

Calificación

CBE Durango

HR AAA (E)

Perspectiva

Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

Luisa Adame
Subdirectora de Finanzas Públicas
Analista Responsable
luisa.adame@hrratings.com

Salvador Ulloa
Analista de Finanzas Públicas
salvador.ulloa@hrratings.com

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Durango con Banorte, por un monto inicial de P\$2,200.0m

La ratificación de la calificación de HR AAA (E) para el crédito contratado por Durango¹ con Banorte² es resultado del análisis de los flujos futuros para el pago de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. Este último escenario determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)³ de 81.6% (en línea con la de la revisión anterior). Si bien, por un lado, el FGP del Estado estimado para 2020 sería 13.0% menor al proyectado en la revisión anterior; por otro lado, el servicio de la deuda estimado para 2020 sería 23.1% menor que el proyectado en la revisión anterior derivado del comportamiento observado y, consecuentemente, estimado de la TIE₂₈. Con base en nuestras proyecciones de flujos durante la vigencia del crédito, se estimó que el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda⁴ sería octubre de 2022, con una razón esperada de 3.3 veces (x).

Variables Relevantes: CBE Estado de Durango con Banorte P\$2,200.0m (cifras en millones de pesos nominales)

TOE Actual: 81.6%	2018	2019	TMAC ² 2015-2019	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
TOE Anterior: 81.5%				2020	2037	TMAC ² 2019-2037	2020	2037	TMAC ² 2019-2037
Saldo Insoluto	2,091	2,072		8,014	20,241	5.2%	8,014	11,624	2.0%
FGP del Estado	8,316	8,076	6.7%	4.3%	6.3%		4.3%	4.8%	
TIE ₂₈	8.6%	7.6%		Min	Prom	Max	Min	Prom	Max
DSCR Primaria ⁵		Observada ³ 4.1x	Proyectada ⁴ 4.5x	4.5x	6.4x	7.4x	3.5x	5.0x	7.2x

Notas: 1) Escenario de bajo crecimiento y baja inflación, 2) TMAC: Tasa Medial Anual de Crecimiento, 3) Promedio últimos doce meses observados, 4) Proyectado en el escenario base de la revisión anterior, 5) Promedio de las DSCRs mensuales y 6) Se considera la TIE₂₈ del último día de cada mes.
Fuente: HR Ratings con base en fuentes de información pública, del fiduciario y estimaciones propias.

Desempeño Histórico

- Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Durango con decremento nominal de 2.9% en 2019.** El FGP del Estado de Durango en los primeros nueve meses del año estuvo 3.6% por debajo del mismo periodo en 2019 y 11.6% por debajo de nuestras proyecciones en la revisión anterior.
- DSCR primaria observada en los últimos doce meses (UDM), de octubre de 2019 a septiembre de 2020, de 4.1x.** Esta cobertura fue menor que la proyectada en la revisión anterior para el mismo periodo dado que el FGP observado fue 10.9% inferior al proyectado para el mismo periodo.

Expectativas para Periodos Futuros

- FGP Estatal para 2020 con decremento nominal de 0.8% respecto a 2019.** Se esperaba que el Estado reciba un monto acumulado de FGP de P\$8,014 millones (m). Bajo un escenario base, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2019 a 2037 sería 5.2%, mientras que bajo un escenario de estrés sería de 2.0%.

¹ Estado de Durango (el Estado y/o Durango).

² Banco Mercantil del Norte, Institución de Banca Múltiple Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Banco).

³ Es el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. Es consistente con la condición de que los flujos 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).

- **DSCR primaria mensual promedio para 2020 sería de 4.2x.** La cobertura promedio durante el plazo restante de la estructura en este escenario es 6.4x, mientras que en un escenario de estrés es de 5.0x. Por otro lado, la cobertura anual mínima en un escenario base es de 4.5x, mientras que en un escenario de estrés es de 3.5x.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con bajos niveles de inflación y un bajo crecimiento económico.** En este escenario, se considera que el nivel promedio esperado de la TIE₂₈ de 2020 a 2037 sería de 4.3%, mientras que en un escenario base sería de 5.6%. La TMAC del INPC de 2019 a 2037 sería de 2.9% en un escenario de estrés, mientras que en un escenario base sería de 3.5%.

Factores Adicionales Considerados

- **Fondo de Reserva.** La estructura cuenta con un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. Este fondo se utilizaría en caso de que los ingresos asignados al pago del crédito fueran insuficientes para cubrir cualquier gasto relacionado con el mismo.
- **Contrato de Cobertura de Interés.** El crédito tiene asignado dos instrumentos financieros de cobertura de tasa de interés (SWAP) con HSBC⁵ y Santander⁶, los cuales vencen en octubre de 2022. El SWAP con HSBC durante los primeros tres años es a una tasa fija de 7.28% y los dos últimos años a una tasa de 7.36%. El SWAP con Santander mantiene una tasa de 7.28% para los primeros tres años de vigencia y para los últimos dos es de 7.455%. La calificación otorgada a HSBC, por otra agencia calificadoras, es equivalente de HR AAA, mientras que la calificación de Santander, otorgada por otra agencia calificadoras, es equivalente a HR AAA.
- **Obligaciones de Hacer y no Hacer.** El Estado está obligado a mantener durante la vigencia del crédito, una cobertura de tasa de interés para el crédito que cubra, al menos, el 50.0% del saldo insoluto del financiamiento. A noviembre de 2020, tiene contratados los SWAPs antes mencionados. El contratado con HSBC cubre el 95.0% del saldo dispuesto del crédito, mientras que el SWAP con Santander cubre el 5.0% restante.
- **Vencimiento Cruzado.** Si cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso⁷ presenta el fiduciario una notificación de incumplimiento, el Banco podría activar un evento de vencimiento anticipado para este crédito. Debido a que el vencimiento cruzado es únicamente con créditos estructurados con características similares, no representó un ajuste en la calificación del crédito.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Durango es HR A- con Perspectiva Estable. La última acción de calificación realizada por HR Ratings fue el xx de diciembre de 2020.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Decremento de la fuente de pago.** Si el FGP del Estado, en un escenario base, durante los próximos doce meses proyectados (octubre de 2020 a septiembre de 2021) decreciera 18% respecto a nuestras estimaciones, HR Ratings podría revisar a la baja la calificación del crédito.

⁵ HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC (HSBC).

⁶ Banco Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).

⁷ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 851-01513 (el Fideicomiso).

Resultado Observado vs. Proyectado

En los últimos doce meses observados, de octubre de 2019 a septiembre de 2020, el FGP correspondiente al Estado de Durango fue 10.9% inferior al proyectado en la revisión anterior de la calificación. Sin embargo, el pago de intereses ordinarios fue 14.8% inferior a lo esperado en la revisión pasada, debido a que la TIE₂₈ observada fue 260 puntos base menor a la proyectada. Resultado de ambos efectos opuestos, la cobertura observada fue de 4.5x, a comparación de la proyectada en la revisión anterior de 4.1x.

Figura 1. Comparativo Observado vs. Proyecciones

	Observado	Proyecciones	
		Base	Estrés ¹
FGP Nom. Estado de Durango (Acumulado)*	\$7,847	\$8,808	\$8,311
Intereses Ordinarios (Acumulado)*	\$152.4	\$178.8	\$194.0
TIE ₂₈ (Promedio)	6.4%	8.0%	8.7%
DSCR primaria (Promedio)	4.1x	4.5x	4.0x

Nota: 1) Escenario de estanflación

Fuente: HR Ratings con base en datos observados y proyecciones de la revisión anterior, bajo un escenario base y otro de estrés, correspondientes al periodo de octubre 2019 a septiembre de 2020

*Millones de pesos nominales.

Análisis de Escenarios

Nuestro análisis financiero se realizó considerando un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas, siendo el escenario con bajas tasas de inflación y bajos niveles de crecimiento económico el que presentó la menor cobertura del servicio de la deuda. La Figura 2 muestra los supuestos sobre algunas variables utilizadas para el análisis de los escenarios, base y estrés.

Figura 2. Escenarios

	Observado ₂₀₁₄₋₂₀₁₈	Esc. Base	Esc. de Estrés ¹
FGP Nom. Estado de Durango (TMAC ₂₀₁₉₋₂₀₃₇)	6.7%	5.2%	2.0%
INPC (TMAC ₂₀₁₉₋₂₀₃₇)	4.4%	3.5%	2.9%
TIE ₂₈ (Promedio ₂₀₂₀₋₂₀₃₇)	6.7%	5.6%	4.3%

Nota: 1) Escenario de bajo crecimiento y baja inflación

Fuente: HR Ratings con base en datos observados 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 de Durango con Banorte, así como la capacidad de pago de la estructura y el comportamiento de las coberturas durante la vigencia del crédito.

La Figura 3 muestra el desempeño financiero esperado del Fideicomiso. Las cifras para 2021 en adelante son estimadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Figura 3. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso: Banorte P\$2,200.0m (Escenario de Estrés: Bajo Crecimiento y Baja Inflación)

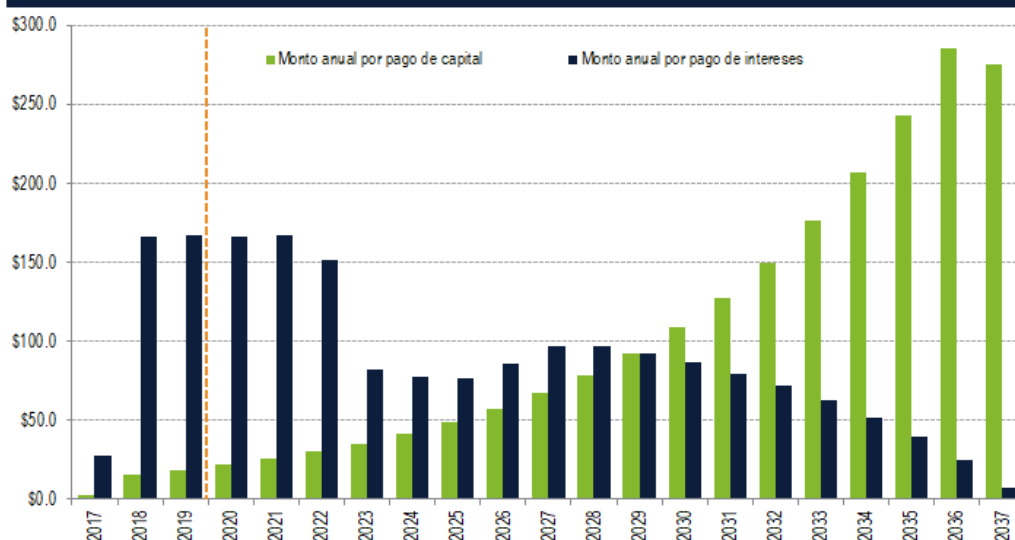
Año	FGP transferido al Estado de Durango	FGP del Estado de Durango ⁵	Fuente de Pago: 12.51% del FGP del Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses Ordinarios ⁵	Servicio total de la deuda	DSCR primaria promedio mensual	Fondo de reserva en meses de servicio de la deuda (Promedio Anual)	Recursos Transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo insoluto
2019	\$8,076.5	\$6,461.2	\$808.3	\$18.5	\$167.6	\$186.1	4.3	3.3	\$0.3	\$621.9	\$2,072.1
2020	\$8,014.4	\$6,411.5	\$802.1	\$21.8	\$166.1	\$187.9	4.3	2.4	-\$20.4	\$634.6	\$2,050.3
2021	\$7,876.4	\$6,301.1	\$788.3	\$25.5	\$167.7	\$193.2	4.1	1.8	-\$3.1	\$598.2	\$2,024.8
2022	\$7,931.6	\$6,345.3	\$793.8	\$30.0	\$151.8	\$181.8	4.5	1.9	\$1.1	\$610.9	\$1,994.8
2023	\$8,234.9	\$6,587.9	\$824.1	\$35.2	\$82.1	\$117.3	7.0	3.0	\$1.1	\$705.8	\$1,959.5
2024	\$8,559.2	\$6,847.4	\$856.6	\$41.4	\$78.0	\$119.4	7.2	3.0	\$0.0	\$737.2	\$1,918.1
2025	\$8,758.2	\$7,006.6	\$876.5	\$48.6	\$76.4	\$125.0	7.0	3.0	\$2.7	\$748.8	\$1,869.5
2026	\$8,661.3	\$6,929.0	\$866.8	\$57.1	\$86.1	\$143.2	6.1	3.0	\$6.2	\$717.3	\$1,812.4
2027	\$8,924.1	\$7,139.3	\$893.1	\$67.1	\$96.8	\$163.9	5.5	3.0	\$4.0	\$725.2	\$1,745.3
2028	\$8,955.6	\$7,164.5	\$896.3	\$78.8	\$97.2	\$176.0	5.1	3.0	\$2.1	\$718.2	\$1,666.4
2029	\$9,347.3	\$7,477.8	\$935.5	\$92.6	\$92.1	\$184.7	5.1	3.0	\$2.4	\$748.4	\$1,573.9
2030	\$9,756.0	\$7,804.8	\$976.4	\$108.7	\$86.5	\$195.2	5.0	3.0	\$2.8	\$778.4	\$1,465.2
2031	\$9,631.3	\$7,705.1	\$963.9	\$127.7	\$79.8	\$207.5	4.7	3.0	\$3.3	\$753.0	\$1,337.4
2032	\$9,939.7	\$7,951.8	\$994.8	\$150.0	\$72.2	\$222.2	4.5	3.0	\$3.9	\$768.6	\$1,187.4
2033	\$10,257.3	\$8,205.8	\$1,026.5	\$176.2	\$62.8	\$239.0	4.3	3.0	\$4.6	\$782.9	\$1,011.2
2034	\$10,294.2	\$8,235.4	\$1,030.2	\$207.0	\$52.1	\$259.0	4.0	3.0	\$5.4	\$765.8	\$804.3
2035	\$10,769.9	\$8,615.9	\$1,077.8	\$243.1	\$39.4	\$282.5	3.8	3.0	\$6.4	\$789.0	\$561.2
2036	\$11,267.1	\$9,013.7	\$1,127.6	\$285.5	\$24.7	\$310.2	3.6	3.0	\$7.5	\$809.9	\$275.7
2037	\$12,589.2	\$10,071.4	\$984.2	\$275.7	\$7.3	\$283.0	3.5	2.7	-\$81.0	\$782.2	\$0.0

NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE_{3m} más una sobretasa, 2) Cantidades en millones de pesos nominales, 3) En 2037 se considera hasta octubre, 4) Es el FGP que le corresponde al Estado sin considerar el 20% correspondiente a los municipios y 5) El pago de intereses incluye la contraprestación del SWAP

Fuente: HR Ratings.

La Figura 4 muestra el perfil de amortizaciones, así como el pronóstico de pago de intereses ordinarios en un escenario de estrés. El pago de capital se realizará mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%. El Estado no contó con un periodo de gracia. El saldo insoluto a octubre de 2020 fue de P\$2,054.2m.

Figura 4. Pago de Capital e Intereses Ordinarios en el escenario de estrés



Fuente: HR Ratings.

Notas: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2021 se considera un escenario de estrés, 3) El pago de intereses incluye la contraprestación del SWAP, 4) En 2017 se considera únicamente diciembre y 5) En 2037 se considera hasta octubre.

Estado de Durango

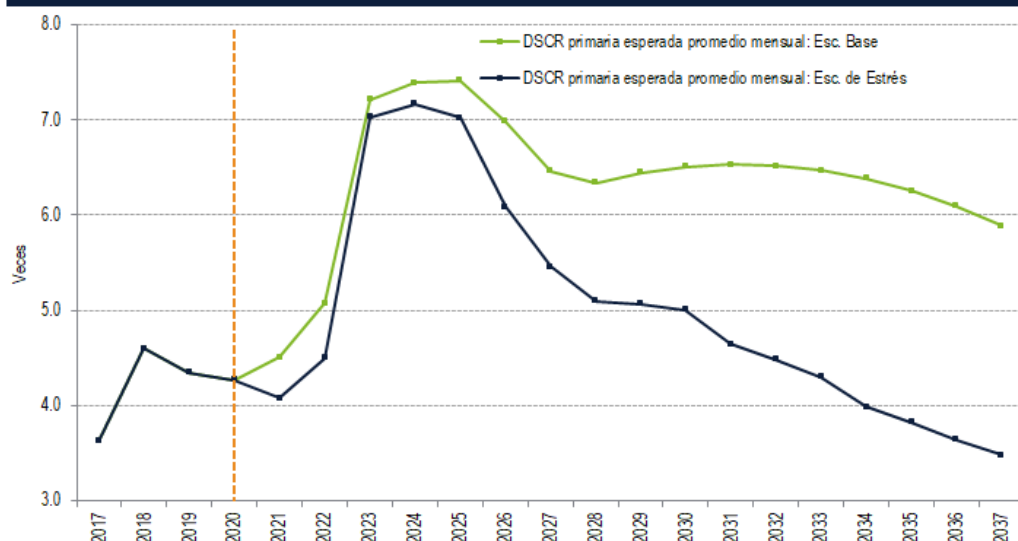
Crédito Bancario Estructurado Banorte (P\$2,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
20 de noviembre de 2020

La Figura 5 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y en uno de estrés. En un escenario base, en 2020 la DSCR primaria esperada sería de 4.2x y la cobertura promedio durante el plazo restante del crédito en un escenario base sería 6.4x (vs 5.0x esperada en un escenario de estrés). En el escenario base, la cobertura anual mínima sería la esperada en 2021 con un valor de 4.5x y en un escenario de estrés de 3.5x en 2037. En un escenario de estrés, en 2026 y 2031 se observan disminuciones en las coberturas del servicio de la deuda, debido a las reducciones que incorporamos en nuestras proyecciones de la fuente de pago.

Figura 5. Razón de cobertura primaria promedio anual esperada



Fuente: HR Ratings.

Nota: A partir de 2021 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

La Figura 6 muestra el servicio de la deuda alrededor del mes de menor cobertura del servicio de la deuda, 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 octubre de 2022 con un valor de 3.3x.

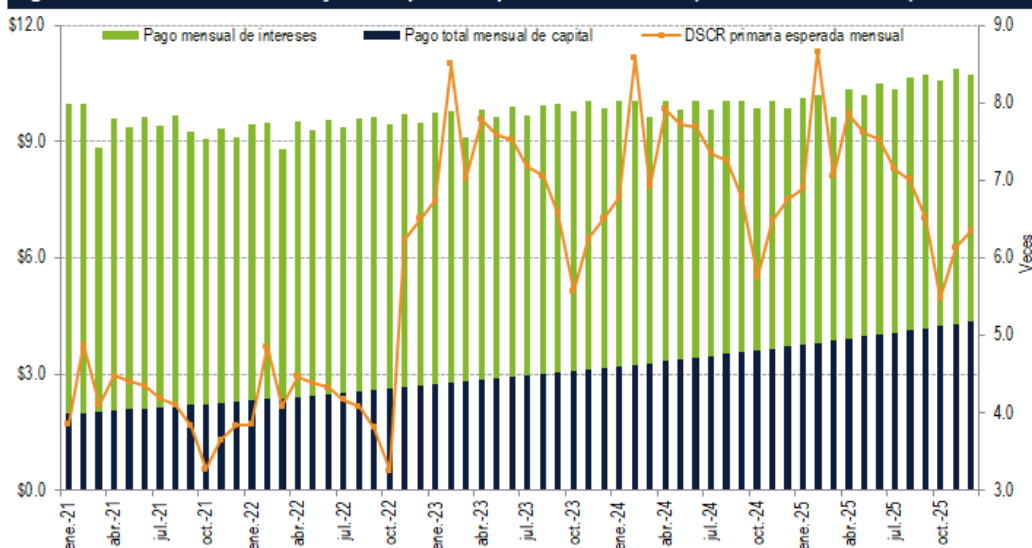
Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado Banorte (P\$2,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
20 de noviembre de 2020

Figura 6. Servicio de la deuda y DSCR primaria promedio mensual (Escenario de Estrés)



Fuente: HR Ratings.

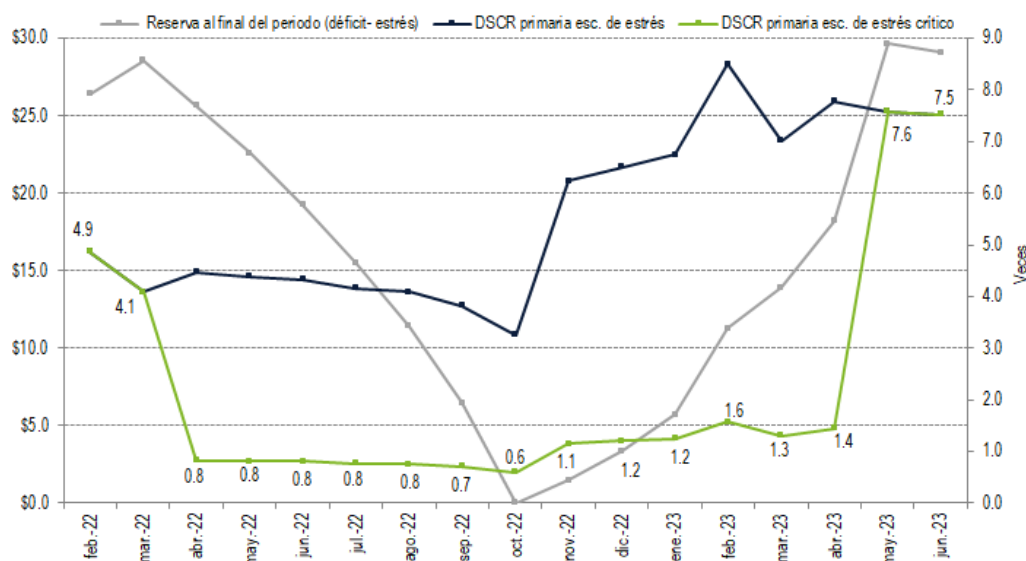
Nota: Cifras proyectadas en millones de pesos nominales.

El Estado está obligado a mantener y, en su caso, a restituir un fondo de reserva durante la vigencia del crédito con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. Este fondo será utilizado en caso de que los flujos asignados al pago del crédito (12.51% del FGP estatal) 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 (octubre de 2033), resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura, se calculó la TOE, que fue de 81.6%. La métrica se encontró en línea con la de la revisión anterior debido a que, por un lado, el FGP del Estado estimado para 2020 sería 13.0% menor al proyectado en la revisión anterior; por otro lado, el servicio de la deuda estimado para 2020 sería 23.1% menor que el proyectado en la revisión anterior derivado del comportamiento observado y, consecuentemente, estimado de la TIIE₂₈. Este indicador refleja el porcentaje máximo de reducción, en un periodo de 13 meses, que los ingresos asignados al pago del crédito podrían soportar y continuar cumpliendo con las obligaciones de pago adquiridas en el contrato de crédito. La TOE es consistente con la condición de que permita reconstituir los recursos del fondo de reserva al término del periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico).

La Figura 7 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. Las coberturas en el periodo de estrés cíclico (seis meses previos y seis meses posteriores al mes con menor cobertura de servicio de la deuda) muestran el resultado de dividir los flujos asignados al pago del crédito entre el servicio de la deuda. Por otro lado, las DSCR correspondientes al periodo de estrés crítico (mismo periodo que el estrés cíclico) reflejan los ingresos de la fuente de pago disminuidos por el porcentaje máximo de reducción (TOE) entre el servicio de la deuda.

Figura 7. Periodo 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. El Fideicomiso tiene afectado en su patrimonio 36.06% del FGP del Estado, mientras que la estructura tiene asignada como fuente de pago 12.51% del FGP correspondiente al Estado de Durango, es decir, ambos porcentajes excluyendo el porcentaje asignado a los municipios del Estado.

En los últimos cinco años, de 2015 a 2019, la tasa de crecimiento real promedio del Ramo 28 de Durango fue de 3.6%, la cual es inferior al crecimiento promedio del Ramo 28 nacional de 4.4% durante dicho periodo debido el decremento que presentó el Ramo 28 estatal en 2019. La proporción del Ramo 28 de Durango respecto al total nacional ha mostrado una tendencia creciente de 2015 a 2018, pasando de representar 1.32% en 2015 a 1.36% en 2018. En 2019, la proporción bajó a 1.27%; dicho decremento se debió, principalmente, a un decremento en la proporción del FGP, del Fondo de Fomento Municipal y Fondo ISR con respecto a sus respectivos fondos nacionales. Estos fondos en su conjunto representaron 86.6% del Ramo 28 del Estado en 2019. Con base en información observada a septiembre de 2020 y estimaciones de HR Ratings, el monto real esperado del Ramo 28 estatal, en un escenario base, es de P\$10.618m en términos reales de 2019, lo que significaría un decremento real para este año de 4.9%. En un escenario base, se esperaría una proporción promedio, durante la vigencia del crédito de 1.28%, y en un escenario de estrés esta relación sería de 1.18%.

El Fondo General de Participaciones es el rubro más importante del Ramo 28 debido a la proporción que representa respecto a dicho ramo. En el caso de Durango, de 2015 a 2019, el FGP representó aproximadamente 72.9% de la totalidad del Ramo 28 del Estado. La participación del FGP respecto al FGP nacional ha representado una

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado Banorte (P\$2,200.0m, 2017)

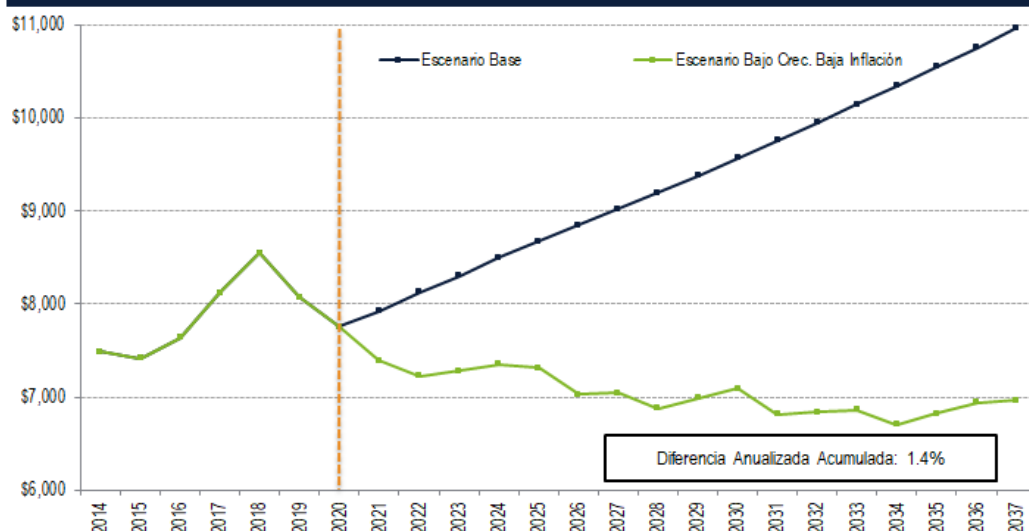
HR AAA (E)

Finanzas Públicas
20 de noviembre de 2020

tendencia estable a excepción de 2019; representó en promedio 1.33% durante los últimos cinco años, pasando de 1.33% en 2015 a 1.29% en 2019. El decremento en la proporción fue provocado por el crecimiento económico de Durango de 0.8% el cual fue menor a la media nacional de 2.1%, lo cual tuvo un impacto en la relación correspondiente. Resultado de lo anterior, el FGP del Estado ha tenido un crecimiento real promedio durante los últimos cinco años de 1.6%, el cual es inferior al promedio nacional de 2.1% para el mismo periodo. Con base en cifras observadas a septiembre de 2020, al cierre de año se esperaba recibir por este concepto un total en términos reales de 2019 de P\$7,756m, lo que significaría un decremento real de 4.0%.

La Figura 8 muestra los flujos que obtuvo y lo que recibiría el Estado por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaba una $TMAC_{2019-2037}$ real de 1.7%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2019-2037}$ real sería de -0.8%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.4%.

Figura 8. Estado de Durango: Fondo General de Participaciones (FGP)



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

Anexos**Características de la Estructura**

El 23 de octubre de 2017, el Estado y Banorte celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$2,200.0m a un plazo de hasta 240 meses (20 años) a partir de la firma del contrato de crédito. Lo anterior, al amparo del Decreto No. 166 publicado en el Periódico Oficial del Estado el 29 de junio de 2017, en el cual se autorizó al Estado a reestructurar o refinanciar en las mejores condiciones del mercado, su deuda pública bancaria de largo plazo por hasta P\$6,342.0m. El Gobierno del Estado únicamente dispuso P\$2,108.7m y el periodo de disposición ya venció, por lo que el análisis se realizó con el monto dispuesto.

Posteriormente, el 29 de junio de 2018, el Estado y el Banco firmaron el primer convenio modificatorio al contrato de crédito con la finalidad de reducir la sobretasa aplicable para el cálculo de intereses ordinarios y sustituir el pagaré original con el objetivo de reflejar el perfil de amortización con el monto de adeudo reconocido en el mismo convenio modificatorio. Por último, el 13 de agosto de 2018, las partes tuvieron que suscribir el segundo convenio modificatorio debido a que el primer convenio no fue inscrito a tiempo en el Registro Público Único, por lo que tuvieron que cancelar el primer convenio y reescribir, en los mismos términos, las cláusulas pactadas en el primer convenio modificatorio.

El financiamiento tiene asignado el 12.51% del FGP que le corresponde al Estado. El pago de capital se realizará mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%, sin poder exceder la fecha de vencimiento que es octubre de 2037. El Estado no contó con un periodo de gracia por lo que el primer pago de capital se realizó en noviembre de 2017 y el último se esperaría en octubre de 2037.

Por otro lado, los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la TIE_{28} más una sobretasa que dependerá de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo. El Estado tiene la obligación de contratar una cobertura para la tasa de interés que cubra al menos el 50% del saldo insoluto del financiamiento. Actualmente tiene contratados dos SWAPS cuyo vencimiento se esperaría en octubre de 2022.

Con base en lo estipulado en el contrato de crédito, el Estado está obligado a mantener y, en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. El propósito del fondo es disminuir riesgos por falta de liquidez y deberá ser mantenido durante la vigencia del financiamiento.

Principales Obligaciones de Hacer y No Hacer

Durante la vigencia del contrato de crédito y hasta que no se realice el pago total de las cantidades de principal, intereses y accesorios insolutos del crédito, el Estado adquiere una serie de obligaciones de hacer y no hacer, entre las que se encuentran las siguientes:

- El Estado deberá de pagar al Banco cualquier cantidad de principal, intereses y demás pago obligado a realizar con base en lo establecido en el contrato de crédito.

- El Estado deberá de informar al Banco, tan pronto como sea posible, de un posible evento de incumplimiento, informándole sobre las acciones que pretende realizar.
- El Estado deberá de realizar todos los actos necesarios para que el crédito mantenga durante su vigencia, al menos, dos calificaciones en un nivel mínimo de HR A (E) o su equivalente.
- En el caso de que las participaciones afectadas sean sustituidas por otros fondos, el Estado deberá de afectar al Fideicomiso el porcentaje de dichos fondos que sea equivalente a las participaciones afectadas.
- El Estado no podrá contratar pasivos con costo financiero cuyo pago sean las participaciones afectadas.
- El fiduciario deberá de mantener como porcentaje asignado al crédito, al menos, 12.51% del FGP correspondiente al Estado.
- El Estado deberá de mantener el saldo del fondo de reserva de acuerdo con lo establecido en el contrato de crédito.
- Deberá de mantener una operación financiera de cobertura de tasa de interés (cap, swap, collar, entre otros) que deberá de cubrir en todo momento, al menos, 50.0% del saldo insoluto del financiamiento. Deberá ser contratada por un plazo de un año y cada renovación se deberá de realizar por lo menos, tres meses previos al vencimiento de la cobertura vigente, por lo que, durante su plazo legal, el crédito deberá de contar con una cobertura de tasa de interés.

Principales Eventos de Aceleración

El incumplimiento por parte del Estado de cualquiera de las obligaciones de hacer y no hacer (salvo las que constituyan un evento de vencimiento anticipado), así como la presentación de una notificación de aceleración por parte de cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso, constituirán un evento de aceleración.

El Banco podrá presentar al fiduciario una notificación de aceleración en la cual deberá de instruir al fiduciario para transferir a la cuenta individual del crédito, la cantidad límite o si los recursos fueran insuficientes, los recursos disponibles del fondo de reserva, lo anterior hasta que el fiduciario reciba una notificación de terminación del evento de aceleración.

Dentro de los cinco días hábiles siguientes a la notificación de aceleración, el Estado deberá entregar al Banco un informe sobre las causas del incumplimiento y un programa para regularizarlo, incluyendo el plazo en el cual el Estado subsanará el evento de aceleración.

Una vez subsanado el incumplimiento que dio lugar al evento de aceleración, el Banco estará obligado, dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que dicho incumplimiento fue subsanado, a presentar al fiduciario una notificación de terminación de evento de aceleración.

En caso de que durante el periodo en el que se encuentre pendiente de ser subsanado un evento de aceleración surgiera un nuevo evento de aceleración, las consecuencias del evento de aceleración pendiente se ampliarán por periodos de seis meses por cada nuevo evento. El incumplimiento del programa de regularización tendrá por efecto que el evento de aceleración, y sus consecuencias subsistan hasta la liquidación del crédito, o hasta que el Banco acuerde lo contrario

Principales Eventos de Vencimiento Anticipado

El Banco podrá dar por vencido anticipadamente el plazo para el pago del crédito, en cualquiera de los siguientes supuestos:

- Si el Estado incumple una o más de sus obligaciones de pago derivadas del contrato de crédito.
- Si el Estado realiza cualquier acto tendiente a invalidar la instrucción irrevocable de afectación de participaciones al Fideicomiso enviada a la SHCP.
- Si durante un plazo de 60 días los ingresos asignados al crédito son inferiores a las cantidades requeridas.
- Si cualquier fideicomisario en primer lugar del Fideicomiso presenta al fiduciario una notificación de incumplimiento.

A partir del acontecimiento de cualquier de los eventos mencionados anteriormente, el Banco podrá notificar al Estado de la existencia del evento y tendrá el derecho a vencer anticipadamente el plazo para el pago del crédito, por lo que el Estado deberá de pagar todas las cantidades que adeude a Banorte.

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, otro escenario con 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 IEPS⁸, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y Estados, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (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.

⁸ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado
Banorte (P\$2,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
20 de noviembre de 2020

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

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@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 de Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@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



**Credit
Rating
Agency**

Estado de Durango

Crédito Bancario Estructurado

Banorte (P\$2,200.0m, 2017)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
20 de noviembre de 2020

A NRSRO Rating*

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Delegación Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México.

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 de Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Deuda Apoyada por Ingresos Federales, septiembre de 2020.

Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2020.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/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	HR AAA (E), con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	29 de noviembre de 2019.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2012 a septiembre de 2020.
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 HSBC por Moody's en Aaa.mx y a Santander en Aaa.mx
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, (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 calificadora 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).