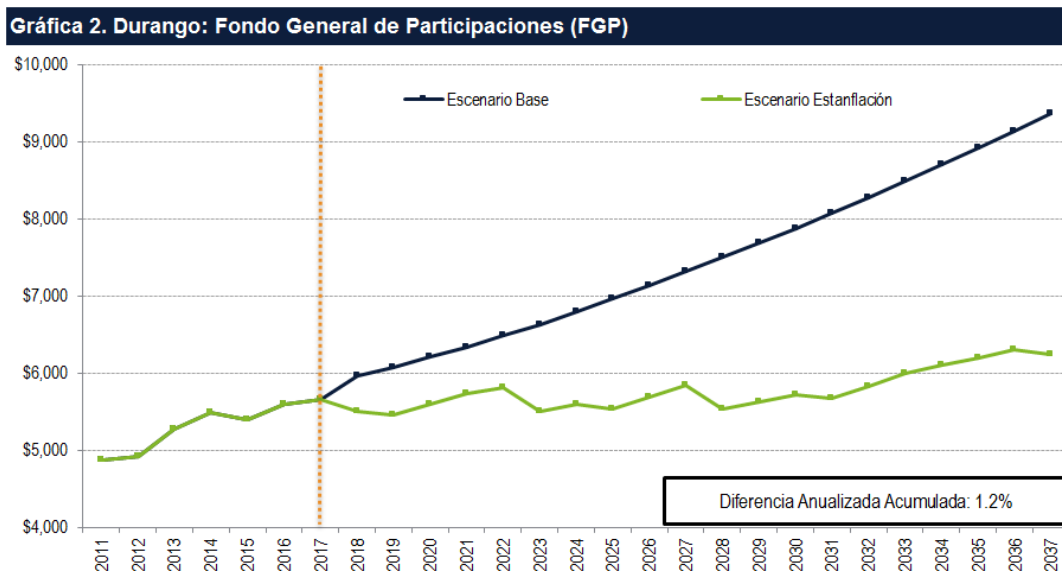
El Ramo 28 se conforma por diversos fondos, de los cuales, el más relevante debido a la porción que representa del total es el Fondo General de Participaciones. La fórmula para repartir dichos recursos está determinada, entre otros factores, por el crecimiento económico de la entidad, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local respecto al total nacional.

El cálculo de las proyecciones para determinar el monto correspondiente del FGP estatal respecto al Ramo 28 estatal, mantiene la misma estructura que el cálculo para establecer las proyecciones de la relación Ramo 28 estatal / Ramo 28 nacional. Es decir, en un escenario base, resulta de realizar un promedio ponderado de los últimos cinco años observados del FGP estatal, así como del dato presupuestado para el año fiscal en curso; y en lo que respecta a los escenarios de estrés, se supone una posible disminución del FGP estatal, por lo que, cada cinco años se aplica un factor de reducción.

La Gráfica 2 muestra los flujos que recibiría el Estado por parte del FGP, en un escenario base y en un escenario de estrés, en términos reales de 2011. De 2011 a 2016, el FGP estatal creció año con año, con excepción de lo ocurrido en 2015, cuando el FGP estatal tuvo un crecimiento de -1.5%. Esto podría ser resultado de que, en ese año, se incorporó un nuevo fondo dentro del Ramo 28, el cual es el Fondo del Impuesto Sobre Nómina (ISN). En ese año, este fondo tuvo una participación de 6.0%, dentro de las participaciones federales estatales, restando participación al FGP.

En 2016, el Estado recibió por concepto del FGP un total de P\$5,590.6m, representado un crecimiento de 3.5%. Para 2017, se esperaba que Durango reciba por motivo de este fondo un acumulado de P\$5,648.1m, es decir, se esperaba una tasa de crecimiento de 1.0%, respecto a 2016. Lo anterior en términos reales a precios de 2011.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaba una $TMAC_{2016-2037}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2016-2037}$ sería de 0.5%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.2%.



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

Análisis del Desempeño del Fideicomiso

En esta sección observamos el comportamiento de mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito que contrataría el Estado de Durango, así como la capacidad de pago que tendría la estructura y el comportamiento de las coberturas durante la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el análisis se realizó bajo los supuestos de la estructura enviados por el Estado. La Tabla 3 muestra el desempeño financiero del fideicomiso. Las cifras para 2018 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Tabla 3. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso: Durango Banorte P\$2,200.0m (Escenario de Estancflación)

Año	FGP transferido al Estado de Durango	FGP del Estado de Durango Neto	Fuente de Pago: 12.51% del FGP del Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR primaria promedio mensual	Fondo de reserva en meses de servicio de la deuda (Promedio Anual)	Recursos Transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo insoluto
2017	\$1,883.1	\$1,506.5	\$188.5	\$5.1	\$59.6	\$64.7	2.9	3.0	-\$1.4	\$125.2	\$2,194.9
2018	\$7,210.0	\$5,768.0	\$721.6	\$16.9	\$199.2	\$216.1	3.3	3.0	\$5.9	\$499.5	\$2,178.1
2019	\$7,487.2	\$5,989.7	\$749.3	\$19.8	\$189.8	\$209.6	3.6	3.0	-\$1.8	\$541.5	\$2,158.2
2020	\$8,026.7	\$6,421.4	\$803.3	\$23.3	\$177.9	\$201.3	4.0	3.0	-\$2.1	\$604.2	\$2,134.9
2021	\$8,597.9	\$6,878.3	\$860.5	\$27.4	\$170.7	\$198.1	4.3	3.0	-\$0.6	\$663.0	\$2,107.5
2022	\$9,098.2	\$7,278.6	\$910.5	\$32.2	\$164.7	\$196.9	4.6	3.0	-\$0.2	\$713.9	\$2,075.4
2023	\$8,998.7	\$7,199.0	\$900.6	\$37.8	\$158.9	\$196.7	4.6	3.0	\$0.0	\$703.8	\$2,037.6
2024	\$9,527.8	\$7,622.3	\$953.5	\$44.4	\$154.2	\$198.6	4.8	3.0	\$0.5	\$754.5	\$1,993.2
2025	\$9,846.2	\$7,877.0	\$985.4	\$52.1	\$147.8	\$200.0	4.9	3.0	\$0.6	\$784.9	\$1,941.1
2026	\$10,543.7	\$8,435.0	\$1,055.2	\$61.2	\$141.6	\$202.8	5.2	3.0	\$0.8	\$851.6	\$1,879.9
2027	\$11,286.9	\$9,029.5	\$1,129.6	\$71.9	\$134.8	\$206.7	5.5	3.0	\$1.1	\$921.7	\$1,808.0
2028	\$11,133.1	\$8,906.5	\$1,114.2	\$84.5	\$127.8	\$212.3	5.2	3.0	\$1.5	\$900.4	\$1,723.5
2029	\$11,788.1	\$9,430.5	\$1,179.8	\$99.2	\$119.4	\$218.6	5.4	3.0	\$1.9	\$959.3	\$1,624.3
2030	\$12,478.7	\$9,983.0	\$1,248.9	\$116.5	\$110.5	\$227.0	5.5	3.0	\$2.3	\$1,019.5	\$1,507.8
2031	\$12,888.5	\$10,310.8	\$1,289.9	\$136.9	\$100.8	\$237.7	5.4	3.0	\$2.9	\$1,049.3	\$1,371.0
2032	\$13,806.0	\$11,044.8	\$1,381.7	\$160.8	\$89.8	\$250.5	5.5	3.0	\$3.5	\$1,127.7	\$1,210.2
2033	\$14,784.9	\$11,827.9	\$1,479.7	\$188.8	\$76.8	\$265.6	5.6	3.0	\$4.2	\$1,209.9	\$1,021.4
2034	\$15,638.8	\$12,511.0	\$1,565.1	\$221.8	\$62.2	\$284.0	5.5	3.0	\$5.0	\$1,276.1	\$799.6
2035	\$16,539.1	\$13,231.3	\$1,655.2	\$260.5	\$45.6	\$306.1	5.4	3.0	\$6.0	\$1,343.1	\$539.1
2036	\$17,488.2	\$13,990.6	\$1,750.2	\$306.0	\$26.7	\$332.7	5.3	3.0	\$7.2	\$1,410.3	\$233.1
2037	\$12,192.7	\$9,754.2	\$1,220.2	\$233.1	\$5.8	\$238.9	5.1	2.6	-\$86.5	\$1,067.8	\$0.0

NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIIE₂₈ más una sobretasa. 2) Cantidades en millones de pesos nominales y 3) En 2017 se considera a partir de septiembre y 4) En 2037 se considera hasta agosto.

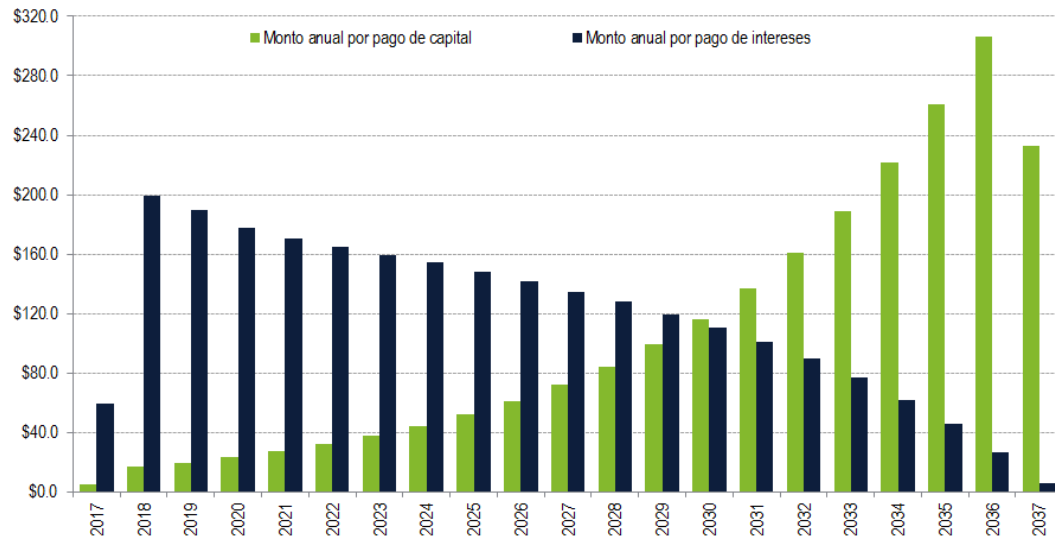
Fuente: HR Ratings.

La Gráfica 3 muestra el perfil de amortizaciones, así como el pronóstico de pago de intereses ordinarios en un escenario de estrés. Es importante mencionar que el análisis financiero se realizó considerando que el pago de capital se realizaría mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%. El Estado no contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago de capital se esperaría en septiembre de 2017. Al ser un periodo de amortización creciente, se esperaría que en los últimos cinco años de vigencia del crédito, se amortizara 55.0% del monto total del financiamiento.

Por otro lado, en 2018 la estimación del monto de intereses ordinarios, respecto a lo proyectado en 2017, tiene un crecimiento importante; esto a consecuencia de nuestras proyecciones, las cuales integran las modificaciones que ha sufrido la tasa de referencia, a partir de diciembre de 2015. De diciembre de 2015 a junio de 2017, el Banco de México ha incrementado en 400 puntos base la tasa de referencia, que era 3.0% en diciembre de 2015, mientras que en junio de 2017 se fijó en 7.0%. Para finales de 2017, de acuerdo con nuestro escenario de estrés, esperamos que el Banco de México realice un alza más a la tasa de referencia por 25 puntos base. Nuestras proyecciones de la TIIE₂₈ reflejan este comportamiento.

El año en que se esperaría el mayor pago por concepto de servicio de la deuda sería 2036 con un monto de P\$332.7m, de los cuales P\$306.0m corresponden al pago de capital y únicamente P\$26.7m al pago de intereses ordinarios. Debido a los supuestos del comportamiento de las tasas de interés en el escenario de estrés, el año en el que se espera un mayor pago de intereses sería 2018.

Gráfica 3. Pago de Capital e Intereses Ordinarios en el escenario de estrés

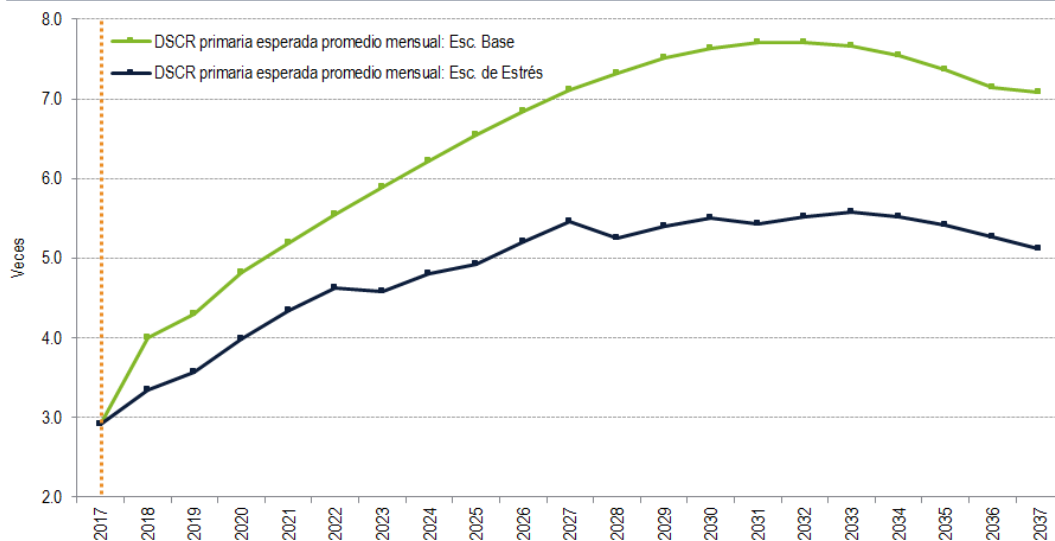


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2018 se considera un escenario de estrés, 3) En 2017 se considera a partir de septiembre y 4) En 2037 se considera hasta agosto.

La Gráfica 4 muestra el comportamiento de la DSCR primaria promedio mensual esperada en un escenario base y en un escenario de estrés. La DSCR anual esperada para 2017 en el escenario base sería 2.9x. En este escenario, el promedio de la DSCR para los próximos cinco años del financiamiento, de 2018 a 2022, sería 4.8x. Por otra parte, en un escenario de estrés se esperaría una cobertura anual para 2018 y 2019 de 3.3x y 3.6x, respectivamente. La DSCR promedio para los próximos cinco años de vigencia del crédito (2018-2022) sería de 4.0x y la mínima anual se esperaría en 2018.

Gráfica 4. Razón de cobertura primaria promedio mensual esperada



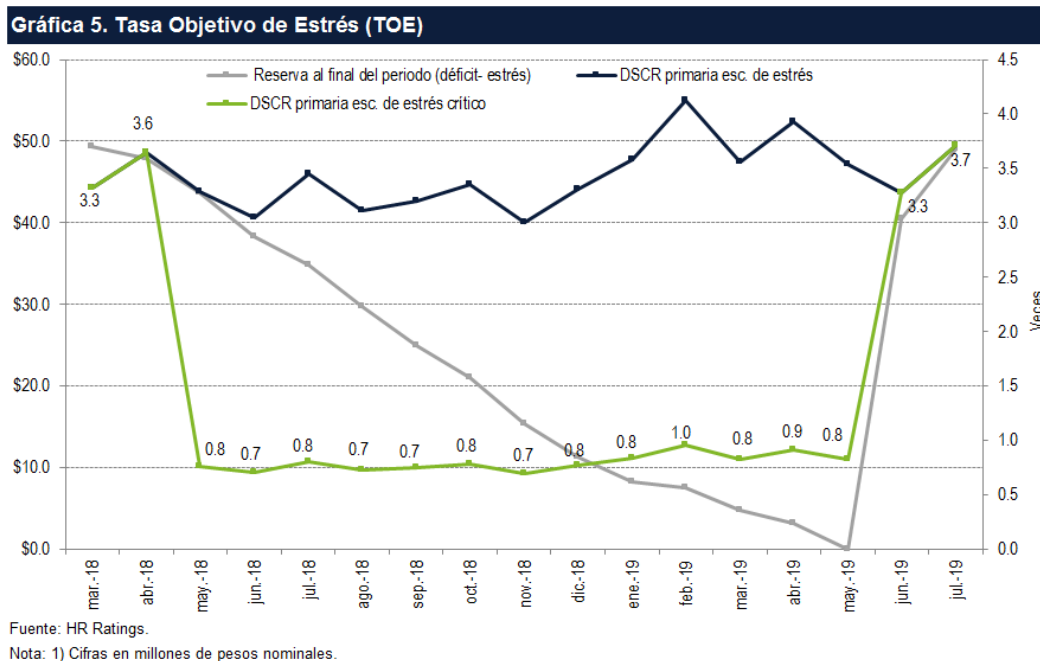
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) A partir de 2018 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

El Estado estaría obligado a crear y mantener un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio mensual de la deuda. Este fondo sería utilizado en caso de que los flujos asignados al pago del crédito sean inferiores a la cantidad requerida para el pago del servicio de la deuda.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda sería noviembre de 2018 con una DSCR esperada de 3.0x en el escenario de estrés cíclico. Alrededor de este mes se calculó la TOE que resultó de 76.8%, la cual indica el porcentaje máximo de reducción, en un periodo de 13 meses, que los ingresos asignados al pago del financiamiento podrían soportar y continuar cumpliendo con las obligaciones de pago adquiridas en el contrato de crédito.

La Gráfica 5 muestra el comportamiento de la DSCR esperada en el escenario de estrés cíclico en comparación con la esperada en el escenario de estrés crítico. Asimismo, se muestra el uso de la totalidad de los fondos de reserva y su posterior reconstitución.



Sin otro en particular, quedo a sus órdenes para cualquier duda o comentario al respecto.

Atentamente,

Roberto Ballínez Ambriz
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas / Infraestructura
HR Ratings

Glosario

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. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

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.

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.

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS³, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y municipios, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

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.

³ FGP: Fondo General de Participaciones; FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



Credit
Rating
Agency

Calificación Limitada

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado

Contactos

Marisol González-Báez
Analista Senior, HR Ratings
E-mail: marisol.gonzalez@hrratings.com

Roberto Ballínez
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas /
Infraestructura, HR Ratings
E-mail: roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas /
Infraestructura, HR Ratings
E-mail: ricardo.gallegos@hrratings.com

C+ (52-55) 1500 3130

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 calificadora:

Metodología de Calificación para Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013.
Criterios Generales Metodológicos, junio de 2017.

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	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2010 a junio de 2017.
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 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, 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 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 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



**Credit
Rating
Agency**

Calificación Limitada

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado

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).