



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Nayarit

Crédito Bancario Estructurado

BBVA Bancomer (P\$500.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

Calificación

CBE Nayarit HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Natalia Sales
Analista
natalia.sales@hrratings.com

Luisa Adame
Asociada Senior
luisa.adame@hrratings.com

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

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

Monto de endeudamiento autorizado	P\$5,607.6m
Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar	Estado de Nayarit
Fiduciario de Pago	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple
Fideicomisario en primer lugar del presente crédito	BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer
Vehículo legal de pago	Fideicomiso Público, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3157
Vehículo legal de contratación	Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150
Fuente de pago y garantía	4.3% del Fondo General de Participaciones del Estado (FGP), excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios.
Crédito Bancomer (2018)	P\$500.0m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIE ₂₈ + sobretasa*
Tasa de interés moratoria	2.0x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual
Amortización	240 amortizaciones consecutivas y crecientes a una tasa variable sin considerar un periodo de gracia.
Plazo	Hasta 20 años a partir de la primera disposición.
Fondo de reserva	El estimado del servicio de la deuda de los próximos tres meses.
Porcentaje asignado	100% de las participaciones fideicomitidas
Destino	Refinanciamiento e Inversiones Públicas
Fecha de Vencimiento	Noviembre de 2038

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

Definición

La calificación que asignó HR Ratings al Crédito Bancario Estructurado celebrado al amparo del Fideicomiso No. CIB/3150 entre CIBanco, en su carácter de Fiduciario de Contratación, y BBVA Bancomer es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito del Estado de Nayarit con BBVA Bancomer por un monto inicial de P\$500.0m.

La asignación de la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al crédito bancario estructurado, contratado por el Fideicomiso de Contratación¹ con BBVA Bancomer², bajo la comparecencia del Estado de Nayarit³, es resultado del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último análisis determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)⁴ de 78.2%. Por otro lado, la calificación quirografaria vigente del Estado de Nayarit es HR A- con Perspectiva Estable. Con base en el dictamen legal entregado por un despacho jurídico externo e independiente, la estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*.

La apertura del crédito se realizó por un monto inicial de P\$500.0 millones (m) y se celebró al amparo del Fideicomiso de Contratación y del Fideicomiso de Pago⁵. El Fideicomiso tiene afectado en su patrimonio 4.3% de los recursos, presentes y futuros, que por Fondo General de Participaciones (FGP) le corresponden al Estado, sin considerar las participaciones de los municipios. La totalidad de los recursos afectados se encuentran asignados al pago del crédito.

Variables Relevantes: CBE Estado de Nayarit con BBVA Bancomer P\$500.0m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 78.2%	2016	2017	TMAC ² ₂₀₁₃₋₂₀₁₇	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2018	2038	TMAC ² ₂₀₁₇₋₂₀₃₈	2018	2038	TMAC ² ₂₀₁₇₋₂₀₃₈
FGP Estatal	4,803	5,413	7.7%	5,833	18,383	6.0%	5,833	12,667	4.1%
TIE ₂₈ ³	6.1%	7.6%		8.3%	4.8%		8.3%	5.6%	
DSCR Primaria ⁴				Min 3.9x	Prom 8.4x	Max 17.0x	Min 3.4x	Prom 6.1x	Max 11.7x

Nota: 1) Escenario de estanflación, 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 de fuentes de información pública y estimaciones propias.

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

- **Escenario de Estrés Crítico.** Con base en nuestras proyecciones de flujos, el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería noviembre de 2019, con una razón de cobertura (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.2 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.
- **Contrato de Crédito.** El 14 de noviembre de 2018, a través del Fideicomiso de Contratación y bajo los términos estipulados por el Estado en el proceso de licitación pública para la contratación de deuda, se celebró el contrato de crédito con BBVA Bancomer por un monto de P\$500.0m. En noviembre de 2018 se realizaron dos disposiciones por el 100% del monto contratado, la primera por P\$64.6m y la segunda por P\$435.4m. El pago del crédito se hará mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable.
- **Fideicomiso de Contratación.** Celebrado el 14 de noviembre de 2018, entre el Estado y CIBanco, en su carácter de Fiduciario de Contratación, tiene como fin celebrar los contratos de crédito y recibir los recursos de las disposiciones de los financiamientos para destinarlos al pago de los créditos por refinanciar y/o a inversiones públicas productivas, así como para la constitución del fondo de reserva de cada crédito contratado y el pago de gastos y costos asociados con la contratación del crédito.
- **Fideicomiso de Pago.** Celebrado entre el Estado y CIBanco el 14 de noviembre de 2018, el Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y recibirá en la cuenta concentradora las cantidades derivadas del FGP afectado y llevará a cabo el pago del servicio de la deuda del crédito.
- **DSCR Primaria.** En un escenario base, la DSCR primaria promedio esperada en 2019 sería de 3.9x y la cobertura promedio para los próximos cinco años (2019-2023) sería 5.0x. En un escenario de estrés, la cobertura esperada para 2019 es de 3.4x y la DSCR promedio esperada para los próximos cinco años sería de 4.2x.
- **Fondo de Reserva.** El Estado constituyó un fondo de reserva inicial por un monto equivalente al 2.74% del monto dispuesto. Dicho fondo deberá de mantenerse durante toda la vigencia del crédito en un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho monto sería equivalente, en promedio, a P\$12.1m.

¹ Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150 (Fideicomiso de Contratación).

² BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer (BBVA Bancomer y/o el Banco).

³ Estado de Nayarit (Nayarit y/o el Estado).

⁴ 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.

⁵ Fideicomiso Público, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3157 (Fideicomiso de Pago).

Principales Factores Considerados

El proceso de análisis que HR Ratings realizó para asignar la calificación crediticia del crédito bancario estructurado considera los siguientes factores: 1) el análisis del desempeño financiero de la estructura bajo diferentes escenarios económicos y financieros, 2) la opinión legal acerca de la constitución del Fideicomiso de Contratación, el Fideicomiso de Pago y del contrato de crédito, y 3) la calificación quirografaria del Estado.

A continuación, se presentan algunos de los principales factores considerados para la asignación de la calificación del crédito.

- El análisis financiero se realizó considerando un escenario macroeconómico de estanflación, entendido como un escenario con altos niveles de inflación y un bajo crecimiento económico. En este escenario, se considera que la $TMAC_{2017-2038}$ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en el escenario de estrés sería de 3.8% (vs. 3.4% en base). Por otro lado, la TIE_{28} tendría un valor promedio esperado, en este escenario, durante el plazo del crédito, de 6.5% y en un escenario base de 5.8%.
- De enero a septiembre de 2018, el Estado recibió por concepto de FGP un monto acumulado de P\$4,589m, un monto 6.2% superior a lo que se recibió en el mismo periodo de 2017 y 6.3% mayor de lo presupuestado para dicho periodo al inicio del año. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación y cálculos de HR Ratings, el Estado recibiría al cierre de 2018 un monto acumulado de P\$5,833m, lo que significaría un crecimiento nominal de 7.8% respecto a 2017.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por un despacho jurídico externo e independiente, esta estructura recibió una opinión legal *satisfactoria*.
- Entre las consideraciones extraordinarias de ajuste cualitativo, analizadas por HR Ratings, las cuales no tuvieron un impacto sobre la calificación del crédito, se encuentran las siguientes:
 - De acuerdo con el contrato de crédito, el Estado debe mantener dos calificaciones de la estructura durante la vigencia del crédito, sin estipular un nivel mínimo. El incumplimiento de dicha obligación podría activar un evento de aceleración parcial y, en caso de no ser subsanada en un periodo de 180 días, un evento de aceleración total. Lo anterior no se consideró como un factor de ajuste a la estructura.
 - La calificación quirografaria vigente del Estado de Nayarit es HR A- con Perspectiva Estable, misma que se asignó el 29 de noviembre de 2018.

Características de la Estructura

El 14 de noviembre de 2018, CIBanco (como Fiduciario del Fideicomiso de Contratación) y BBVA Bancomer celebraron la apertura del contrato de crédito simple, bajo la comparecencia del Estado de Nayarit, por un monto de P\$500.0m a un plazo de hasta 7,300 días a partir de la primera disposición. Lo anterior al amparo del Decreto de

Autorización publicado en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Nayarit el día 4 de octubre de 2018.

El crédito se encuentra inscrito en el Fideicomiso de Pago No. CIB/3157. Este Fideicomiso tiene afectado el 4.3% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios del Estado. El 100% de las participaciones fideicomitadas se encuentran asignadas al pago del crédito. El Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y como obligado solidario del Fideicomiso de Contratación y que, en caso de que los recursos del Fideicomiso de Pago no sean suficientes para cumplir las obligaciones de pago derivadas del crédito, corresponderá exclusivamente al Fideicomiso de Contratación, quien funge como acreditado, efectuar dichos pagos, por lo que el Banco no podrá solicitar al Estado pago alguno del crédito.

El pago de capital se realizaría a través de 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a tasa variable. El Estado realizó dos disposiciones en noviembre de 2018 por el monto total contratado, la primera por P\$64.6m y la segunda por P\$435.4m. El primer pago del crédito se espera en diciembre de 2018 y el último se realizaría en noviembre de 2038.

Los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la TII_{E28} una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo crediticio. Adicionalmente, la estructura deberá mantener, durante la vigencia del crédito, un fondo de reserva, el cual tiene un saldo objetivo equivalente a los tres meses siguientes del servicio de la deuda.

Análisis de Escenarios

Nuestro análisis financiero se realizó considerando un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas, siendo el escenario que presentó el mayor estrés (el mes con menor cobertura del servicio de la deuda) el que se utilizó para asignar la calificación. En este caso, el escenario de estrés tiene condiciones propias de un escenario con altas tasas de inflación y bajos niveles de crecimiento económico. La Tabla 1 muestra los supuestos sobre algunas variables utilizadas para el análisis de los escenarios, base y de estrés.

Tabla 1. Escenarios		
	Esc. Base	Esc. de estrés
FGP Nom. Estado de Nayarit (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₃₈)	6.0%	4.1%
INPC (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₃₈)	3.4%	3.8%
TII _{E 28} (Promedio ₂₀₁₈₋₂₀₃₈)	5.8%	6.5%

Fuente: HR Ratings con base en 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 con BBVA Bancomer, 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 2019 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Tabla 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. CIB/3157: BBVA Bancomer P\$500.0m (Escenario de Estrés: Estanflación)

Año	FGP del Estado de Nayarit	FGP correspondiente al Estado de Nayarit	Fuente de pago: 4.3% del FGP correspondiente al Estado de Nayarit	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de Reserva en meses de pago (Prom. Anual)	Recursos transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo Insoluto
2018	\$873.6	\$677.0	\$28.9	\$1.4	\$8.1	\$9.5	3.1	2.9	\$0.1	\$19.4	\$498.6
2019	\$5,652.4	\$4,380.6	\$187.2	\$8.4	\$46.5	\$55.0	3.4	3.0	-\$0.6	\$132.8	\$490.2
2020	\$5,819.8	\$4,510.3	\$192.7	\$8.4	\$43.5	\$51.9	3.7	2.9	-\$1.3	\$142.1	\$481.8
2021	\$6,204.2	\$4,808.3	\$205.4	\$8.4	\$39.3	\$47.7	4.3	3.0	-\$0.4	\$158.2	\$473.3
2022	\$6,604.9	\$5,118.8	\$218.7	\$9.1	\$37.4	\$46.5	4.7	3.0	\$0.0	\$172.2	\$464.2
2023	\$6,946.5	\$5,383.5	\$230.0	\$11.2	\$35.4	\$46.6	4.9	3.0	\$0.5	\$182.9	\$453.0
2024	\$6,829.0	\$5,292.5	\$226.1	\$13.7	\$34.6	\$48.3	4.7	3.0	\$0.1	\$177.7	\$439.3
2025	\$7,191.0	\$5,573.1	\$238.1	\$16.8	\$32.2	\$49.0	4.9	3.0	\$0.3	\$188.7	\$422.4
2026	\$7,387.1	\$5,725.0	\$244.6	\$20.6	\$29.8	\$50.4	4.9	3.0	\$0.7	\$193.5	\$401.8
2027	\$7,865.9	\$6,096.1	\$260.4	\$25.3	\$28.2	\$53.4	4.9	3.0	\$0.9	\$206.1	\$376.5
2028	\$8,375.2	\$6,490.8	\$277.3	\$31.0	\$26.2	\$57.2	4.9	3.0	\$0.9	\$219.2	\$345.5
2029	\$8,217.6	\$6,368.7	\$272.1	\$35.1	\$23.7	\$58.8	4.6	3.0	-\$0.8	\$214.0	\$310.4
2030	\$8,653.1	\$6,706.1	\$286.5	\$35.1	\$20.5	\$55.6	5.2	3.0	-\$0.6	\$231.5	\$275.3
2031	\$9,111.6	\$7,061.5	\$301.7	\$35.1	\$18.0	\$53.2	5.7	3.0	-\$0.6	\$249.1	\$240.2
2032	\$9,359.4	\$7,253.6	\$309.9	\$35.1	\$15.6	\$50.8	6.1	3.0	-\$0.6	\$259.8	\$205.0
2033	\$9,973.6	\$7,729.5	\$330.2	\$35.1	\$13.1	\$48.3	6.8	3.0	-\$0.7	\$282.7	\$169.9
2034	\$10,627.0	\$8,236.0	\$351.9	\$35.1	\$10.3	\$45.4	7.7	3.0	-\$0.7	\$307.1	\$134.7
2035	\$11,178.9	\$8,663.6	\$370.1	\$35.1	\$7.6	\$42.8	8.7	3.0	-\$0.5	\$327.9	\$99.6
2036	\$11,759.3	\$9,113.4	\$389.3	\$35.1	\$5.4	\$40.5	9.6	3.0	-\$0.6	\$349.4	\$64.4
2037	\$12,369.6	\$9,586.5	\$409.6	\$35.1	\$3.1	\$38.3	10.7	3.0	-\$0.6	\$371.9	\$29.3
2038	\$15,527.6	\$12,033.9	\$354.8	\$29.3	\$0.9	\$30.2	11.8	2.4	-\$9.2	\$333.9	\$0.0

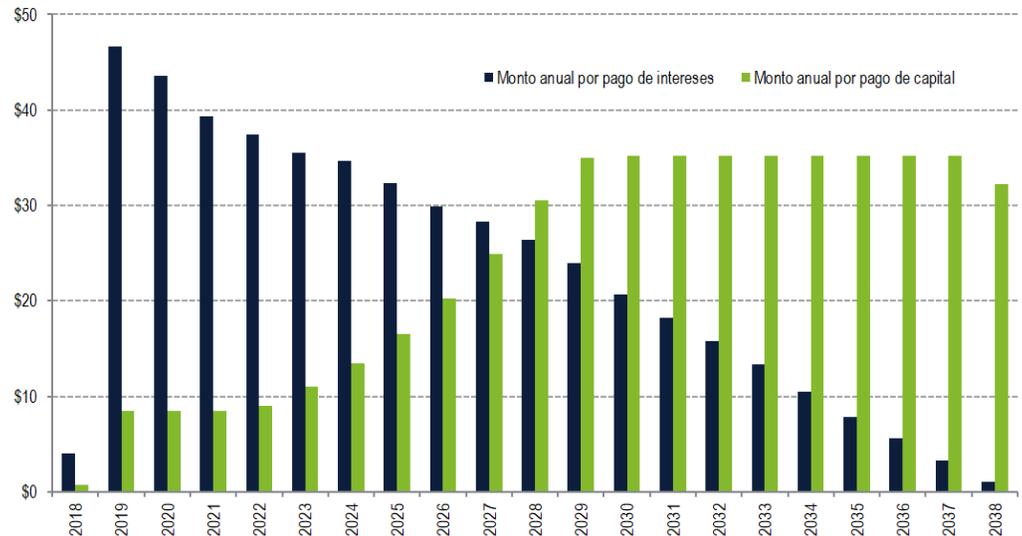
NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₂₈ más una sobretasa, 2) Cantidades en millones de pesos nominales, 3) PPM: Pirmanía Promedio Mensual, 4) En 2018 y en 2038 se considera un mes y 11 meses, respectivamente y 5) El FGP correspondiente al Estado no considera las participaciones de los municipios.

Fuente: HR Ratings.

En la Gráfica 1 se muestra el perfil anual de amortizaciones, así como el pronóstico de pago de intereses en un escenario de estrés. El Estado realizó dos disposiciones en noviembre de 2018 por el monto total contratado, la primera por P\$64.6m y la segunda por P\$435.4m. El pago de capital se realizaría de forma mensual, consecutiva y creciente a una tasa variable. El perfil de amortizaciones en los primeros años tiene una tasa de crecimiento mayor que de 2029 en adelante, cuando se empiezan a ver crecimientos cercanos a cero.

Los intereses se calculan con base en la TIE₂₈ más una sobretasa que está en función de la calificación con mayor riesgo crediticio del crédito. En la gráfica se observa como en 2019 se espera el mayor pago de intereses para posteriormente empezar a disminuir. Lo anterior, debido a los supuestos elaborados por HR Ratings sobre el comportamiento proyectado de la tasa de interés.

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



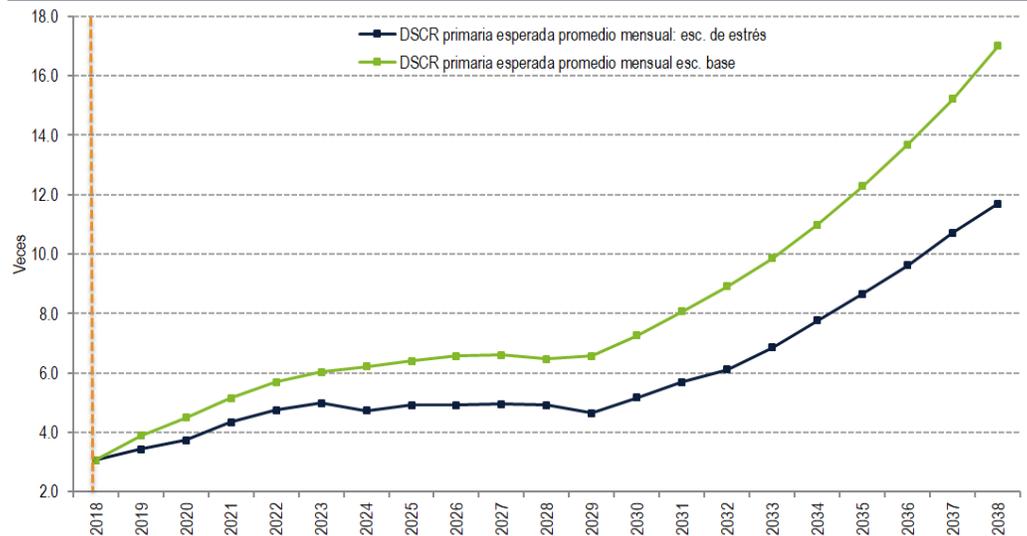
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2019 se considera un escenario de estrés, 3) En 2018 se considera un mes y 4) En 2038 se consideran 11 meses.

La Gráfica 2 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y en uno de estrés. En un escenario base, para 2018 se esperaría una cobertura de 3.1x, mientras que para 2019 y 2020, sería de 3.9x y 4.5x respectivamente. Por otro lado, la cobertura promedio durante el plazo del crédito sería 8.4x (vs. 6.1x esperada en un escenario de estrés) y la cobertura anual mínima del servicio de la deuda se esperaría en 2019 con un valor de 3.9x (vs. 3.4x esperada en un escenario de estrés).

En un escenario de estrés se aplican reducciones en la fuente de pago en 2019, 2024 y 2029. Por otro lado, en un escenario base, se muestra un comportamiento creciente debido a que en ese escenario se proyecta la evolución esperada de las variables macroeconómicas.

Gráfica 2. DSCR primaria promedio mensual esperada



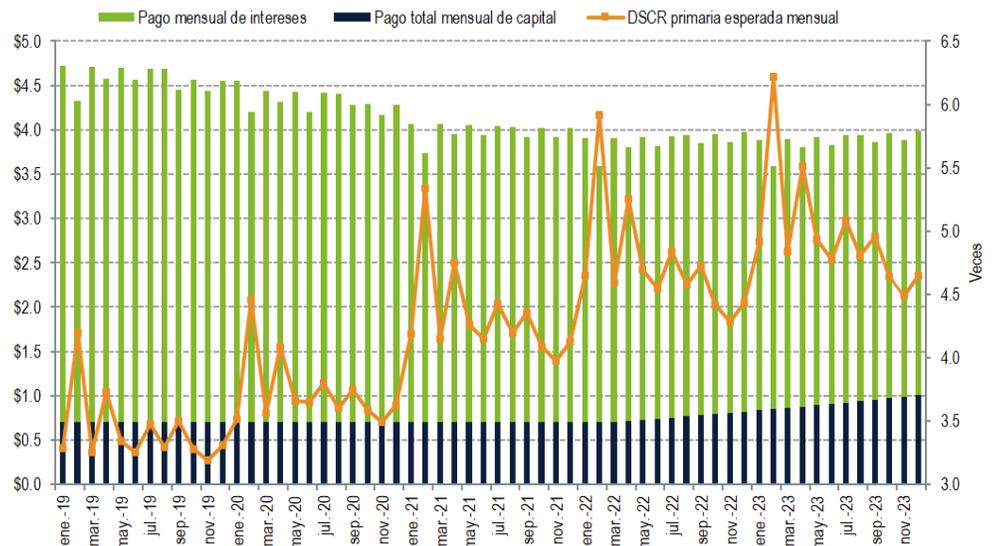
Fuente: HR Ratings

Nota: A partir de 2019 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

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.

A partir de 2019, año en el que se empieza a aplicar un estrés en las proyecciones de la fuente de pago, se observa que la cobertura mínima mensual sería en noviembre de 2019 con un valor de 3.2x. La cobertura de los ingresos asignados al pago del servicio de la deuda es menor en los meses de noviembre, lo cual se debe a que, históricamente, en este mes la Tesorería de la Federación (TESOFE) transfiere menos recursos a las entidades, por concepto de participaciones federales.

Gráfica 3. Servicio de la deuda y razón de cobertura mensual esperada (Escenario de estrés)



Fuente: HR Ratings.

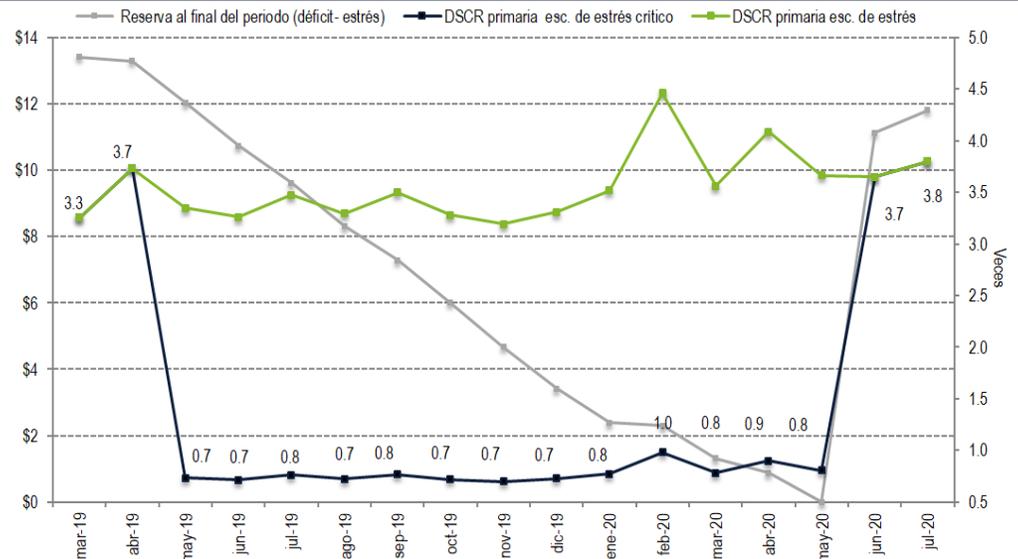
Nota: Cifras en millones de pesos nominales

La estructura considera un fondo de reserva equivalente a la suma del servicio de la deuda de los próximos tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho monto sería equivalente, en promedio, a P\$12.1m.

Con base en el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda (noviembre de 2019), resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura se calculó la TOE, que fue de 78.2%. 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 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. Las coberturas en el periodo de estrés cíclico (seis meses previos y seis meses posteriores al mes con menor cobertura del 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.

Gráfica 4. 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 2017. El crédito tiene asignado como fuente de pago 4.3% del FGP correspondiente al Estado de Nayarit, excluyendo las participaciones de los municipios. La estimación de los recursos que recibiría el Estado en el futuro es resultado de combinar las proyecciones realizadas para el Ramo 28 nacional y Ramo 28 del Estado.

El Ramo 28 nacional ha tenido, en promedio, una tasa de crecimiento real de 5.1% en los últimos cinco años. Para 2018, en un escenario base se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 3.6%, recaudando un total de P\$800,161m. Lo anterior, en términos reales, a precios de 2017. Es importante mencionar que las estimaciones para 2018 son con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

De 2012 a 2017, el Ramo 28 estatal tuvo una tasa de crecimiento real, en promedio, de 4.4%. Para 2018, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación, cifras observadas y cálculos de HR Ratings, el monto esperado, en un escenario base, del Ramo 28 del Estado de Nayarit es de P\$7,559m en términos reales de 2017, lo que significaría un decremento real de 3.1%, respecto al año anterior.

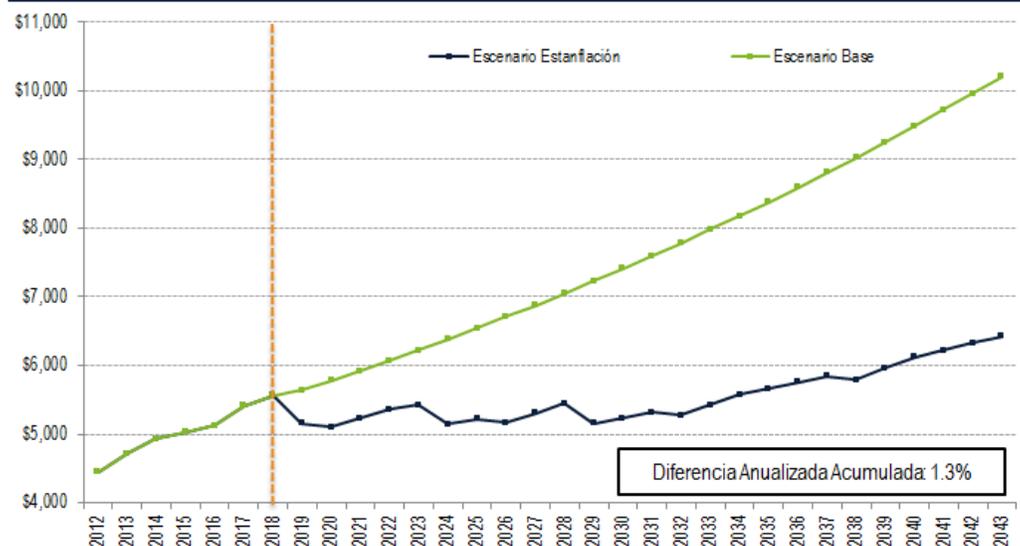
En el caso de Nayarit, de 2012 a 2017 la proporción observada que representó el Ramo 28 Estatal con relación al Ramo 28 nacional se ha mantenido en 1.0%. De acuerdo con lo observado, se proyecta que la proporción de 2019 hasta el vencimiento del crédito se mantendría en 1.01% en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se proyecta una proporción promedio de 0.91% para el resto de la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el escenario de estrés considera reducciones en los años 2019, 2024 y 2029.

La distribución de los recursos de las Participaciones Federales del FGP entre las 32 entidades federativas se determina en la Ley de Coordinación Fiscal y está sujeta a factores como el crecimiento económico de la entidad ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local con respecto a la nacional.

La Gráfica 5 muestra los flujos que obtuvo y los que recibiría el Estado por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. De 2012 a 2017, el FGP estatal tuvo una tasa de crecimiento promedio de 3.0%. En 2017, el Estado recibió por este fondo un acumulado de P\$5,413m, es decir, se observó una tasa de crecimiento de 5.6%. Lo anterior, en términos reales de 2017. Con base en el Presupuesto de Egresos, datos observados y cálculos de HR Ratings, en 2018 se esperaría que Nayarit reciba por concepto de este fondo un acumulado de P\$5,563m, lo que significaría una tasa de crecimiento real de 2.8% con relación al 2017.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaría una $TMAC_{2017-2038}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2017-2038}$ sería de 0.3%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.3%.

Gráfica 5. Nayarit: Fondo General de Participaciones (FGP)



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

Nota: Cifras en millones de pesos reales de 2017.

Fideicomiso de Contratación No. CIB/3150

El 14 de noviembre de 2018 se celebró el contrato de Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150 (Fideicomiso de Contratación), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar: el Estado de Nayarit.
- Fiduciario de Contratación: CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.

- Fideicomisario en primer lugar: cada uno de los acreedores del Fideicomiso.

El Fideicomiso se celebró al amparo del Decreto de Autorización, publicado en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Nayarit Tomo CCIII, número 070, Tiraje 040, Sección Primera, el día 4 de octubre de 2018. En dicho decreto se autorizó al Estado de Nayarit para llevar a cabo la reestructura o refinanciamiento de la deuda pública del Estado hasta por un monto de P\$5,607.6m y para llevar a cabo la constitución del Fideicomiso Público de Contratación.

El patrimonio del Fideicomiso de Contratación se integra irrevocablemente, principalmente, por los recursos derivados de los créditos, en tanto sean utilizados para destinarse a inversiones públicas productivas o para pagar, total o parcialmente, el saldo insoluto de los créditos a refinanciar, los gastos, los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Contratación iniciales y/o la constitución del fondo de reserva correspondiente a cada crédito. Asimismo, el patrimonio estará constituido por la aportación inicial, las aportaciones adicionales realizadas, las cantidades que deriven del ejercicio de cualquier derecho, los valores que adquiera el Fiduciario de Contratación y los rendimientos derivados de las inversiones realizadas.

Asimismo, en el Fideicomiso de Contratación están establecidos como fines que el fiduciario realice, entre otras obligaciones, las siguientes:

- Celebrar cada uno de los contratos de crédito por los montos y demás términos y condiciones que le instruya el Estado. Asimismo, comparecer a la celebración de cada uno de los fideicomisos de pago correspondientes a cada crédito contratado.
- Realizar cada una de las disposiciones de los créditos y, en su caso, suscribir el o los pagarés respectivos que documenten las disposiciones, previa entrega por parte del Estado de una instrucción por escrito. Asimismo, destinar al pago, total o parcial, del saldo insoluto de los financiamientos por refinanciar los recursos derivados de los créditos y a inversiones públicas productivas.
- En su caso, celebrará los contratos de cobertura conforme a las instrucciones del Estado. Es importante mencionar que, en cada contrato de cobertura, se establecerá que el Fiduciario de Contratación será el responsable del pago total de las cantidades que deriven de su respectivo contrato de cobertura con los recursos disponibles en el patrimonio de su fideicomiso de pago respectivo.
- Cumplir y hacer que se cumpla con los términos y condiciones que pacte en los contratos de crédito y, en general, con los documentos de operación.
- Comparecer a la celebración del mandato irrevocable, por medio del cual se instrumente la entrega de los recursos de las participaciones asignadas afectadas irrevocablemente a los fideicomisos de pago.
- Entregar la información requerida por autoridades fiscalizadoras, agencias calificadoras y los fideicomisarios en primer lugar.
- Abrir y mantener la cuenta concentradora, cada una de las subcuentas de distribución y, en su caso, las demás cuentas y/o subcuentas contables que resulten necesarias para la adecuada administración de los recursos del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario deberá de celebrar cada contrato de crédito y demás documentos de operación con el objetivo de que el Fiduciario pueda disponer de cada crédito otorgado. Los términos y condiciones de cada contrato de crédito y de cualquier documento de la operación, incluyendo el monto, forma de cálculo de intereses y las fechas de pago del servicio de la deuda, entre otros, serán determinados por el Estado conforme a las instrucciones que éste entregue al Fiduciario de Contratación.

Los pagos de cada uno de los créditos serán realizados a través del fideicomiso de pago que corresponda a cada crédito. En cada contrato de crédito, cada acreditante expresa su voluntad y aceptación respecto a que el Fiduciario de Contratación, en su carácter de acreditado, será el único y exclusivamente responsable del pago total del crédito correspondiente con los recursos que de momento lleguen a encontrarse disponibles en el patrimonio del propio fideicomiso de pago y hasta donde el mismo alcance. Asimismo, cada Fiduciario de Pago deberá constituirse como obligado solidario y aval del Fiduciario de Contratación. Lo anterior en el entendido de que los fideicomisos de pago deberán establecer que los fiduciarios de pago renuncian a su derecho a exigir del Fiduciario de Contratación la parte que el fiduciario de pago correspondiente hubiere pagado al acreditante respectivo.

Cada contrato de crédito contará con su respectivo fideicomiso de pago, el cual se celebrará por el Estado, el acreditante y su respectivo fiduciario. En la misma fecha en que se celebre el contrato de crédito, se celebrará el fideicomiso de pago correspondiente y, en términos de cada instrucción de celebración de crédito, el Fiduciario (CIBanco) comparecerá la celebración de cada fideicomiso de pago.

Fideicomiso de Pago No. CIB/3157

El 14 de noviembre de 2018 se celebró el contrato de Fideicomiso Público sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3157 (Fideicomiso de Pago), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar: el Estado de Nayarit.
- Fiduciario de Pago: CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.
- Fideicomisario en primer lugar: BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple.
- Con la comparecencia de CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple, en su carácter de Fiduciario de Contratación del Fideicomiso de Contratación No. CIB/3150.

El Fideicomiso de Pago se celebró al amparo del Decreto de Autorización. Por otro lado, el 14 de noviembre se celebró el Fideicomiso de Contratación, mencionado en la sección anterior de este reporte.

El patrimonio del Fideicomiso de Pago se integra irrevocablemente, principalmente, por las participaciones asignadas equivalentes al 4.3% del FGP que le corresponde al Estado, excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios. Asimismo, el patrimonio estará constituido por la aportación inicial; la aportación al fondo de reserva; la transmisión y afectación irrevocable, que en este acto hace el Estado, de los derechos fideicomitados, así como el derecho que el Estado tienen o pueda tener sobre los derechos fideicomitados; las cantidades derivadas del ejercicio de los derechos fideicomitados; las cantidades que el Fiduciario de Pago reciba de los proveedores de cobertura; las cantidades derivadas de la o las disposiciones del crédito; las cantidades

que deriven del ejercicio de cualquier derecho, que por cualquier causa válida correspondan al Fideicomiso de Pago y; las demás cantidades y derechos de que sea titular el Fiduciario de Pago en relación con el presente Fideicomiso de Pago.

Asimismo, en el Fideicomiso de Pago están establecidos como fines que el fiduciario realice, entre otras obligaciones, las siguientes:

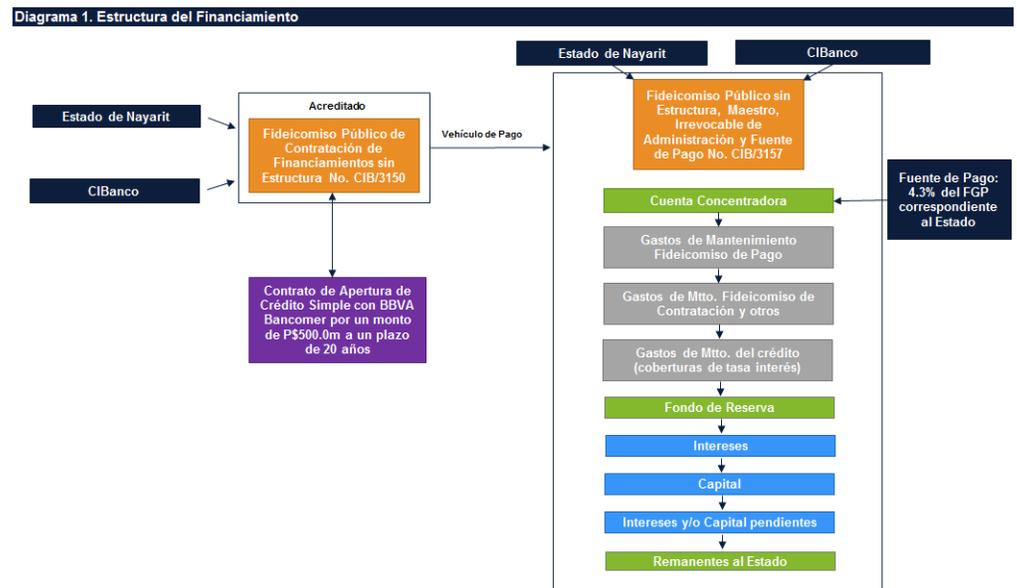
- Abra, opere y mantenga la cuenta concentradora con la institución financiera que el propio Fiduciario de Pago determine.
- Abra, opere y mantenga la cuenta de coberturas con la institución financiera que el propio Fiduciario de Pago determine. Reciba las notificaciones de celebración de cobertura de los proveedores de cobertura, del Fiduciario de Contratación.
- Reciba en la cuenta de coberturas las cantidades que los proveedores de cobertura deban transferir, en el entendido que dichas cantidades serán transferidas por el Fiduciario de Pago al fondo de pago de intereses y capital.
- Entregue al Estado los remanentes a la cuenta que éste le especifique.
- Suscriba la manifestación de obligación solidaria, por la cual asuma el carácter de obligado solidario respecto de las obligaciones a cargo del Fideicomiso de Contratación, en el entendido que, el Fiduciario de Pago, renuncia a su derecho de exigir del Fiduciario de Contratación la parte que él hubiera pagado al Banco.
- Retenga y pague los gastos de mantenimiento del financiamiento, del Fideicomiso de Pago y del Fideicomiso de Contratación.
- Prepare y entregue al Estado, a las agencias calificadoras y al Banco el reporte mensual, trimestral y anual del Fiduciario de Pago.
- Lleve a cabo los actos que sean necesarios a efecto de solicitar anticipos sobre las participaciones asignadas.
- Comparezca a la celebración de los actos jurídicos que se requieran para el perfeccionamiento de los documentos de operación, incluyendo, el mandato irrevocable.
- Cumpla o haga que se cumpla con todos los términos que se pacten en el contrato de crédito.

El Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y como obligado solidario del Fideicomiso de Contratación, respecto de la totalidad de sus obligaciones al amparo del contrato de crédito frente al Banco, y como aval respecto de los pagarés que se suscriban para documentar las disposiciones del crédito. Con base en lo anterior, en caso de insuficiencia de recursos en el Fideicomiso de Pago, el Estado no estará obligado a aportar recursos adicionales.

El Fiduciario de Pago recibirá en la cuenta concentradora las cantidades derivadas de los derechos fideicomitados y demás cantidades que ingresen al patrimonio del Fideicomiso de Pago y llevará a cabo los siguientes pagos con cargo a la cuenta concentradora y hasta donde alcance, en el siguiente orden:

1. Retendrá los fondos suficientes para pagar los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Pago.
2. Retirá los fondos suficientes para realizar el pago de honorarios correspondientes a las agencias calificadoras, así como aquellos recursos necesarios para los gastos del Fideicomiso de Contratación.
3. Retendrá las cantidades necesarias con objeto de pagar los gastos de mantenimiento del crédito, incluyendo los pagos al amparo de los contratos de cobertura.
4. Abonará las cantidades necesarias para mantener el saldo objetivo del fondo de reserva.
5. Abonará las cantidades requeridas en el fondo de pago de intereses y capital en el siguiente orden:
 - i. Hasta por la totalidad de las cantidades que correspondan a intereses.
 - ii. Hasta por la totalidad de las cantidades que correspondan a capital.
 - iii. Hasta por la totalidad de las cantidades que, por cualquier causa, se encuentren pendientes de ser abonadas a los fondos de pago de intereses y capital.
6. Una vez hechos los pagos y abonos anteriores, el Fiduciario de Pago transferirá los recursos excedentes a la cuenta de remanentes.

En el siguiente diagrama se observa la estructura de ambos fideicomisos:



Contrato de Crédito Simple: BBVA Bancomer P\$500.0m.

El 14 de noviembre de 2018, CIBanco (como Fiduciario de Contratación) y BBVA Bancomer, con la comparecencia del Estado de Nayarit, celebraron el contrato de apertura de crédito simple por un monto inicial de hasta P\$500.0m para ser destinado al refinanciamiento de créditos contratados previamente por el Estado, inversiones públicas productivas y a la constitución del fondo de reserva, gastos y costos del crédito. Lo anterior mediante el Decreto de Autorización mencionado anteriormente. Asimismo, el 08 de noviembre de 2018 se celebró el acta de fallo y determinación de los resultados de la licitación pública para la contratación de financiamientos. La fuente de pago asignada para el crédito es 4.3% del FGP que le corresponde al Estado (excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios).

A continuación, se muestra el Diagrama 2, en el cual se detallan los antecedentes de la estructura:



Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

El Fideicomiso de Contratación realizó dos disposiciones en noviembre de 2018 por el monto total contratado, la primera por P\$64.6m y la segunda por P\$435. El fiduciario del Fideicomiso de Pago deberá de crear, mantener, y en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.74% del monto dispuesto para el primer periodo. Posteriormente, dicho fondo deberá de ajustarse a un monto equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses. Este fondo deberá ser mantenido en el Fideicomiso durante la vigencia del crédito, con el fin de solventar problemas de liquidez.

El financiamiento tendrá un plazo máximo de hasta 7,300 días a partir de la primera disposición del crédito. El pago de capital se realizaría mediante 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El primer pago se espera que se realice en diciembre de 2018 y el último se realizaría en noviembre de 2038.

A partir de la primera disposición, se deberán pagar mensualmente al Banco intereses ordinarios sobre saldos insolutos a una tasa equivalente a la TIIE₂₈ más una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo.

Los pagos que efectúe a favor del Banco se aplicarán hasta donde alcancen, en el siguiente orden: i) gastos en que haya incurrido el Banco para la recuperación del crédito, ii) gastos generados pactados en el contrato de crédito, iii) intereses moratorios, iv) intereses ordinarios vencidos y no pagados, v) principal vencido y no pagado, vi) intereses ordinarios devengados en el periodo correspondiente, vii) amortización de

capital correspondiente y viii) si hubiere alguna cantidad excedente, se aplicará en orden decreciente a, a partir de la última amortización, para reducir su plazo.

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 Fideicomiso de Contratación y, en su caso, el Estado, adquieren una serie de obligaciones de hacer y no hacer, entre las que se encuentran las siguientes:

- El Fideicomiso de Contratación, por conducto del Fiduciario de Pago, deberá constituir y reconstituir el fondo de reserva.
- El Fideicomiso de Contratación deberá pagar puntualmente las cantidades que correspondan de principal del crédito, los intereses ordinarios y/o moratorios.
- El Fideicomiso de Contratación deberá mantener, durante la vigencia del crédito, al menos dos calificaciones para el financiamiento sin estipular un nivel mínimo.
- El Estado, cuando así lo solicite el Banco, deberá proporcionar todo tipo de información asociada al crédito.
- En todo momento tanto el Fideicomiso de Contratación como el Estado deberán abstenerse de realizar cualquier hecho y/o acto jurídico que tenga como efecto dejar de mantener la afectación de las participaciones asignadas.

Eventos de Aceleración Parcial

El incumplimiento por parte del Fideicomiso de Contratación y/o el Estado con ciertas obligaciones de hacer y no hacer, constituirá un evento de aceleración parcial. Dentro de estas obligaciones destaca mantener dos calificaciones del crédito sin estipular un nivel mínimo.

Una vez que el Fiduciario de Pago reciba una notificación de aceleración parcial, este deberá de transferir al Banco el importe que resulte de multiplicar el servicio de la deuda por el factor de aceleración parcial, es decir, por 1.3x. En caso de que se encuentre vigente uno o más eventos de aceleración parcial se aplicará la aceleración parcial sin acumular el factor de aceleración parcial por cada incumplimiento.

Eventos de Aceleración Total

En caso de que cualquier información solicitada al Fiduciario de Contratación y/o al Estado resulte declarada falsa o dolosamente incorrecta o incompleta, el Banco tendrá la facultad para activar un evento de aceleración total. Asimismo, en caso de que un evento de aceleración parcial no sea subsanado dentro de un plazo de 180 días, dicho evento será considerado como un evento de aceleración total.

Una vez que el Fiduciario de Pago reciba una notificación de aceleración total, este deberá de transferir al Banco la totalidad de los recursos derivados de las participaciones asignadas. El Fideicomiso de Contratación podrá optar por aplicar las consecuencias de un evento de aceleración total a una causa de vencimiento anticipado, de manera temporal o permanente.

Eventos de Vencimiento Anticipado

En caso de que el Fideicomiso de Contratación y/o el Estado incumplan con las siguientes obligaciones se considerará que existe una causa de vencimiento anticipado:

- Los recursos del crédito sean destinados a los fines autorizados en el contrato de crédito.
- El Fiduciario de Contratación, a través del Fideicomiso de Pago, cumpla con el pago de principal, intereses ordinarios y/o intereses moratorios.
- En todo momento el Fideicomiso de Contratación y el Estado deberán abstenerse de realizar cualquier hecho y/o acto jurídico que tenga como efecto dejar de mantener la afectación de las participaciones asignadas.
- El Estado deberá abstenerse de realizar cualesquiera actos cuyo efecto sea que el Estado deje de formar parte y/o deje de mantenerse adherido al Sistema de Coordinación Fiscal.

A partir del acontecimiento de cualquiera de los eventos de vencimiento anticipado, el Banco podrá enviar un aviso previo de vencimiento anticipado. El Fideicomiso de Pago deberá contestar dicho aviso en los siguientes 15 días hábiles. Vencido el plazo, el Banco entregará una notificación de vencimiento anticipado del crédito y, por lo tanto, aplicar la totalidad de los recursos asignados al pago del crédito y el fondo de reserva al pago del saldo insoluto del crédito.

Opinión Legal

Como parte del proceso de calificación, un despacho jurídico externo e independiente evaluó la fortaleza legal del Fideicomiso de Contratación y del Fideicomiso de Pago 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. Considerando el análisis hecho por un despacho de asesores legales independientes, se concluyó lo siguiente:

- El contrato de crédito con BBVA Bancomer, el Fideicomiso de Pago y el Fideicomiso de Contratación cumplen satisfactoriamente con las obligaciones y disposiciones legales federales y estatales aplicables al proceso de contratación de financiamientos, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos federales que le correspondan para su pago. Estos contratos constituyen obligaciones válidas y exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos.
- El Fideicomiso de Contratación cumple satisfactoriamente con la legislación mexicana y se apega a lo señalado en las respectivas autorizaciones. Además, cuenta con la ventaja de no mezclar obligaciones, derechos y recursos de los distintos participantes en la operación, ya que el Fideicomiso de Contratación tiene como finalidad, entre otras, la contratación de los financiamientos y de la concentración de los recursos de derivados de estos y el Fideicomiso de Fuente de Pago tiene como finalidad, entre otras, recibir los recursos y hacer el pago a los Acreedores de los créditos.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Nayarit

Crédito Bancario Estructurado

BBVA Bancomer (P\$500.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

- La afectación de las participaciones federales se encuentra debidamente autorizada por el Congreso del Estado.
- La estructura legal propuesta, que implica a los instrumentos seleccionados, celebrados y, en su caso, inscritos para garantizar la efectividad, seguridad, transparencia y cumplimiento de los objetivos que se plantearon con el refinanciamiento de la deuda de Veracruz, cumple satisfactoriamente con la legislación mexicana y con criterios de seguridad jurídica, tanto para Nayarit como para las instituciones financieras que participan.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico independiente, esta estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*. Lo anterior sin dejar de lado las limitaciones y reservas mencionadas en dicho dictamen.

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.

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 IEPS⁶, 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 (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.

⁶ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Nayarit
Crédito Bancario Estructurado
BBVA Bancomer (P\$500.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballinez

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



**Credit
Rating
Agency**

Estado de Nayarit
Crédito Bancario Estructurado
BBVA Bancomer (P\$500.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

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 esta entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

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

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	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 de 2011 a septiembre de 2018
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 Ratings 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, 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 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 USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

*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.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Nayarit

Crédito Bancario Estructurado

Banobras (P\$5,000.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

Calificación

CBE Nayarit HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Luisa Adame
Asociada Senior
luisa.adame@hrratings.com

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

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

Monto de endeudamiento autorizado	P\$5,607.6m
Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar	Estado de Nayarit
Fiduciario de Pago	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple
Fideicomisario en primer lugar del presente crédito	Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo
Vehículo legal de pago	Fideicomiso Público, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3156
Vehículo legal de contratación	Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150
Fuente de pago y garantía	38.5% del Fondo General de Participaciones del Estado (FGP), excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios.
Crédito Banobras (2018)	P\$5,000.0m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIE ₂₈ + sobretasa*
Tasa de interés moratoria	1.5x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual
Amortización	300 amortizaciones consecutivas y crecientes a una tasa variable sin considerar un periodo de gracia.
Plazo	Hasta 25 años a partir de la primera disposición.
Fondo de reserva	El estimado del servicio de la deuda de los próximos tres meses.
Porcentaje asignado	100% de las participaciones fideicomitidas
Destino	Refinanciamiento e Inversiones Públicas
Fecha de Vencimiento	Noviembre de 2043

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

Definición

La calificación que asignó HR Ratings al Crédito Bancario Estructurado celebrado al amparo del Fideicomiso No. CIB/3150 entre CIBanco, en su carácter de Fiduciario de Contratación, y Banobras es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito del Estado de Nayarit con Banobras por un monto inicial de P\$5,000.0m.

La asignación de la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al crédito bancario estructurado, contratado por el Fideicomiso de Contratación¹ con Banobras², bajo la comparecencia del Estado de Nayarit³, es resultado del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último análisis determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)⁴ de 77.9%. Por otro lado, la calificación quirografaria vigente del Estado de Nayarit es HR A- con Perspectiva Estable. Con base en el dictamen legal entregado por un despacho jurídico externo e independiente, la estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*.

La apertura del crédito se realizó por un monto inicial de P\$5,000.0 millones (m) y se celebró al amparo del Fideicomiso de Contratación y del Fideicomiso de Pago⁵. El Fideicomiso tiene afectado en su patrimonio 38.5% de los recursos, presentes y futuros, que por Fondo General de Participaciones (FGP) le corresponden al Estado, sin considerar las participaciones de los municipios. La totalidad de los recursos afectados se encuentran asignados al pago del crédito.

Variables Relevantes: CBE Estado de Nayarit con Banobras P\$5,000.0m (cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 77.9%	2016	2017	TMAC ² ₂₀₁₃₋₂₀₁₇	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2018	2043	TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃	2018	2043	TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃
FGP Estatal	4,803	5,413	7.7%	5,833	24,194	5.9%	5,833	16,690	4.4%
TIE ₂₈ ³	6.1%	7.6%		8.3%	4.3%		8.3%	5.1%	
DSCR Primaria ⁴				Min 3.9x	Prom 11.2x	Max 28.0x	Min 3.4x	Prom 7.9x	Max 19.3x

Nota: 1) Escenario de estancamiento, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento y 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 de fuentes de información pública y estimaciones propias.

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

- **Escenario de Estrés Crítico.** Con base en nuestras proyecciones de flujos, el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería diciembre de 2019, con una razón de cobertura (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.2 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.
- **Contrato de Crédito.** El 14 de noviembre de 2018, a través del Fideicomiso de Contratación y bajo los términos estipulados por el Estado en el proceso de licitación pública para la contratación de deuda, se celebró el contrato de crédito con Banobras por un monto de P\$5,000.0m. En noviembre de 2018 se dispusieron P\$4,269.6m a través de dos disposiciones, sin embargo, se planea disponer la totalidad del crédito contratado en 2019. El pago del crédito se hará mediante 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable.
- **Fideicomiso de Contratación.** Celebrado el 14 de noviembre de 2018, entre el Estado y CIBanco, en su carácter de Fiduciario de Contratación, tiene como fin celebrar los contratos de crédito y recibir los recursos de las disposiciones de los financiamientos para destinarlos al pago de los créditos por refinanciar y/o a inversiones públicas productivas, así como para la constitución del fondo de reserva de cada crédito contratado y el pago de gastos y costos asociados con la contratación del crédito.
- **Fideicomiso de Pago.** Celebrado entre el Estado y CIBanco el 14 de noviembre de 2018, el Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y recibirá en la cuenta concentradora las cantidades derivadas del FGP afectado y llevará a cabo el pago del servicio de la deuda del crédito.
- **DSCR Primaria.** En un escenario base, la DSCR primaria promedio esperada en 2019 sería de 3.9x y la cobertura promedio para los próximos cinco años (2019-2023) sería 4.9x. En un escenario de estrés, la cobertura esperada para 2019 es de 3.4x y la DSCR promedio esperada para los próximos cinco años sería de 4.1x.
- **Fondo de Reserva.** El Estado constituyó un fondo de reserva inicial, con recursos provenientes del crédito, por un monto equivalente al 2.5% del monto dispuesto. Dicho fondo deberá de mantenerse, durante toda la vigencia del crédito, en un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho monto sería equivalente, en promedio, a P\$104.6m.

¹ Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150 (Fideicomiso de Contratación).

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

³ Estado de Nayarit (Nayarit y/o el Estado).

⁴ 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 reconstruir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico.

⁵ Fideicomiso Público, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3156 (Fideicomiso de Pago).

Principales Factores Considerados

El proceso de análisis que HR Ratings realizó para asignar la calificación crediticia del crédito bancario estructurado considera los siguientes factores: 1) el análisis del desempeño financiero de la estructura bajo diferentes escenarios económicos y financieros, 2) la opinión legal acerca de la constitución del Fideicomiso de Contratación, el Fideicomiso de Pago y del contrato de crédito, y 3) la calificación quirografaria del Estado.

A continuación, se presentan algunos de los principales factores considerados para la asignación de la calificación del crédito.

- El análisis financiero se realizó considerando un escenario macroeconómico de estanflación, entendido como un escenario con altos niveles de inflación y un bajo crecimiento económico. En este escenario se considera que la $TMAC_{2017-2043}$ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en el escenario de estrés sería de 3.7% (vs. 3.4% en base). Por otro lado, la TIE_{28} tendría un valor promedio esperado, en este escenario, durante el plazo del crédito, de 6.3% y en un escenario base de 5.5%.
- De enero a septiembre de 2018, el Estado recibió por concepto de FGP un monto acumulado de P\$4,589m, un monto 6.2% superior a lo que se recibió en el mismo periodo de 2017 y 6.3% mayor de lo presupuestado para dicho periodo al inicio del año. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación y cálculos de HR Ratings, el Estado recibiría al cierre de 2018 un monto acumulado de P\$5,833m, lo que significaría un crecimiento nominal de 7.8% respecto a 2017.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por un despacho jurídico externo e independiente, esta estructura recibió una opinión legal *satisfactoria*.
- Entre las consideraciones extraordinarias de ajuste cualitativo, analizadas por HR Ratings, las cuales no tuvieron un impacto sobre la calificación del crédito, se encuentran las siguientes:
 - De acuerdo con el contrato de crédito, el Estado debe mantener dos calificaciones de la estructura durante la vigencia del crédito, sin estipular un nivel mínimo. El incumplimiento de dicha obligación podría activar un evento de aceleración parcial y en caso de no ser subsanada en un periodo de 180 días, un evento de aceleración total. Lo anterior no se consideró como un factor de ajuste a la estructura.
 - La calificación quirografaria vigente del Estado de Nayarit es HR A- con Perspectiva Estable, misma que se asignó el 29 de noviembre de 2018.

Características de la Estructura

El 14 de noviembre de 2018, CIBanco (como Fiduciario del Fideicomiso de Contratación) y Banobras celebraron la apertura del contrato de crédito simple, bajo la comparecencia del Estado de Nayarit, por un monto de P\$5,000.0m a un plazo de hasta 9,125 días a partir de la primera disposición. Lo anterior al amparo del Decreto de

Autorización publicado en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Nayarit el día 4 de octubre de 2018.

El crédito se encuentra inscrito en el Fideicomiso de Pago No. CIB/3156. Este Fideicomiso tiene afectado el 38.5% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios del Estado. El 100% de las participaciones fideicomitadas se encuentran asignadas al pago del crédito. El Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y como obligado solidario del Fideicomiso de Contratación y que, en caso de que los recursos del Fideicomiso de Pago no sean suficientes para cumplir las obligaciones de pago derivadas del crédito, corresponderá exclusivamente al Fideicomiso de Contratación, quien funge como acreditado, efectuar dichos pagos, por lo que el Banco no podrá solicitar al Estado pago alguno del crédito.

El pago de capital se realizaría a través de 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a tasa variable. El Estado realizó dos disposiciones en noviembre de 2018 por un monto acumulado de P\$4,269.6m, sin embargo, el Estado planea disponer la totalidad del crédito. El primer pago del crédito se esperaría en diciembre de 2018 y el último se realizaría en noviembre de 2043.

Los intereses ordinarios se calcularán sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la $TII E_{28}$ una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo crediticio. Adicionalmente, la estructura deberá mantener, durante la vigencia del crédito, un fondo de reserva, el cual tiene un saldo objetivo equivalente a los tres meses siguientes del servicio de la deuda.

Análisis de Escenarios

Nuestro análisis financiero se realizó considerando un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas, siendo el escenario que presentó el mayor estrés (el mes con menor cobertura del servicio de la deuda) el que se utilizó para asignar la calificación. En este caso, el escenario de estrés tiene condiciones propias de un escenario con altas tasas de inflación y bajos niveles de crecimiento económico. La Tabla 1 muestra los supuestos sobre algunas variables utilizadas para el análisis de los escenarios, base y de estrés.

Tabla 1. Escenarios	Esc. base	Esc. de estrés
FGP Nom. Estado de Nayarit ($TMAC_{2017-2043}$)	5.9%	4.4%
INPC ($TMAC_{2017-2043}$)	3.4%	3.7%
$TII E_{28}$ (Promedio $_{2018-2043}$)	5.5%	6.3%

Fuente: HR Ratings con base en 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 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 2019 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Tabla 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. CIB/3156: Banobras P\$5,000.0m (Escenario de Estrés: Estanflación)

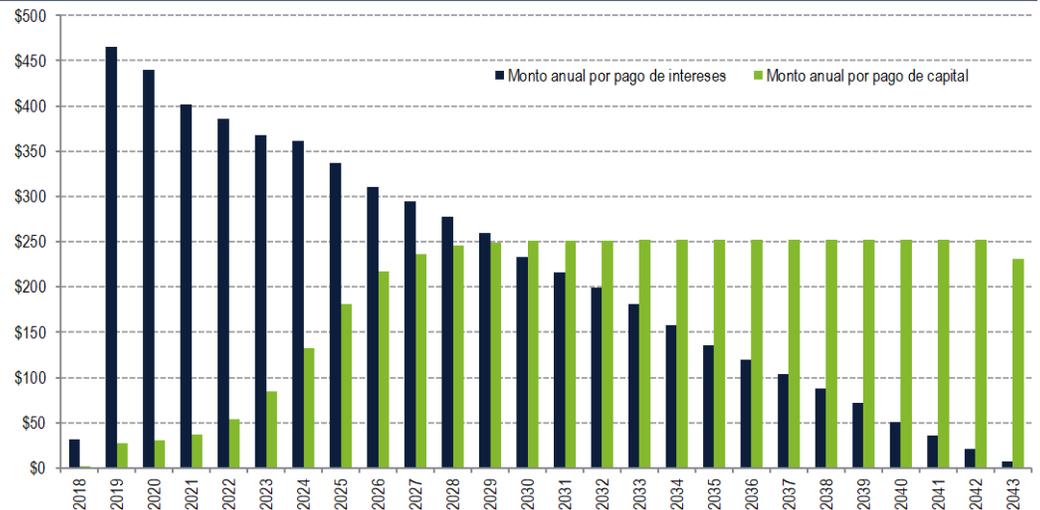
Año	FGP del Estado de Nayarit	FGP correspondiente al Estado de Nayarit	Fuente de pago: 38.5% del FGP correspondiente al Estado de Nayarit	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de Reserva en meses de pago (Prom. Anual)	Recursos transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo Insoluto ⁶
2018	\$873.6	\$677.0	\$129.7	\$1.9	\$31.1	\$33.0	3.9	3.3	\$16.0	\$80.7	\$4,267.7
2019	\$5,652.4	\$4,380.6	\$1,686.5	\$27.3	\$465.5	\$492.7	3.4	3.0	-\$4.1	\$1,197.8	\$4,970.8
2020	\$5,819.8	\$4,510.3	\$1,736.5	\$30.2	\$440.0	\$470.2	3.7	3.0	-\$11.0	\$1,277.2	\$4,940.6
2021	\$6,204.2	\$4,808.3	\$1,851.2	\$37.4	\$401.4	\$438.8	4.2	3.0	-\$0.9	\$1,413.3	\$4,903.2
2022	\$6,604.9	\$5,118.8	\$1,970.7	\$53.5	\$385.5	\$439.0	4.5	3.0	\$2.1	\$1,529.7	\$4,849.7
2023	\$6,946.5	\$5,383.5	\$2,072.7	\$84.9	\$368.0	\$452.9	4.6	3.0	\$9.9	\$1,609.8	\$4,764.9
2024	\$6,829.0	\$5,292.5	\$2,037.6	\$132.1	\$360.9	\$493.0	4.1	3.0	\$6.5	\$1,538.1	\$4,632.8
2025	\$7,191.0	\$5,573.1	\$2,145.6	\$181.6	\$336.5	\$518.1	4.2	3.0	\$4.5	\$1,623.1	\$4,451.2
2026	\$7,387.1	\$5,725.0	\$2,204.1	\$217.4	\$310.7	\$528.1	4.2	3.0	\$2.3	\$1,673.7	\$4,233.8
2027	\$7,865.9	\$6,096.1	\$2,347.0	\$236.7	\$294.5	\$531.2	4.4	3.0	-\$0.5	\$1,816.2	\$3,997.1
2028	\$8,375.2	\$6,490.8	\$2,498.9	\$245.6	\$278.0	\$523.6	4.8	3.0	-\$3.9	\$1,979.2	\$3,751.5
2029	\$8,217.6	\$6,368.7	\$2,451.9	\$249.3	\$259.6	\$508.9	4.8	3.0	-\$6.1	\$1,949.1	\$3,502.2
2030	\$8,653.1	\$6,706.1	\$2,581.9	\$250.8	\$233.2	\$483.9	5.3	3.0	-\$4.1	\$2,102.0	\$3,251.5
2031	\$9,111.6	\$7,061.5	\$2,718.7	\$251.4	\$215.9	\$467.2	5.8	3.0	-\$3.6	\$2,255.1	\$3,000.1
2032	\$9,359.4	\$7,253.6	\$2,792.6	\$251.6	\$199.1	\$450.7	6.2	3.0	-\$4.8	\$2,346.7	\$2,748.5
2033	\$9,973.6	\$7,729.5	\$2,975.9	\$251.7	\$181.2	\$432.9	6.9	3.0	-\$5.8	\$2,548.8	\$2,496.8
2034	\$10,627.0	\$8,236.0	\$3,170.8	\$251.7	\$157.9	\$409.6	7.7	3.0	-\$5.5	\$2,766.8	\$2,245.1
2035	\$11,178.9	\$8,663.6	\$3,335.5	\$251.8	\$135.8	\$387.5	8.6	3.0	-\$3.6	\$2,951.6	\$1,993.3
2036	\$11,759.3	\$9,113.4	\$3,508.7	\$251.8	\$120.1	\$371.8	9.4	3.0	-\$4.3	\$3,141.2	\$1,741.6
2037	\$12,369.6	\$9,586.5	\$3,690.8	\$251.8	\$103.7	\$355.4	10.4	3.0	-\$4.0	\$3,339.3	\$1,489.8
2038	\$12,687.2	\$9,832.6	\$3,785.6	\$251.8	\$87.6	\$339.4	11.2	3.0	-\$4.0	\$3,450.2	\$1,238.1
2039	\$13,515.6	\$10,474.6	\$4,032.7	\$251.8	\$71.5	\$323.3	12.5	3.0	-\$5.0	\$3,714.4	\$986.3
2040	\$14,382.8	\$11,146.7	\$4,291.5	\$251.8	\$51.2	\$303.0	14.2	3.0	-\$3.8	\$3,992.3	\$734.5
2041	\$15,114.2	\$11,713.5	\$4,509.7	\$251.8	\$36.3	\$288.1	15.7	3.0	-\$3.6	\$4,225.3	\$482.8
2042	\$15,882.6	\$12,309.0	\$4,739.0	\$251.8	\$21.5	\$273.3	17.3	3.0	-\$3.6	\$4,469.3	\$231.0
2043	\$14,097.3	\$10,925.4	\$4,581.0	\$231.0	\$6.8	\$237.8	19.3	2.3	-\$66.0	\$4,409.2	\$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) PPM: Primaria Promedio Mensual. 4) En 2018 y en 2043 se considera un mes y 11 meses, respectivamente. 5) El FGP correspondiente al Estado no considera las participaciones de los municipios y 6) El saldo insoluto considera que la última disposición se realizaría en 2019.
Fuente: HR Ratings.

En la Gráfica 1 se muestra el perfil anual de amortizaciones, así como el pronóstico de pago de intereses en un escenario de estrés. El Estado dispuso P\$4,269.6m en noviembre de 2018 a través de dos disposiciones y se espera que haga una tercera disposición por el monto restante (P\$730.4m) en 2019. El pago de capital se realizaría de forma mensual, consecutiva y creciente a una tasa variable. El perfil de amortizaciones en los primeros años tiene una tasa de crecimiento mayor que de 2031 en adelante, cuando se empiezan a ver crecimientos cercanos a cero.

Los intereses se calculan con base en la TIE₂₈ más una sobretasa que está en función de la calificación con mayor riesgo del crédito. En la gráfica se observa como en 2019 se espera el mayor pago de intereses para posteriormente empezar a disminuir. Lo anterior, debido a los supuestos elaborados por HR Ratings sobre el comportamiento proyectado de la tasa de interés.

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



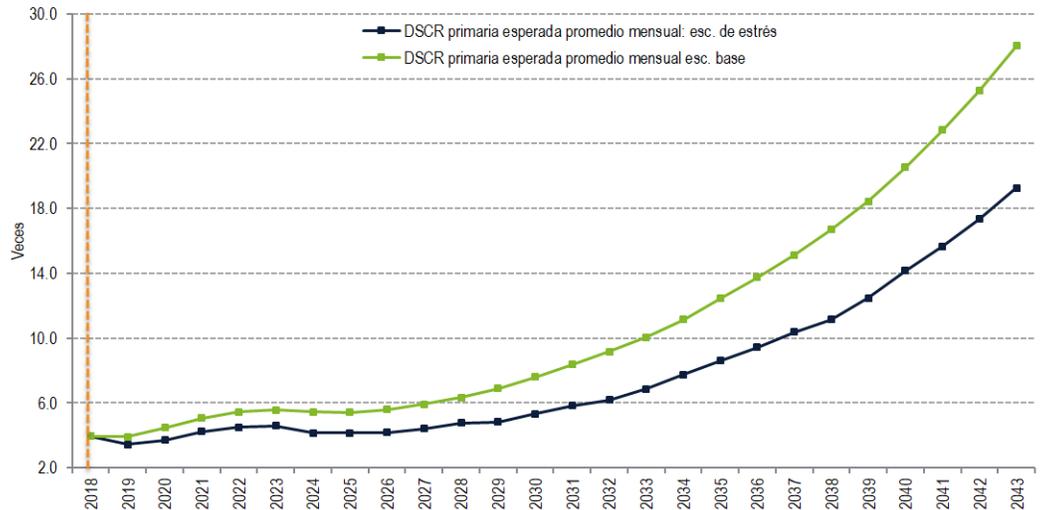
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2019 se considera un escenario de estrés, 3) En 2018 se considera un mes y 4) En 2043 se consideran 11 meses.

La Gráfica 2 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y en uno de estrés. En un escenario base, para 2018 se esperaría una cobertura de 3.9x. Por otro lado, la cobertura promedio durante el plazo del crédito sería 11.2x (vs. 7.9x esperada en un escenario de estrés) y la cobertura anual mínima del servicio de la deuda se esperaría en 2019 con un valor de 3.9x (vs. 3.4x esperada en un escenario de estrés)

En un escenario de estrés se aplican reducciones en la fuente de pago en 2019, 2024 y 2029. Por otro lado, en un escenario base, se muestra un comportamiento creciente debido a que en ese escenario se proyecta la evolución esperada de las variables macroeconómicas.

Gráfica 2. DSCR primaria promedio mensual esperada



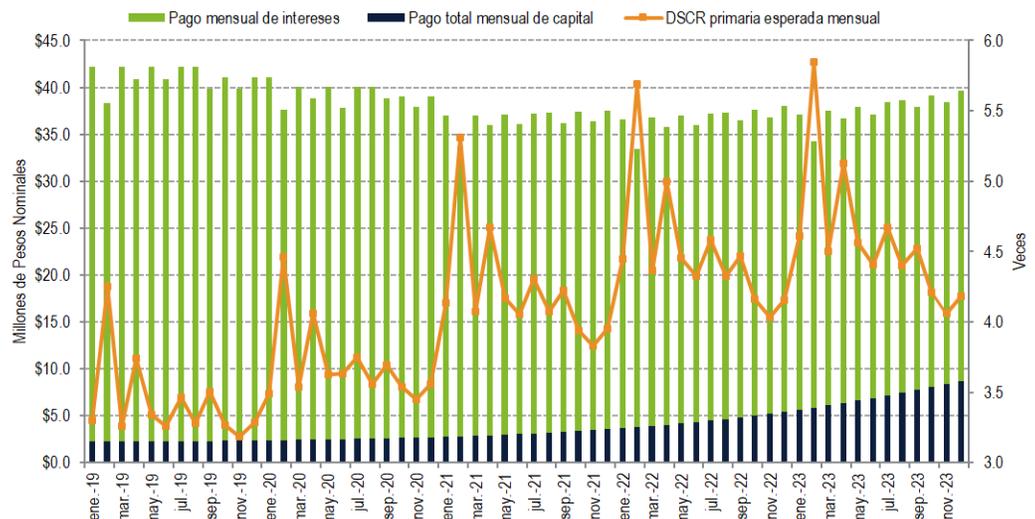
Fuente: HR Ratings

Nota: A partir de 2019 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

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.

A partir de 2019, año en el que se empieza a aplicar un estrés en las proyecciones de la fuente de pago, se observa que la cobertura mínima mensual sería en noviembre de 2019 con un valor de 3.2x. La cobertura de los ingresos asignados al pago del servicio de la deuda es mayor en los meses de febrero, lo cual se debe a que, históricamente, febrero es el mes en que la Tesorería de la Federación (TESOFE) transfiere mayores recursos a las entidades, por concepto de participaciones federales.

Gráfica 3. Servicio de la deuda y razón de cobertura mensual esperada (Escenario de estrés)



Fuente: HR Ratings.

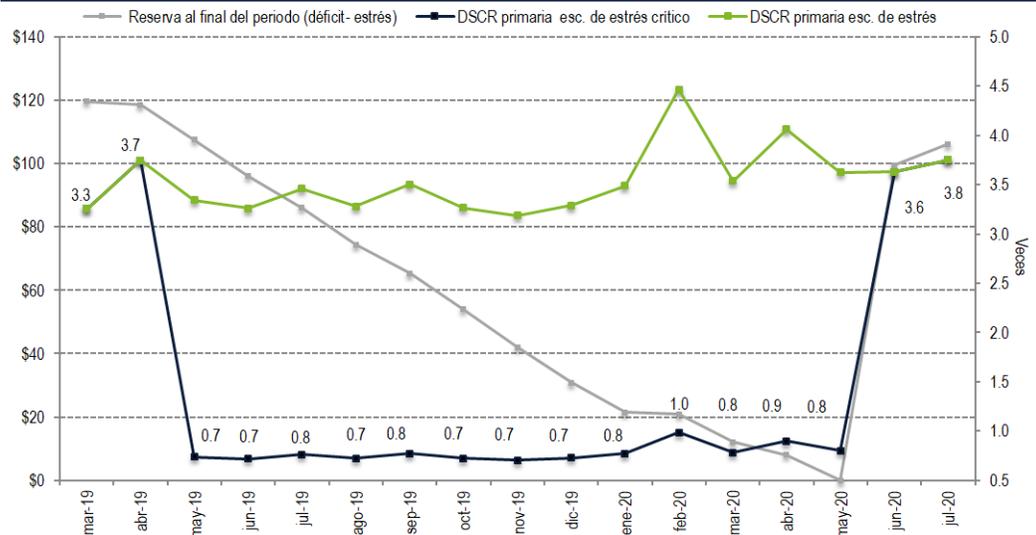
Nota: 1) Datos proyectados en un escenario de estrés.

La estructura considera un fondo de reserva equivalente a la suma del servicio de la deuda de los próximos tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho monto sería equivalente, en promedio, a P\$104.6m.

Con base en el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda (noviembre de 2019), resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura se calculó la TOE, que fue de 77.9%. 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 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. Las coberturas en el periodo de estrés cíclico (seis meses previos y seis meses posteriores al mes con menor cobertura del 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.

Gráfica 4. 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 2017. El crédito tiene asignado como fuente de pago 38.5% del FGP correspondiente al Estado de Nayarit, excluyendo las participaciones de los municipios. La estimación de los recursos

que recibiría el Estado en el futuro es resultado de combinar las proyecciones realizadas para el Ramo 28 nacional y Ramo 28 del Estado.

El Ramo 28 nacional ha tenido, en promedio, una tasa de crecimiento real de 5.1% en los últimos cinco años. Para 2018, en un escenario base se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 3.6%, recaudando un total de P\$800,161m. Lo anterior, en términos reales, a precios de 2017. Es importante mencionar que las estimaciones para 2018 son con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

De 2012 a 2017, el Ramo 28 estatal tuvo una tasa de crecimiento real, en promedio, de 4.4%. Para 2018, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación, cifras observadas y cálculos de HR Ratings, el monto esperado, en un escenario base, del Ramo 28 del Estado de Nayarit es de P\$7,559m en términos reales de 2017, lo que significaría un decremento real de 3.1%, respecto al año anterior.

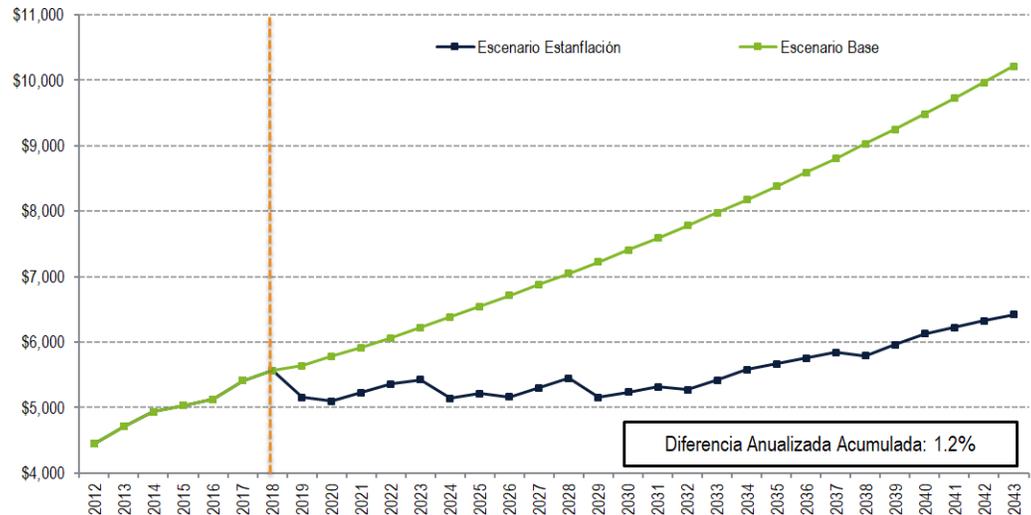
En el caso de Nayarit, de 2012 a 2017 la proporción observada que representó el Ramo 28 Estatal en relación con el Ramo 28 nacional se ha mantenido en 1.0%. De acuerdo con lo observado, se proyecta que la proporción de 2019 hasta el vencimiento del crédito se mantendría en 1.01% en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se proyecta una proporción promedio de 0.91% para el resto de la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el escenario de estrés considera reducciones en los años 2019, 2024 y 2029.

La distribución de los recursos de las Participaciones Federales del FGP entre las 32 entidades federativas se determina en la Ley de Coordinación Fiscal y está sujeta a factores como el crecimiento económico de la entidad ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local con respecto a la nacional.

La Gráfica 5 muestra los flujos que obtuvo y los que recibiría el Estado por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. De 2012 a 2017, el FGP estatal tuvo una tasa de crecimiento promedio de 3.0%. En 2017, el Estado recibió por este fondo un acumulado de P\$5,413m, es decir, se observó una tasa de crecimiento de 5.6%. Lo anterior, en términos reales de 2017. Con base en el Presupuesto de Egresos, datos observados y cálculos de HR Ratings, en 2018 se esperaría que Nayarit reciba por concepto de este fondo un acumulado de P\$5,563m, lo que significaría una tasa de crecimiento real de 2.8% en relación con 2017.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaría una $TMAC_{2017-2043}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2017-2043}$ sería de 0.7%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.2%.

Gráfica 5. Nayarit: Fondo General de Participaciones (FGP)



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

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2017.

Fideicomiso de Contratación No. CIB/3150

El 14 de noviembre de 2018 se celebró el contrato de Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150 (Fideicomiso de Contratación), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar: el Estado de Nayarit.
- Fiduciario de Contratación: CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.
- Fideicomisario en primer lugar: cada uno de los acreedores del Fideicomiso.

El Fideicomiso se celebró al amparo del Decreto de Autorización publicado en el Periódico Oficial del Gobierno del Estado de Nayarit Tomo CCIII, número 070, Tiraje 040, Sección Primera, el día 4 de octubre de 2018. En dicho decreto se autorizó al Estado de Nayarit para llevar a cabo la reestructura o refinanciamiento de la deuda pública del Estado hasta por un monto de P\$5,607.6m y para llevar a cabo la constitución del Fideicomiso Público de Contratación.

El patrimonio del Fideicomiso de Contratación se integra irrevocablemente, principalmente, por los recursos derivados de los créditos, en tanto sean utilizados para destinarse a inversiones públicas productivas o para pagar, total o parcialmente, el saldo insoluto de los créditos a refinanciar, los gastos, los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Contratación iniciales y/o la constitución del fondo de reserva correspondiente a cada crédito. Asimismo, el patrimonio estará constituido por la aportación inicial, las aportaciones adicionales realizadas, las cantidades que deriven del ejercicio de cualquier derecho, los valores que adquiera el Fiduciario de Contratación y los rendimientos derivados de las inversiones realizadas.

Asimismo, en el Fideicomiso de Contratación están establecidos como fines que el fiduciario realice, entre otras obligaciones, las siguientes:

- Celebrar cada uno de los contratos de crédito por los montos y demás términos y condiciones que le instruya el Estado. Asimismo, comparecer a la celebración de cada uno de los fideicomisos de pago correspondientes a cada crédito contratado.
- Realizar cada una de las disposiciones de los créditos y, en su caso, suscribir el o los pagarés respectivos que documenten las disposiciones, previa entrega por parte del Estado de una instrucción por escrito. Asimismo, destinar al pago, total o parcial, del saldo insoluto de los financiamientos por refinanciar los recursos derivados de los créditos y a inversiones públicas productivas.
- En su caso celebrará los contratos de cobertura conforme a las instrucciones del Estado. Es importante mencionar que, en cada contrato de cobertura, se establecerá que el Fiduciario de Contratación será el responsable del pago total de las cantidades que deriven de su respectivo contrato de cobertura con los recursos disponibles en el patrimonio de su fideicomiso de pago respectivo.
- Cumplir y hacer que se cumpla con los términos y condiciones que pacte en los contratos de crédito y, en general, con los documentos de operación.
- Comparecer a la celebración del mandato irrevocable, por medio del cual se instrumente la entrega de los recursos de las participaciones asignadas afectadas irrevocablemente a los fideicomisos de pago.
- Entregar la información requerida por autoridades fiscalizadoras, agencias calificadoras y los fideicomisarios en primer lugar.
- Abrir y mantener la cuenta concentradora, cada una de las subcuentas de distribución y, en su caso, las demás cuentas y/o subcuentas contables que resulten necesarias para la adecuada administración de los recursos del patrimonio del Fideicomiso.

El Fiduciario de Contratación deberá de celebrar cada contrato de crédito y demás documentos de operación con el objetivo de que el Fiduciario pueda disponer de cada crédito otorgado. Los términos y condiciones de cada contrato de crédito y de cualquier documento de la operación, incluyendo el monto, forma de cálculo de intereses y las fechas de pago del servicio de la deuda, entre otros, serán determinados por el Estado conforme a las instrucciones que éste entregue al Fiduciario de Contratación.

Los pagos de cada uno de los créditos serán realizados a través del fideicomiso de pago que corresponda a cada crédito. En cada contrato de crédito, cada acreditante expresa su voluntad y aceptación respecto a que el Fiduciario de Contratación, en su carácter de acreditado, será el único y exclusivamente responsable del pago total del crédito correspondiente con los recursos que de momento lleguen a encontrarse disponibles en el patrimonio del propio fideicomiso de pago y hasta donde el mismo alcance. Asimismo, cada Fiduciario de Pago deberá constituirse como obligado solidario y aval del Fiduciario de Contratación. Lo anterior en el entendido de que los fideicomisos de pago deberán establecer que los fiduciarios de pago renuncian a su derecho a exigir del Fiduciario de Contratación la parte que el fiduciario de pago correspondiente hubiere pagado al acreditante respectivo.

Cada contrato de crédito contará con su respectivo fideicomiso de pago, el cual se celebrará por el Estado, el acreditante y su respectivo fiduciario. En la misma fecha en

que se celebre el contrato de crédito, se celebrará el fideicomiso de pago correspondiente y, en términos de cada instrucción de celebración de crédito, el Fiduciario (CIBanco) comparecerá la celebración de cada fideicomiso de pago.

Fideicomiso de Pago No. CIB/3156

El 14 de noviembre de 2018 se celebró el contrato de Fideicomiso Público sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3156 (Fideicomiso de Pago), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar: el Estado de Nayarit.
- Fiduciario de Pago: CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.
- Fideicomisario en primer lugar: Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo.
- Con la comparecencia de CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple, en su carácter de Fiduciario de Contratación del Fideicomiso de Contratación No. CIB/3150.

El Fideicomiso de Pago se celebró al amparo del Decreto de Autorización. Por otro lado, el 14 de noviembre se celebró el Fideicomiso de Contratación, mencionado en la sección anterior de este reporte.

El patrimonio del Fideicomiso de Pago se integra irrevocablemente, principalmente, por las participaciones asignadas equivalentes al 38.5% del FGP que le corresponde al Estado, excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios. Asimismo, el patrimonio estará constituido por la aportación inicial; la aportación al fondo de reserva; la transmisión y afectación irrevocable, que en este acto hace el Estado, de los derechos fideicomitados, así como el derecho que el Estado tienen o pueda tener sobre los derechos fideicomitados; las cantidades derivadas del ejercicio de los derechos fideicomitados; las cantidades que el Fiduciario de Pago reciba de los proveedores de cobertura; las cantidades derivadas de la o las disposiciones del crédito; las cantidades que deriven del ejercicio de cualquier derecho, que por cualquier causa válida correspondan al Fideicomiso de Pago y; las demás cantidades y derechos de que sea titular el Fiduciario de Pago en relación con el presente Fideicomiso de Pago.

Asimismo, en el Fideicomiso de Pago están establecidos como fines que el fiduciario realice, entre otras obligaciones, las siguientes:

- Abra, opere y mantenga la cuenta concentradora con la institución financiera que el propio Fiduciario de Pago determine.
- Abra, opere y mantenga la cuenta de coberturas con la institución financiera que el propio Fiduciario de Pago determine. Reciba las notificaciones de celebración de cobertura de los proveedores de cobertura, del Fiduciario de Contratación.
- Reciba en la cuenta de coberturas las cantidades que los proveedores de cobertura deban transferir, en el entendido que dichas cantidades serán transferidas por el Fiduciario de Pago al fondo de pago de intereses y capital.
- Entregue al Estado los remanentes a la cuenta que éste le especifique.

- Suscriba la manifestación de obligación solidaria, por la cual asuma el carácter de obligado solidario respecto de las obligaciones a cargo del Fideicomiso de Contratación, en el entendido que, el Fiduciario de Pago, renuncia a su derecho de exigir del Fiduciario de Contratación la parte que él hubiera pagado al Banco.
- Retenga y pague los gastos de mantenimiento del financiamiento, del Fideicomiso de Pago y del Fideicomiso de Contratación.
- Prepare y entregue al Estado, a las agencias calificadoras y al Banco el reporte mensual, trimestral y anual del Fiduciario de Pago.
- Lleve a cabo los actos que sean necesarios a efecto de solicitar anticipos sobre las participaciones asignadas.
- Comparezca a la celebración de los actos jurídicos que se requieran para el perfeccionamiento de los documentos de operación, incluyendo, el mandato irrevocable.
- Cumpla o haga que se cumpla con todos los términos que se pacten en el contrato de crédito.

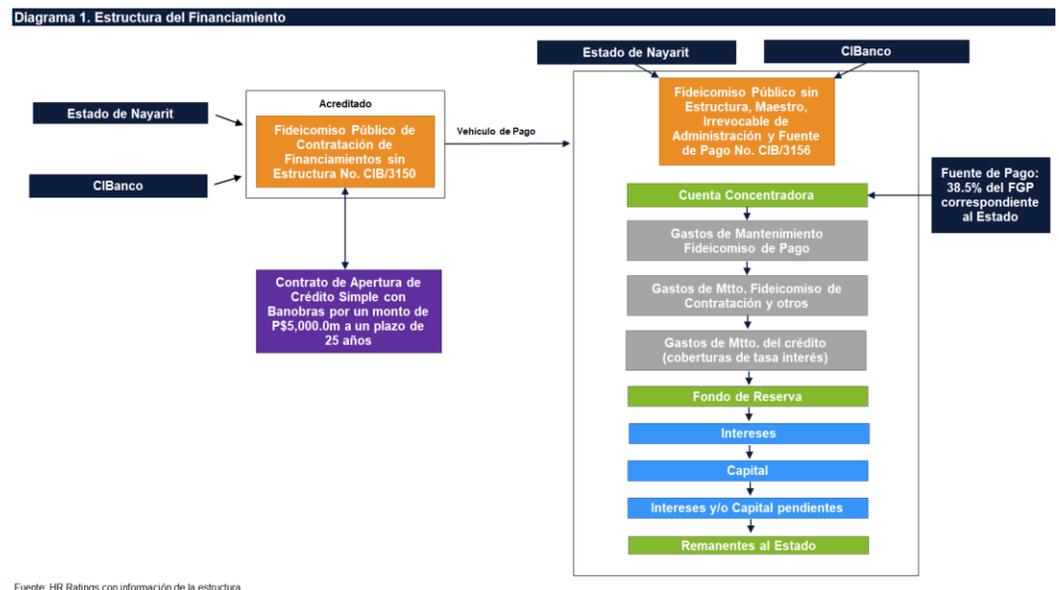
El Fideicomiso de Pago servirá como única fuente de pago del crédito y como obligado solidario del Fideicomiso de Contratación, respecto de la totalidad de sus obligaciones al amparo del contrato de crédito frente al Banco, y como aval respecto de los pagarés que se suscriban para documentar las disposiciones del crédito. Con base en lo anterior, en caso de insuficiencia de recursos en el Fideicomiso de Pago, el Estado no estará obligado a aportar recursos adicionales.

El Fiduciario de Pago recibirá en la cuenta concentradora las cantidades derivadas de los derechos fideicomitidos y demás cantidades que ingresen al patrimonio del Fideicomiso de Pago y llevará a cabo los siguientes pagos con cargo a la cuenta concentradora y hasta donde alcance, en el siguiente orden:

1. Retendrá los fondos suficientes para pagar los gastos de mantenimiento del Fideicomiso de Pago.
2. Retirá los fondos suficientes para realizar el pago de honorarios correspondientes a las agencias calificadoras, así como aquellos recursos necesarios para los gastos del Fideicomiso de Contratación.
3. Retendrá las cantidades necesarias con objeto de pagar los gastos de mantenimiento del crédito, incluyendo los pagos al amparo de los contratos de cobertura.
4. Abonará las cantidades necesarias para mantener el saldo objetivo del fondo de reserva.
5. Abonará las cantidades requeridas en el fondo de pago de intereses y capital en el siguiente orden:
 - i. Hasta por la totalidad de las cantidades que correspondan a intereses.
 - ii. Hasta por la totalidad de las cantidades que correspondan a capital.

- iii. Hasta por la totalidad de las cantidades que, por cualquier causa, se encuentren pendientes de ser abonadas a los fondos de pago de intereses y capital.
6. Una vez hechos los pagos y abonos anteriores, el Fiduciario de Pago transferirá los recursos excedentes a la cuenta de remanentes.

En el siguiente diagrama se observa la estructura de ambos fideicomisos:



Contrato de Crédito Simple: Banobras P\$5,000.0m

El 14 de noviembre de 2018, CIBanco (como Fiduciario de Contratación) y Banobras, con la comparecencia del Estado de Nayarit, celebraron el contrato de apertura de crédito simple por un monto inicial de hasta P\$5,000.0m para ser destinado al refinanciamiento de créditos contratados previamente por el Estado, inversiones públicas productivas y a la constitución del fondo de reserva, gastos y costos del crédito. Lo anterior mediante al Decreto de Autorización mencionado anteriormente. Asimismo, el 08 de noviembre de 2018 se celebró el acta de fallo y determinación de los resultados de la licitación pública para la contratación de financiamientos. La fuente de pago asignada para el crédito es 38.5% del FGP que le corresponde al Estado (excluyendo las participaciones correspondientes a los municipios).

A continuación, se muestra el Diagrama 2, en el cual se detallan los antecedentes de la estructura:

Diagrama 2: Antecedentes



Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

El Fideicomiso de Contratación realizó dos disposiciones en noviembre de 2018 por un monto acumulado de P\$4,269.6m, sin embargo, el Estado planea disponer la totalidad del crédito en 2019. El fiduciario del Fideicomiso de Pago deberá de crear, mantener, y en su caso, restituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.5% del monto dispuesto para el primer periodo. Posteriormente, dicho fondo deberá de ajustarse a un monto equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses. Este fondo deberá ser mantenido en el Fideicomiso durante la vigencia del crédito, con el fin de solventar problemas de liquidez.

El financiamiento tendrá un plazo máximo de hasta 9,125 días a partir de la primera disposición del crédito, sin exceder del 23 de junio de 2044. El pago de capital se realizaría mediante 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El primer pago se espera en diciembre de 2018 y el último se realizaría en noviembre de 2043.

A partir de la primera disposición, se deberán pagar mensualmente al Banco intereses ordinarios sobre saldos insolutos a una tasa equivalente a la TIIE₂₈ más una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito que represente el mayor riesgo.

Los pagos que efectúe a favor del Banco se aplicarán hasta donde alcancen, en el siguiente orden: i) gastos en que haya incurrido el Banco para la recuperación del crédito, ii) gastos generados pactados en el contrato de crédito, iii) intereses moratorios, iv) intereses ordinarios vencidos y no pagados, v) principal vencido y no pagado, vi) intereses ordinarios devengados en el periodo correspondiente, vii) amortización de capital correspondiente y viii) si hubiere alguna cantidad excedente, se aplicará en orden decreciente, a partir de la última amortización, para reducir su plazo.

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 Fideicomiso de Contratación y, en su caso, el Estado, adquieren una serie de obligaciones de hacer y no hacer, entre las que se encuentran las siguientes:

- El Fideicomiso de Contratación, por conducto del Fiduciario de Pago, deberá constituir y reconstituir el fondo de reserva.
- El Fideicomiso de Contratación deberá pagar puntualmente las cantidades que correspondan de principal del crédito, los intereses ordinarios y/o moratorios.
- El Fideicomiso de Contratación deberá mantener, durante la vigencia del crédito, al menos dos calificaciones para el financiamiento sin estipular un nivel mínimo.

- El Estado, cuando así lo solicite el Banco, deberá proporcionar todo tipo de información asociada al crédito.
- En todo momento tanto el Fideicomiso de Contratación como el Estado deberán abstenerse de realizar cualquier hecho y/o acto jurídico que tenga como efecto dejar de mantener la afectación de las participaciones asignadas.

Eventos de Aceleración Parcial

El incumplimiento por parte del Fideicomiso de Contratación y/o el Estado con ciertas obligaciones de hacer y no hacer, constituirá un evento de aceleración parcial. Dentro de estas obligaciones destaca mantener dos calificaciones del crédito, sin estipular nivel mínimo.

Una vez que el Fiduciario de Pago reciba una notificación de aceleración parcial, este deberá de transferir al Banco el importe que resulte de multiplicar el servicio de la deuda por el factor de aceleración parcial, es decir, por 1.3x. En caso de que se encuentre vigente uno o más eventos de aceleración parcial se aplicará la aceleración parcial sin acumular el factor de aceleración parcial por cada incumplimiento.

Eventos de Aceleración Total

En caso de que cualquier información solicitada al Fiduciario de Contratación y/o al Estado resulte declarada falsa o dolosamente incorrecta o incompleta, el Banco tendrá la facultad para activar un evento de aceleración total. Asimismo, en caso de que un evento de aceleración parcial no sea subsanado dentro de un plazo de 180 días, dicho evento será considerado como un evento de aceleración total.

Una vez que el Fiduciario de Pago reciba una notificación de aceleración total, este deberá de transferir al Banco la totalidad de los recursos derivados de las participaciones asignadas. El Fideicomiso de Contratación podrá optar por aplicar las consecuencias de un evento de aceleración total a una causa de vencimiento anticipado, de manera temporal o permanente.

Eventos de Vencimiento Anticipado

En caso de que el Fideicomiso de Contratación y/o el Estado incumplan con las siguientes obligaciones se considerará que existe una causa de vencimiento anticipado:

- Los recursos del crédito sean destinados a los fines autorizados en el contrato de crédito.
- El Fiduciario de Contratación, a través del Fideicomiso de Pago, cumpla con el pago de principal, intereses ordinarios y/o intereses moratorios.
- En todo momento el Fideicomiso de Contratación y el Estado deberán abstenerse de realizar cualquier hecho y/o acto jurídico que tenga como efecto dejar de mantener la afectación de las participaciones asignadas.
- El Estado deberá abstenerse de realizar cualesquiera actos cuyo efecto sea que el Estado deje de formar parte y/o deje de mantenerse adherido al Sistema de Coordinación Fiscal.

A partir del acontecimiento de cualquiera de los eventos de vencimiento anticipado, el Banco podrá enviar un aviso previo de vencimiento anticipado. El Fideicomiso de Pago deberá contestar dicho aviso en los siguientes 15 días hábiles. Vencido el plazo, el Banco entregará una notificación de vencimiento anticipado del crédito y, por lo tanto, aplicar la totalidad de los recursos asignados al pago del crédito y el fondo de reserva al pago del saldo insoluto del crédito.

Opinión Legal

Como parte del proceso de calificación, un despacho jurídico externo e independiente evaluó la fortaleza legal del Fideicomiso de Contratación y del Fideicomiso de Pago 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. Considerando el análisis hecho por un despacho de asesores legales independientes, se concluyó lo siguiente:

- El contrato de crédito con Banobras, el Fideicomiso de Pago y el Fideicomiso de Contratación cumplen satisfactoriamente con las obligaciones y disposiciones legales federales y estatales aplicables al proceso de contratación de financiamientos, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos federales que le correspondan para su pago. Estos contratos constituyen obligaciones válidas y exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos.
- El Fideicomiso de Contratación cumple satisfactoriamente con la legislación mexicana y se apega a lo señalado en las respectivas autorizaciones. Además, cuenta con la ventaja de no mezclar obligaciones, derechos y recursos de los distintos participantes en la operación, ya que el Fideicomiso de Contratación tiene como finalidad, entre otras, la contratación de los financiamientos y de la concentración de los recursos de derivados de estos y el Fideicomiso de Fuente de Pago tiene como finalidad, entre otras, recibir los recursos y hacer el pago a los Acreedores de los créditos.
- La afectación de las participaciones federales se encuentra debidamente autorizada por el Congreso del Estado.
- La estructura legal propuesta, que implica a los instrumentos seleccionados, celebrados y, en su caso, inscritos para garantizar la efectividad, seguridad, transparencia y cumplimiento de los objetivos que se plantearon con el refinanciamiento de la deuda de Nayarit, cumple satisfactoriamente con la legislación mexicana y con criterios de seguridad jurídica, tanto para Veracruz como para las instituciones financieras que participan.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico independiente, esta estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*. Lo anterior sin dejar de lado las limitaciones y reservas mencionadas en dicho dictamen.

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.

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 IEPS⁶, 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 (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.

⁶ 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 Nayarit

Crédito Bancario Estructurado Banobras (P\$5,000.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballinez

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



**Credit
Rating
Agency**

Estado de Nayarit
Crédito Bancario Estructurado
Banobras (P\$5,000.0m, 2018)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
24 de diciembre de 2018

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 esta entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

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

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	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 de 2011 a septiembre de 2018
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 Ratings 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, 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 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 USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

*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.

Calificación

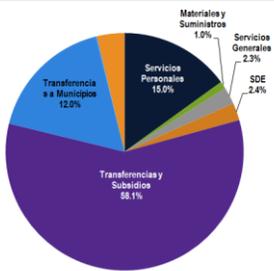
Estado de Nayarit HR A-
Perspectiva Estable

Contactos

Álvaro Rodríguez
Subdirector de Finanzas Públicas
alvaro.rodriguez@hrratings.com

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

Composición del Gasto Total para el Estado de Nayarit, 2017



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

Definición

La calificación que determina HR Ratings para el Estado de Nayarit es de HR A- con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que el emisor con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio. El signo “-” refiere a una posición de debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

La administración del Estado está encabezada por el C.P. Antonio Echevarría García, de la coalición Juntos por Ti, formada por los partidos Partido Acción Nacional (PAN), Partido de la Revolución Democrática (PRD), Partido del Trabajo (PT) y Partido de la Revolución Socialista de Nayarit. El período de gobierno de la presente administración va del 19 de septiembre de 2017 y finaliza en septiembre de 2021.

HR Ratings asignó la calificación de HR A- con Perspectiva Estable al Estado de Nayarit.

La calificación asignada se debe principalmente al nivel observado y esperado de las principales métricas de Deuda del Estado. Al cierre de 2017, Nayarit contaba con una Deuda Directa Ajustada (DDA) por P\$5,629.3 millones (m), la cual se conformó por P\$4,716.8m correspondiente a seis créditos bancarios a largo plazo y P\$912.5m de deuda a corto plazo. Por lo anterior, la Deuda Neta Ajustada (DNA) representó 77.1% de los Ingresos de Libre Disposición (ILD). Es importante mencionar que durante el periodo de análisis se observó el uso de financiamiento a corto plazo por parte del Estado, lo cual de 2014 a 2017 representó en promedio 14.4% de su Deuda Total. Esto se vio reflejado en que el Servicio de la Deuda, como proporción de los ILD, se mantuviera en un promedio de 19.7% durante el mismo periodo. De acuerdo con el buen comportamiento observado en el Balance Primario del Estado, el cual HR Ratings espera que continúe, se estima que la Deuda Neta a ILD disminuya a 73.9% para 2018. Asimismo, continuaría disminuyendo a un promedio de 66.3% para los próximos años. Es importante mencionar que el Estado se encuentra en proceso de reestructura de su deuda a largo plazo, el cual se espera que finalice en 2018. Lo anterior impactará principalmente a la sobretasa promedio ponderada de interés, así como al perfil de amortizaciones. HR Ratings espera que se vea reflejado en una mejora en el Servicio de la Deuda del Estado. Asimismo, estima que el uso de financiamiento a corto plazo disminuya, por lo que se proyecta que el SD a ILD baje a un promedio de 5.3% para 2020 y 2021. Cabe mencionar que las principales características del refinanciamiento ya se encuentran incorporadas en la calificación asignada.

Variables Relevantes: Estado de Nayarit

(Cifras en Millones de Pesos Corrientes y Porcentajes)

Periodo	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Ingresos Totales (IT)	21,798.4	22,320.2	23,015.0	25,351.8	26,853.4	28,405.9
Ingresos de Libre Disposición (ILD)	6,381.2	7,208.3	7,446.4	8,186.6	8,654.6	9,129.7
Deuda Directa Ajustada*	5,500.3	5,629.3	6,223.1	5,842.5	5,794.9	5,739.7
Balance Financiero a IT	-0.4%	1.9%	-0.1%	-1.2%	0.0%	0.0%
Balance Primario a IT	1.4%	4.2%	2.5%	0.9%	1.8%	1.6%
Balance Primario Ajustado a IT	2.2%	4.4%	2.5%	0.9%	1.8%	1.6%
Servicio de la Deuda	406.7	518.4	608.1	541.7	485.8	460.7
Deuda Neta Ajustada	5,414.4	5,555.1	5,501.8	5,764.5	5,727.3	5,684.6
Deuda Quirografaria	701.9	912.5	640.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones Financieras sin Costo	2,491.7	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9
Servicio a la Deuda a ILD	19.5%	16.9%	20.4%	14.4%	5.6%	5.0%
Deuda Neta Ajustada a ILD	84.8%	77.1%	73.9%	70.4%	66.2%	62.3%
Deuda Quirografaria a Deuda Total Ajustada	12.8%	16.2%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Obligaciones Financieras sin Costo a ILD	39.0%	26.5%	25.7%	23.4%	22.1%	21.0%

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

p: Proyectado

*La Deuda Neta Ajustada excluye la deuda respaldada por bono cupón cero.

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

- Deuda y métricas de deuda.** En 2017, la DDA de Nayarit ascendió a P\$5,629.3m, la cual estuvo compuesta por P\$912.5m de Deuda a corto plazo y P\$4,716.8m que corresponden a los seis créditos bancarios estructurados a largo plazo con los que cuenta el Estado. Durante el periodo de análisis se observó el uso de financiamiento a corto plazo, lo cual representó en promedio 14.4% de su Deuda Total. De acuerdo con lo anterior, la DNA a ILD al cierre de 2017 fue de 77.1%. En octubre de 2018, se autorizó el proceso de refinanciamiento de la deuda de largo plazo del Estado, así como la adquisición de P\$950.0m adicionales para inversión pública productiva. Actualmente, la Entidad se encuentra en proceso de formalización de los nuevos financiamientos, con lo cual se espera que disminuya la sobretasa promedio ponderada de interés, así como una mejora en el perfil de amortizaciones. HR Ratings ya considera estas características dentro de sus estimaciones.
- Buen Comportamiento del Balance Primario Ajustado y expectativas.** Al cierre de 2015, se observó un Balance Primario (BP) superavitario y equivalente a 5.9% de los Ingresos Totales. El comportamiento superavitario se mantuvo para 2016 y 2017, debido principalmente al crecimiento controlado del Gasto Corriente del Estado, así como una tendencia creciente en sus Ingresos Federales. De acuerdo con lo anterior, HR Ratings espera que el superávit se mantenga en un promedio de 1.7% para los próximos años.
- Comportamiento de las Obligaciones Financieras sin Costo (OFcC).** En 2017 se observó que las OFcC fueron por P\$1,912.9m, lo cual representó un decremento con relación al nivel observado en 2016. Esto se debe a la disminución de las cuentas de Retenciones y Contribuciones por Pagar, lo que se originó debido a la estrategia de pago que implementó el Estado para pago de pasivos. HR Ratings estima que esta métrica se mantenga disminuyendo a un promedio de 23.0% de los ILD en los próximos años.

Principales Factores Considerados

El Estado de Nayarit se ubica en la región oeste de la República Mexicana. Colinda al norte con los Estados de Sinaloa y Durango; al este, con Zacatecas; al este y sur, con Jalisco y al oeste, con el océano Pacífico. Cuenta con una extensión territorial de 27,857km². Esto lo convierte en el noveno Estado menos extenso de México.

La calificación asignada se debe principalmente al nivel observado y esperado de las principales métricas de Deuda del Estado. Al cierre de septiembre de 2018, la Deuda Directa Ajustada¹ de Nayarit ascendió a P\$5,396.2m, la cual estuvo compuesta por P\$741.7m de Deuda a corto plazo y P\$4,654.6m que corresponden a los seis créditos bancarios estructurados a largo plazo con los que cuenta el Estado. Es importante mencionar que durante el periodo de análisis se observó el uso de financiamiento a corto plazo por parte del Estado, lo cual de 2014 a 2017 representó en promedio 14.4% de su Deuda Total. Cabe mencionar que el Estado cuenta con el 58.05% del Fondo General de Participaciones afectado como garantía y fuente de pago de su deuda a largo plazo.

El 4 de octubre de 2018, el H. Congreso del Estado de Nayarit autorizó el proceso de refinanciamiento y/o reestructura de la deuda pública directa de largo plazo del Estado, así como la contratación de P\$950.0m de financiamiento adicional para ser destinado a inversión pública productiva. Por lo anterior, el 8 de noviembre el estado dio a conocer los resultados del proceso competitivo asociado. Con esto, tres instituciones bancarias serán los acreditantes. Asimismo, la sobretasa promedio ponderada de interés disminuirá en más de 100pbs, así como una mejora en el perfil de amortizaciones del Estado. Cabe mencionar que, a pesar de la adquisición de financiamiento adicional, la reestructura permitirá disminuir en los próximos años el Servicio de la Deuda del Estado. Estas características ya se encuentran incorporadas en la calificación asignada.

De acuerdo con la información proporcionada por la Entidad, se planea continuar con el uso de financiamiento a corto plazo para el cierre de 2018. No obstante, se estima que disminuya en comparación con los montos observados en los últimos ejercicios. Sin embargo, se dará seguimiento al cumplimiento de las expectativas con el objetivo principal de identificar cualquier desviación importante.

La Deuda Neta Ajustada del Estado a Ingresos de Libre Disposición disminuyó de 84.8% en 2016 a 77.1% para el cierre de 2017. Este comportamiento se observó a pesar del incremento en la deuda a corto plazo del Estado, debido a que los Ingresos de Libre Disposición se incrementaron en 13.0%. Debido a la amortización esperada para los próximos ejercicios de la deuda a corto plazo, se estima que la Deuda Neta a ILD disminuya en 2018 a 73.9%. Asimismo, se mantendría en un promedio de 66.3% para los próximos años (2019-2021). Por otra parte, el Servicio de la Deuda a ILD en 2016 fue de 19.5%, mientras que en 2017 fue de 16.5%. Este nivel se debió principalmente al uso de financiamiento a corto plazo, el cual se incrementó durante el último ejercicio. Asimismo, y debido al financiamiento a corto plazo observado al cierre de 2017, se espera que el Servicio de Deuda sea 20.4% al cierre de 2018. Sin embargo, HR Ratings espera que en 2019 disminuya a 14.4% y se mantenga en un promedio de 5.3% en los próximos años (2021 y 2022). Esto debido a que se espera que se deje de hacer uso de financiamiento a corto plazo para estos ejercicios. De igual manera, ya se encuentra incorporado el impacto de las principales características del refinanciamiento que se encuentra finalizando la Entidad.

¹ La Deuda Directa Ajustada excluye a la Deuda respaldada por Bono Cupón Cero.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Nayarit

México

HR A-

Finanzas Públicas
29 de noviembre de 2018

El Estado reportó en 2014 un déficit en su Balance Primario, el cual representó 1.6% de los Ingresos Totales del Estado. No obstante, al cierre de 2015, se observó un Balance Primario superavitario por P\$1,248.3m, lo que fue equivalente a 5.9% de los Ingresos Totales. El comportamiento superavitario se mantuvo para 2016 y 2017, debido principalmente al crecimiento controlado del Gasto Corriente del Estado, así como una tendencia creciente en sus Ingresos Federales, los cuales reportan una $Tmac_{14-17}$ de 4.8%. De acuerdo con la tendencia observada en los Ingresos Propios del Estado, así como las expectativas en cuanto a los Ingresos Federales, HR Ratings espera que en 2018 los Ingresos Totales sean por aproximadamente P\$23,015.0m. Asimismo, y considerando el comportamiento observado en el gasto del Estado, HR Ratings espera que en 2018 el Gasto Total sea 5.3% mayor al observado en 2017. Con esto, HR Ratings espera que el BP sea superavitario por 2.5% de los Ingresos Totales estimados. Asimismo, se espera que el superávit se mantenga en un promedio de 1.4% para los próximos años.

Al cierre de 2017, se observó que las Obligaciones Financieras sin Costo (OFsC) fueron por P\$1,912.9m, lo cual representó un decremento con relación al nivel observado en 2016 de P\$2,491.7m. Lo anterior se debió principalmente a la disminución de las cuentas de Retenciones y Contribuciones por Pagar. De acuerdo con la información proporcionada por la Entidad, lo anterior se debió a la estrategia de pago que implementó el Estado durante el último trimestre para disminuir sus pasivos. De acuerdo con el comportamiento financiero esperado, HR Ratings estima que esta métrica se mantenga disminuyendo a un promedio de 23.0% de los ILD en los próximos años.

Perfil de la Calificación

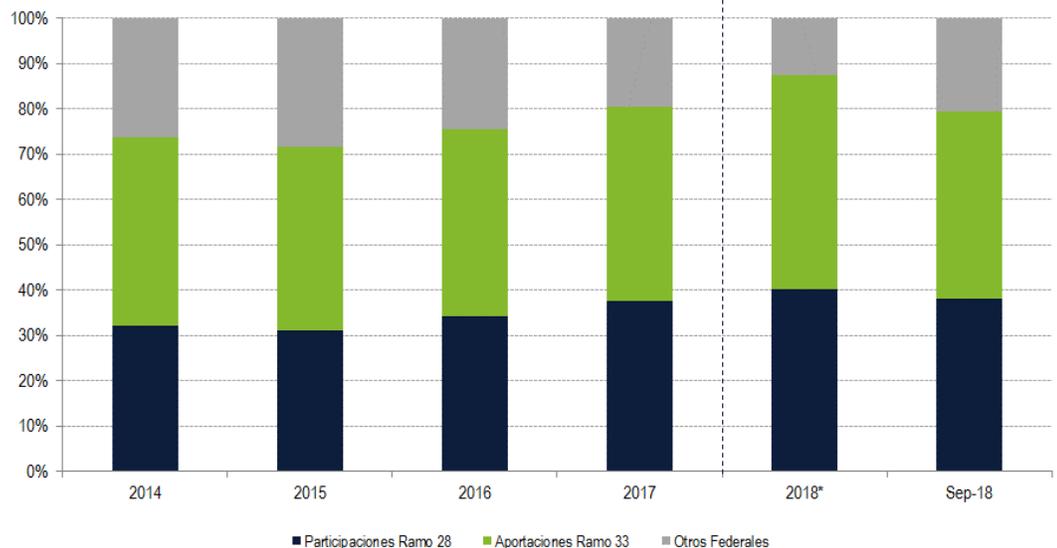
El presente reporte de calificación se enfoca en el análisis y evaluación de la información financiera de la Cuenta Pública de 2014 a 2017 del Estado de Nayarit. Asimismo, se incorpora información de la Ley de Ingresos y Presupuesto de Egresos 2018, así como el avance presupuestal a septiembre de 2018. Para más información sobre las calificaciones asignadas por HR Ratings, se puede consultar la página web: www.hrratings.com

Análisis de Riesgo

Ingresos

Los Ingresos Totales del Estado mantuvieron una composición promedio de 2013 a 2016 por 94.5% Ingresos Federales y 5.9% Ingresos Propios. Asimismo, mantuvieron una Tasa Media Anual de Crecimiento (Tmac) de 2014 a 2017 de 4.6% para los Ingresos Federales y 8.8% para los Ingresos Propios. Al cierre de 2017, los Ingresos Totales del Estado se incrementaron de P\$21,798.4m en 2016 a P\$22,320.2m, lo que representó un crecimiento de 1.3%. Este ligero crecimiento se debió al comportamiento de los Ingresos Federales del Estado, los cuales fueron 1.3% mayores en 2016, debido principalmente a los Ingresos por Participaciones y Aportaciones Federales. Asimismo, los Ingresos Propios se incrementaron en 19.9%. No obstante, el comportamiento de los Ingresos Propios no se vio reflejado en mayor medida debido a la proporción que representan.

Gráfica 1. Composición de Ingresos Federales para el Estado de Nayarit, de 2014 a Septiembre 2018



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

En 2017, los Ingresos Federales del Estado pasaron de P\$20,531.1m en 2016 a P\$20,801.0m. Esto se debió principalmente a que los Ingresos por Participaciones se

incrementaron en 11.0%, al reportar P\$7,789.3m para el cierre de 2017. Este comportamiento se originó principalmente por el crecimiento de los recursos correspondientes al Fondo General de Participaciones (FGP), los cuales pasaron de P\$4,802.6m a P\$5,412.8m. Sumado a lo anterior, las Aportaciones Federales en 2017 fueron por P\$8,934.9m, lo cual fue 5.0% mayor en comparación con lo reportado en 2016. Cabe mencionar que durante el periodo de 2014 a 2017 las Participaciones y Aportaciones Federales representaron 75.4% de los Ingresos Federales y 71.0% de los Ingresos Totales.

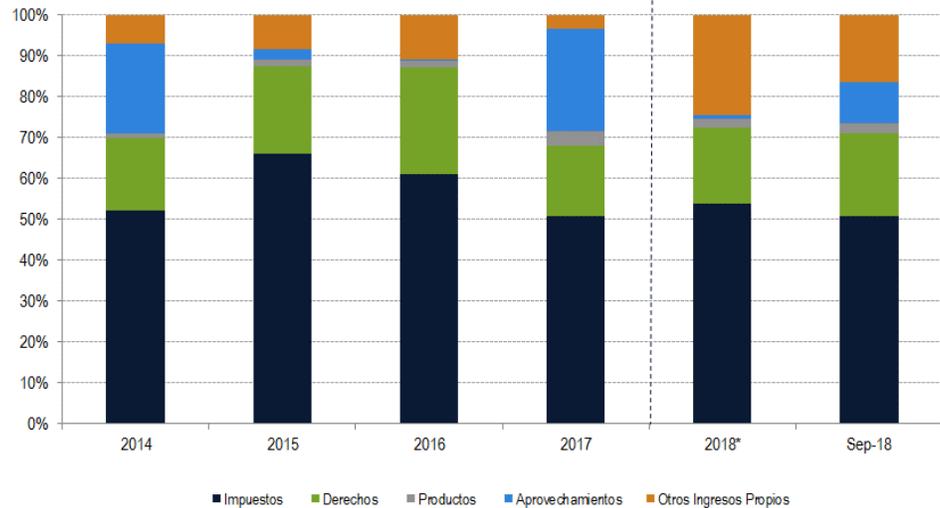
En cuanto a los ingresos por convenios, los cuales HR Ratings identifica como Otros Ingresos Federales, estos pasaron de P\$5,003.0m en 2016 a P\$4,076.9m en 2017. Esto debido a que en 2016 disminuyeron los recursos a través de convenios para infraestructura. Asimismo, fue el menor nivel observado por este tipo de recursos en comparación con lo observado de 2014 a 2016. Los principales recursos observados en 2017 fueron los siguientes:

- Educación Superior y Media Superior, por P\$1,682.1m
- Salud, por P\$559.4m.
- Programas Regionales, por P\$471.0m.
- Saneamiento Financiero, por P\$924.5m.

Los Ingresos Propios del Estado se incrementaron de 2014 a 2017 a una Tasa Media Anual de Crecimiento ($T_{mac14-17}$) de 8.8%. Esto sustentado principalmente por el comportamiento de la recaudación de Impuestos y el cobro de Derechos. En 2017, los Ingresos Propios pasaron de P\$1,267.0m en 2016 a P\$1,519.2m, lo que representó un crecimiento de 19.9%. Esto debido principalmente a que en 2017 el rubro de aprovechamientos reportó ingresos por aportaciones patrimoniales realizada por el Fideicomiso Bahía de Banderas (FIBBA²).

² De acuerdo con la información proporcionada por el Estado, este fideicomiso administra la venta de terrenos que pertenecen al Estado. Se espera que en los próximos años continúe con transferencias similares.

Gráfica 2. Composición de los Ingresos Propios del Estado de Nayarit, de 2014 a Septiembre 2018



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

Al cierre de 2017, los Ingresos por Impuestos fueron por P\$769.4m, lo que fue 0.5% menor a lo observado en 2016. El comportamiento anterior se debió a que a partir de 2017 se derogó el Impuesto a la Tenencia de Vehículos automotores para los contribuyentes que estuvieran al corriente en el pago de este impuesto. Por lo anterior, los ingresos por Tenencia disminuyeron de P\$79.7m a P\$6.6m. No obstante, el comportamiento de los ingresos por Impuesto al Hospedaje y Nóminas y Asimilables permitió que no se tuviera un mayor impacto sobre los recursos recaudados por el Estado. Cabe mencionar que la Entidad se mantiene fortaleciendo sus procesos recaudatorios, dándole seguimiento al ciclo de recaudación desde las notificaciones hasta el cobro. De igual manera, realiza proceso de fiscalización y depuración de su cartera vencida para poder mejorar la recaudación de Ingresos Propios.

Tabla 1. Recaudación de Impuestos del Estado de Nayarit, de 2014 a 2017
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Concepto	2014	2015	2016	2017
	Obs.	Obs.	Obs.	Pres.
Impuestos	613.9	654.9	773.2	769.4
Impuestos sobre Nóminas y Asimilables	237.7	221.6	223.6	324.8
Impuesto al Hospedaje	89.2	114.0	140.5	167.8
Impuestos Adicionales	125.6	133.5	201.0	159.4
Impuesto sobre la Tenencia	20.6	23.0	26.9	15.0
Impuesto sobre Tenencia Fed y Est	73.6	73.8	79.7	6.6
Impuesto sobre juegos	24.4	16.1	16.5	14.5
Otros	42.8	73.0	85.0	81.4

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

De acuerdo con la Ley de Ingresos 2018, el Estado estimó Ingresos Totales por P\$21,035.9m, los cuales se componen por P\$19,717.8m de Ingresos Federales y P\$1,318.2m de Ingresos Propios. En lo anterior, destaca el nivel esperado de Ingresos

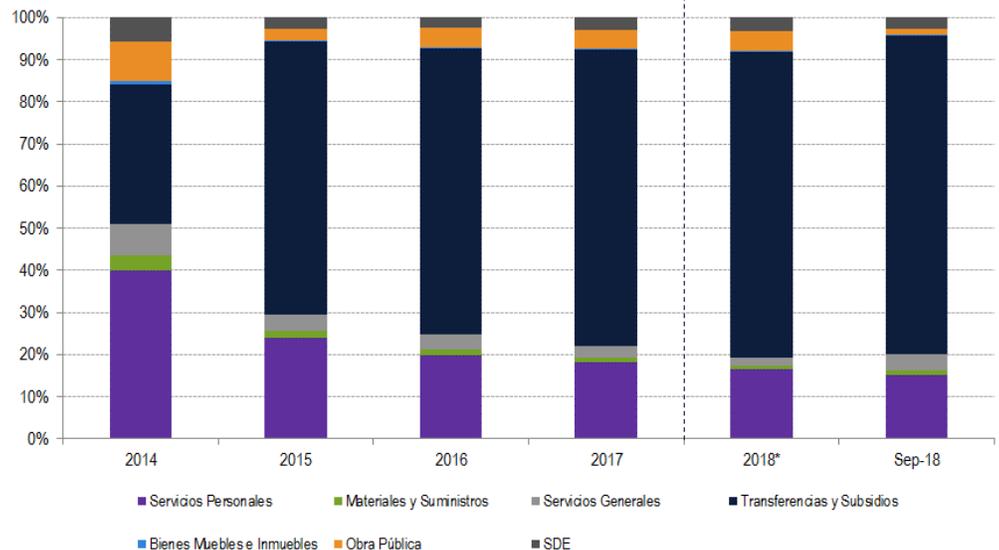
Federales de Gestión, el cual se estimó en P\$2,487.2m, lo que sería menor a lo observado en este rubro durante el periodo de 2014 a 2017. No obstante, dependerá de la gestión y proyectos que el Estado realice durante el ejercicio.

De acuerdo con la tendencia observada en los Ingresos Propios del Estado, así como las expectativas en cuanto a los Ingresos Federales, HR Ratings espera que en 2018 los Ingresos Totales del Estado sean por aproximadamente P\$23,015.0m, lo que sería un nivel 3.1% mayor a lo observado durante 2017. Estos estarían compuestos por aproximadamente 92.9% Ingresos Federales y el restante por Ingresos Propios. No obstante, HR Ratings dará seguimiento al cumplimiento de las expectativas con el objetivo de identificar cualquier desviación importante con relación a las mismas.

Gasto

El Gasto Total del Estado fue por P\$21,895.3m para el cierre de 2017. De lo anterior, P\$21,042.4m fueron Gasto Corriente y P\$850.1m de Gasto no Operativo, por lo que el nivel de Gasto Total observado en 2017 reportó un nivel similar en comparación con 2016. Esto se debió principalmente a que el Gasto Corriente de la Entidad reportó un crecimiento controlado de 0.6%, mientras que el Gasto no Operativo fue 2.4% menor. Cabe mencionar que la composición promedio de 2014 a 2017 del gasto para Nayarit es por 96.4% Gasto Corriente y el porcentaje restante corresponde a Gasto no Operativo y Otros Gastos.

Gráfica 3. Composición del Gasto Total del Estado de Nayarit, de 2014 a Septiembre 2018



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

De 2014 a 2017, el Gasto Corriente reportó una Tmac₁₄₋₁₇ de 3.0%. Asimismo, los principales capítulos que lo compusieron fueron Transferencias y subsidios, Servicios Personales y Transferencias a Municipios, rubros que representaron 94.1% del Gasto

Corriente en 2017. Al cierre de 2017, el Gasto Corriente del Estado pasó de P\$20,927.2m en 2016 a P\$21,042.4m en 2017. Lo anterior debido a que el gasto en Transferencias y Subsidios se incrementó en 9.3%. No obstante, los capítulos de Servicios Personales, Materiales y Suministros, así como Servicios Generales disminuyeron, lo cual contrarrestó el efecto del comportamiento en las Transferencias y subsidios del Estado.

Tabla 2. Gasto por Servicios Personales del Estado de Nayarit, 2014 a 2017
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Concepto	2014	2015	2016	2017
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.
Total	2,902.4	3,249.6	3,391.2	3,287.1
Remuneraciones al Personal Permanente	998.0	1,278.3	1,277.0	1,313.4
Remuneraciones al Personal Transitorio	157.8	136.1	112.1	111.0
Remuneraciones adicionales y especiales	555.3	591.8	695.5	606.3
Seguridad Social	399.2	393.3	380.4	394.5
Otras Prestaciones Sociales y Económicas	708.0	774.2	815.8	759.9
Otros	84.2	75.9	110.4	102.1

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

En cuanto al gasto en Servicios Personales, los recursos destinados a este capítulo para 2017 disminuyeron en 3.1%. De acuerdo con la información proporcionada por el Estado, el decremento anterior se debió a las políticas implementadas para el control del gasto. Esto, principalmente enfocado a reducir Remuneraciones Adicionales y Especiales, así como Prestaciones Económicas adicionales a los trabajadores. Por otra parte, el gasto en Servicios Generales se redujo en 2017 en 16.0%, debido principalmente a la reducción del gasto en Servicios Financieros, Bancarios y comerciales.

Tabla 3. Gasto por Servicios Generales del Estado de Nayarit, 2013 a 2017
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Concepto	2014	2015	2016	2017
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.
Total	541.2	499.6	607.4	510.3
Servicios Básicos	43.7	41.3	43.2	44.4
Servicios de Arrendamiento	47.1	32.8	32.1	38.1
Serv. Profesionales, Científicos y Tecnológicos	75.0	74.7	52.0	58.3
Servicios Financieros, Bancarios y Comerciales	162.4	199.1	188.6	136.5
Servicios de Instalación, Reparación y Mantenimiento	7.8	4.4	27.5	42.7
Servicios de Com. Social y Publicidad	95.1	74.5	92.8	75.9
Servicios Oficiales	29.5	12.8	33.2	33.4
Otros	80.6	59.9	138.0	81.1

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

Por otra parte, en 2017 el Gasto no Operativo pasó de P\$870.9m en 2016 a P\$850.1m, el cual estuvo compuesto por P\$28.6m de gasto en Bienes Muebles e Inmuebles y P\$821.4m de Obra Pública. Sin embargo, y de acuerdo con la información proporcionada por la Entidad, existen recursos destinados a Obra Pública, los cuales son ejercidos por las Entidades Paraestatales y Dependencias, lo cual se ve en el gasto por Transferencias y Subsidios.

De acuerdo con el Presupuesto de Egresos 2018, el Estado espera tener Gastos Totales por P\$21,035.9m. Esto estaría compuesto por aproximadamente 96.0% de Gasto Corriente y el resto de Gasto no Operativo y Otros Gastos. Este nivel de gasto sería

3.9% menor al observado al cierre de 2017. No obstante, se consideran disminuciones en los capítulos de transferencias y Subsidios, así como en Obra Pública, lo cual se relaciona con el bajo nivel de Ingresos Federales de gestión considerado en la Ley de Ingresos. Cabe mencionar que la actual administración emitió lineamientos de disciplina en el ejercicio del presupuesto, lo que establece medidas para la austeridad, disciplina, eficiencia y transparencia del gasto público. Esto con el objetivo de mantener un crecimiento controlado del gasto.

De acuerdo con el comportamiento observado en el gasto corriente del Estado, así como las expectativas de que el gasto en Obra Pública continúe incrementado, HR Ratings espera que en 2018 el Gasto Total sea 5.3% mayor al observado en 2017. En lo anterior, se espera un nivel de Gasto Corriente por aproximadamente P\$22,045.4m, así como un Gasto no Operativo de P\$997.3m. No obstante, HR Ratings dará seguimiento al comportamiento del gasto de acuerdo con las expectativas con el propósito principal de identificar cualquier variación importante que pueda verse reflejada en la calidad crediticia del Estado.

Balance Primario

El Estado reportó en 2014 un déficit en su Balance Primario, el cual representó 1.6% de los Ingresos Totales del Estado. No obstante, al cierre de 2015, se observó un Balance Primario superavitario por P\$1,248.3m, lo que fue equivalente a 5.9% de los Ingresos Totales. El comportamiento superavitario se mantuvo para 2016 y 2017, debido principalmente al crecimiento controlado del Gasto Corriente del Estado, así como una tendencia creciente en sus Ingresos Federales, los cuales reportan una $Tmac_{14-17}$ de 4.8%.

Gráfica 4. Balance Primario para el Estado de Nayarit, de 2014 a Septiembre 2018



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

El Estado estimó en su Ley de Ingresos 2018 Ingresos Totales por P\$21,035.9m, los cuales se componen por P\$19,717.8m de Ingresos Federales y P\$1,318.2m de Ingresos Propios. En lo anterior, destaca el nivel esperado de Ingresos Federales de Gestión, el cual se estimó en un nivel menor a lo observado en este rubro durante el periodo de 2014 a 2017. No obstante, dependerá de la gestión y proyectos que el Estado realice durante el ejercicio. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos 2018, el Estado espera tener Gastos Totales por P\$21,035.9m. Esto estaría compuesto por aproximadamente 96.0% de Gasto Corriente y el resto de Gasto no Operativo y Otros Gastos. Este nivel de gasto sería 3.9% menor al observado al cierre de 2017. No obstante, se consideran disminuciones en los capítulos de transferencias y Subsidios, así como en Obra Pública, lo cual se relaciona con el bajo nivel de Ingresos Federales de gestión considerado en la Ley de Ingresos. Por lo anterior, se observaría un superávit en el BP del Estado por el 2.7% de los ingresos presupuestados.

De acuerdo con la tendencia observada en los Ingresos Propios del Estado, así como las expectativas en cuanto a los Ingresos Federales, HR Ratings espera que en 2018 los Ingresos Totales del Estado sean 3.1% mayores. Asimismo, y considerando el comportamiento observado en el gasto del Estado, HR Ratings espera que en 2018 el Gasto Total sea 5.3% mayor al observado en 2017. Con esto, HR Ratings espera que el BP sea superavitario por 2.5% de los Ingresos Totales estimados. Asimismo, se espera que el superávit se mantenga en un promedio similar para los próximos años.

Deuda

Al cierre de septiembre de 2018, la Deuda Directa Ajustada³ de Nayarit ascendió a P\$5,396.2m, la cual estuvo compuesta por P\$741.7m de Deuda a corto plazo y P\$4,654.6m que corresponden a los seis créditos bancarios estructurados a largo plazo con los que cuenta el Estado. Cabe mencionar que el Estado cuenta con el 58.05% del Fondo General de Participaciones afectado como garantía y fuente de pago de su deuda a largo plazo. Las principales características de los créditos a largo plazo vigentes se observan en la siguiente tabla:

Tabla 3. Características de la Deuda Directa de Largo Plazo del Estado de Nayarit al cierre de septiembre 2018 (Cifras en Millones de Pesos Corrientes y porcentajes)

CONCEPTO	Contratación	Saldo*	Vencimiento	Fuente de Pago (FGP)
Deuda Bancaria de Largo Plazo.		4,654.6		58.05%
BBVA Bancomer	2011	\$68.8	May 2021	3.87%
Banorte	2010	\$128.1	Nov 2030	3.40%
Banorte	2012	\$1,159.5	Jun 2032	13.00%
Bansi	2012	\$180.4	may 2032	2.20%
Bansi	2011	\$259.7	Ago 2031	3.18%
Banobras	2014	\$2,858.2	Dic 2044	32.40%

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

*Saldo a septiembre de 2018

El 4 de octubre de 2018, el H. Congreso del Estado de Nayarit autorizó el proceso de refinanciamiento y/o reestructura de la deuda pública directa de largo plazo del Estado, así como la contratación de P\$950.0m de financiamiento adicional para ser destinado a

³ La Deuda Directa Ajustada excluye a la Deuda respaldada por Bono Cupón Cero.

inversión pública productiva. Por lo anterior, el 8 de noviembre, el estado dio a conocer los resultados del proceso competitivo asociado. Con esto, tres instituciones bancarias serán los acreditantes. Asimismo, se reducirá la sobretasa promedio ponderada de interés en más de 100pbs, así como una mejora en el perfil de amortizaciones del Estado. Cabe mencionar que, a pesar de la adquisición de financiamiento adicional, la reestructura permitirá disminuir el Servicio de la Deuda de la deuda a largo plazo del Estado. Estas características ya se encuentran incorporadas en la calificación asignada.

De acuerdo con la información proporcionada por la Entidad, se planea continuar con el uso de financiamiento a corto plazo para el cierre de 2018. No obstante, se estima que disminuya en comparación con los montos observados en los últimos ejercicios. Asimismo, y de acuerdo con el comportamiento financiero esperado por HR Ratings, se espera que en 2019 el Estado no continúe con el uso de este tipo de financiamiento. Sin embargo, se dará seguimiento al cumplimiento de las expectativas con el objetivo principal de identificar cualquier desviación importante ante las mismas.

Servicio de la Deuda y Deuda Neta

El Servicio de la Deuda como proporción de los Ingresos de Libre Disposición en 2016 fue de 19.5%, mientras que en 2017 fue de 16.5%. Este nivel se debió principalmente al uso de financiamiento a corto plazo, el cual se incrementó durante el último ejercicio. Asimismo, y debido al financiamiento a corto plazo observado al cierre de 2017, se espera que el Servicio de Deuda sea 20.4% al cierre de 2018. Sin embargo, HR Ratings espera que en 2019 disminuya a 14.4% y se mantenga en un promedio de 5.3% en los próximos años (2021 y 2022). Esto debido a que se espera que se deje de hacer uso de financiamiento a corto plazo para estos ejercicios.

Tabla 4. Indicadores de la deuda del Estado de Nayarit, de 2014 a 2019p
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes y Porcentajes)

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018p	2019p
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.
Servicio de Deuda (Capital e Intereses)	1,133.4	1,187.7	1,242.5	1,220.3	1,520.6	1,181.7
SD Quirografario	729.8	818.4	835.8	701.9	984.8	668.2
Ingresos de Libre Disposición (ILD)*	5,398.8	5,545.2	6,381.2	7,208.3	7,446.4	8,186.6
Servicio de Deuda/ILD	21.0%	21.4%	19.5%	16.9%	20.4%	14.4%
SD Quirografario** / ILD	14.6%	15.8%	14.0%	10.5%	14.3%	8.7%
Deuda Neta***	5,792.1	5,606.6	5,414.4	5,555.1	5,501.8	5,764.5
Deuda Quirografaria	818.4	835.8	701.9	912.5	640.0	0.0
Deuda Neta/ ILD	107.3%	101.1%	84.8%	77.1%	73.9%	70.4%
Deuda Quirografaria / Deuda Total	14.1%	14.6%	12.8%	16.2%	10.3%	0.0%

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

*Participaciones Federales+ Ingresos Propios -Participaciones a Municipios.

**Se consideran ILD netos del pago de Servicio de Deuda Estructurado.

***Deuda Neta= Deuda Directa -(Caja +Bancos+Inversiones). Se consideró el 20.0% de los saldos en Caja, Banco e Inversiones, debido a que el resto se estimó como recurso etiquetado.

2018p y 2019p corresponden a las proyecciones de HR Ratings.

Por otra parte, la Deuda Neta Ajustada del Estado a Ingresos de Libre Disposición disminuyó de 84.8% en 2016 a 77.1% para el cierre de 2017. Este comportamiento se observó a pesar del incremento en la deuda a corto plazo del Estado, debido a que los

Ingresos de Libre Disposición se incrementaron en 13.0%. HR Ratings estima que la Deuda Neta a ILD disminuya en 2018 a 73.9%. Asimismo, se mantendría en un promedio de 66.3% para los próximos años. Esto incluso al considerar la adquisición de financiamiento a largo plazo, debido al comportamiento esperado en los ILD del Estado, por lo que se dará seguimiento al cumplimiento de lo anterior con el objetivo de identificar cualquier desviación importante en relación con las expectativas.

Obligaciones Financieras sin Costo y Liquidez

Al cierre de 2017, se observó que las Obligaciones Financieras sin Costo (OFsC) fueron por P\$1,912.9m, lo cual representó un decremento con relación al nivel observado en 2016 de P\$2,491.7m. Lo anterior se debió principalmente a la disminución de las cuentas de Retenciones y Contribuciones por Pagar. De acuerdo con la información proporcionada por la Entidad, lo anterior se debió a la estrategia de pago que implementó el Estado durante el último trimestre para disminuir sus pasivos. De acuerdo con el comportamiento financiero esperado, HR Ratings estima que esta métrica se mantenga disminuyendo a un promedio de 23.0% en los próximos años.

Tabla 5. Obligaciones financieras sin costo del Estado de Nayarit, de 2014 a 2017
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Concepto	2014	2015	2016	2017	sep-18
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.
Obligaciones financieras sin Costo	2,547.1	2,561.4	2,491.7	1,912.9	2,249.1
Corto Plazo	2,547.1	2,561.4	2,491.7	1,912.9	2,249.1
Cuentas por pagar a corto plazo	1,425.1	1,287.1	1,105.4	1,058.5	1,229.3
Fondos y Bienes en Garantía	5.1	19.4	8.3	10.4	10.5
Retenciones y Contribuciones	739.7	935.8	1,015.0	486.4	538.3
Transferencias Otorgadas	271.6	207.2	258.7	351.1	456.9
Participaciones y Aportaciones por Pagar	27.0	33.3	25.6	4.0	12.4
Otros	78.6	78.6	78.6	2.5	1.7
OFsC netas / ILD	47.2%	46.2%	39.0%	26.5%	30.2%

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

Por otra parte, el Activo Circulante de la Entidad pasó de P\$1,265.1m en 2016 a P\$982.2m en 2017. No obstante, las OFsC también reportaron una disminución por lo que las Razones de Liquidez y Liquidez Inmediata fueron 0.51x (veces) y 0.48x en 2017, lo cual fue un nivel similar al observado en 2016. HR Ratings continuará monitoreando el comportamiento de las Obligaciones Financieras sin Costo, así como de la liquidez que reporte el Estado, debido a que las estimaciones para los próximos años no consideran un crecimiento de estas obligaciones. No obstante, se dará seguimiento al cumplimiento de lo anterior con el objetivo de identificar cualquier desviación con relación a las expectativas.

Tabla 6. Liquidez del Estado de Nayarit de 2013 a junio de 2017

(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Concepto	2014	2015	2016	2017	sep-18
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	
Activo Circulante	873.4	1483.8	1265.1	982.2	1460.3
Efectivo y equivalentes	12.6	630.5	429.3	371.2	627.6
Derechos a recibir efectivo y equivalentes	715.4	692.0	682.4	552.2	760.4
Derechos a recibir bienes y servicios	43.4	104.8	91.1	58.6	72.0
Otros	102.0	56.6	62.4	0.1	0.4
Pasivo a Corto Plazo	2547.1	2561.4	2491.7	1912.9	2249.1
Razón de Liquidez	0.34	0.58	0.51	0.51	0.65
Razón de Liquidez Inmediata	0.30	0.56	0.48	0.51	0.65

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

Seguridad Social

La seguridad social de los trabajadores del Estado se encuentra a cargo de la Dirección del Fondo de Pensiones del Estado de Nayarit. Su función es la administración de cuotas y aportaciones de sus afiliados para garantizar el pago de las pensiones y jubilaciones a los trabajadores que adquieran ese derecho de acuerdo con la Ley de Pensiones vigente. De acuerdo con la información de la última valuación actuarial⁴ proporcionada por el Estado, el universo de afiliados al cierre de 2015 está conformado por 13,877 trabajadores activos y 2,018 trabajadores pensionados. Asimismo, se cuenta con una reserva actuarial por P\$1,506.4m. Con esto, se reporta un periodo de suficiencia hasta 2021, año en el que se calcula una aportación extraordinaria de P\$69.3m. Asimismo, las aportaciones se mantendrían por debajo de los P\$600.0m los próximos 5 ejercicios. Cabe mencionar que no se estiman aportaciones extraordinarias de 2018 a 2020.

HR Ratings dará seguimiento al comportamiento de las transferencias extraordinarias que el Estado realice a su fondo de Pensiones en los próximos. Si bien, las aportaciones estimadas no representarían un monto importante en el corto plazo, los gastos destinados a este tipo de contingencias se podrían incrementar de manera rápida en el mediano plazo, lo cual podría afectar el comportamiento financiero del Estado.

⁴ La valuación cuenta con fecha del 11 de julio de 2016 e información al 31 de diciembre de 2015.

Descripción del Estado

El Estado de Nayarit se ubica en la región oeste de la República Mexicana. Colinda al norte con los Estados de Sinaloa y Durango; al este, con Zacatecas; al este y sur, con Jalisco y al oeste, con el océano Pacífico. Cuenta con una extensión territorial de 27,857km². Esto lo convierte en el noveno Estado menos extenso de México.



Fuente: HR Ratings

El Estado se divide en 20 municipios y de acuerdo con el censo de población y vivienda 2010, la población total es de 1,084,979 personas, de las cuales el 50.8% eran mujeres y 49.9% son hombres. De acuerdo con cifras del Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI), al primer trimestre de 2016, la población económicamente activa (PEA) de la Entidad concentró a 549,712 personas.

Del total de la PEA, el 96.0% está ocupada y el 4.0% desocupada. Entre las principales actividades se encuentran: comercio (16.9%); servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles (15.5%); construcción (13.0%); Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas (9.1%). Juntas representan el 54.5% del PIB Estatal.

La administración del Estado está encabezada por el C.P. Antonio Echevarría García, de la coalición Juntos por Ti, formada por los partidos Partido Acción Nacional (PAN), Partido de la Revolución Democrática (PRD), Partido del Trabajo (PT) y Partido de la Revolución Socialista de Nayarit. El período de gobierno de la presente administración va del 19 de septiembre de 2017 y finaliza en septiembre de 2021.

ANEXOS

Balance Financiero del Estado de Nayarit
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

Estado de Ingresos y Egresos en millones de pesos nominales: Escenario Base

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
INGRESOS						
Ingresos Federales Brutos	20,531.4	20,801.0	21,376.8	23,655.4	25,104.2	26,602.0
Participaciones (Ramo 28)	7,015.9	7,789.3	7,956.4	8,890.8	9,459.4	10,035.3
Aportaciones (Ramo 33)	8,512.5	8,934.9	9,161.3	10,329.1	11,053.2	11,816.6
Otros Ingresos Federales	5,003.0	4,076.9	4,259.2	4,435.6	4,591.7	4,750.1
Ingresos Propios	1,267.0	1,519.2	1,638.2	1,696.4	1,749.2	1,804.0
Impuestos	773.2	769.4	815.6	849.3	880.2	912.3
Derechos	330.5	263.1	284.1	295.9	306.6	317.8
Productos	20.3	54.5	56.9	59.3	61.4	63.7
Aprovechamientos	3.8	381.4	247.9	258.2	267.3	276.5
Otros Propios	139.1	50.8	233.7	233.7	233.7	233.7
Ingresos Totales	21,798.4	22,320.2	23,015.0	25,351.8	26,853.4	28,405.9
EGRESOS						
Gasto Corriente	20,927.2	21,042.4	22,045.4	23,983.1	25,131.2	26,622.6
Servicios Personales	3,391.2	3,287.1	3,443.3	3,615.4	3,742.7	3,982.8
Materiales & Suministros	252.0	216.0	226.2	235.6	244.1	253.0
Servicios Generales	607.4	510.3	586.9	609.1	630.5	652.3
Servicio de la Deuda	406.7	518.4	608.1	541.7	485.8	460.7
Intereses	308.1	433.0	524.4	501.1	438.2	405.5
Amortizaciones	98.6	85.4	83.7	40.6	47.6	55.2
Transferencias y Subsidios	11,610.3	12,725.0	13,106.7	14,417.4	15,217.5	16,153.4
Transferencias a Municipios	4,659.5	3,785.6	4,074.2	4,563.9	4,810.6	5,120.3
Otros Gastos Corrientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gastos no-Operativos	870.9	850.1	997.3	1,669.2	1,729.8	1,792.9
Bienes Muebles e Inmuebles	52.9	28.6	44.4	49.3	51.1	52.9
Obra Pública y Servicios Municipales	818.0	821.4	952.9	1,619.9	1,678.7	1,740.0
Otros Gastos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gasto Total	21,889.8	21,895.3	23,045.5	25,655.1	26,863.8	28,418.3
Balance Financiero	-91.4	424.9	-30.5	-303.3	-10.4	-12.4
Balance Primario	315.3	943.3	577.7	238.4	475.4	448.3
Balance Primario Ajustado	476.3	989.7	577.7	238.4	475.4	448.3
Bal. Financiero a Ingresos Totales	-0.4%	1.9%	-0.1%	-1.2%	0.0%	0.0%
Bal. Primario a Ingresos Totales	1.4%	4.2%	2.5%	0.9%	1.8%	1.6%
Bal. Primario Ajustado a Ingresos Totales	2.2%	4.4%	2.5%	0.9%	1.8%	1.6%
Servicio a la Deuda a Ingr. Libre Disp. Netos	19.5%	16.9%	20.4%	14.4%	5.6%	5.0%

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

p: Proyectado.

**Balance (Cuentas Seleccionadas) del Estado de Nayarit
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)**

Balance (Cuentas Seleccionadas)

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Activos						
Caja, Bancos, Inversiones (Total)	429.3	371.2	1,018.3	375.0	364.6	352.1
Caja, Bancos, Inversiones (No Restringido)	85.9	74.2	721.3	78.0	67.6	55.1
Caja, Bancos, Inversiones (Restringido)*	343.4	297.0	297.0	297.0	297.0	297.0
Activos Circulantes	429.3	371.2	1,018.3	375.0	364.6	352.1
Obligaciones no Deuda	2,491.7	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9
Deuda Directa	5,500.3	5,629.3	6,223.1	5,842.5	5,794.9	5,739.7
Obligaciones Financieras sin Costo	2,491.7	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9	1,912.9
Deuda Directa Ajustada	5,500.3	5,629.3	6,223.1	5,842.5	5,794.9	5,739.7
Deuda Neta	5,414.4	5,555.1	5,501.8	5,764.5	5,727.3	5,684.6
Deuda Neta Ajustada	5,414.4	5,555.1	5,501.8	5,764.5	5,727.3	5,684.6
Deuda Neta Ajustada a Ing. Libre Disp.	84.8%	77.1%	73.9%	70.4%	66.2%	62.3%
Obligaciones Financieras sin Costo a ILD	39.0%	26.5%	25.7%	23.4%	22.1%	21.0%

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

p: Proyectado

*Se estimó el 20.0% del saldo en Efectivo y Equivalentes de Efectivo, debido a que el 80.0% restante se consideró como recursos etiquetados.

**Flujo de Efectivo del Estado de Nayarit
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)**

Flujo de Efectivo en millones de pesos: Escenario Base

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Balance Financiero	-91.4	424.9	-30.5	-303.3	-10.4	-12.4
Movimiento en OFsC (Afectan Flujo)	-69.7	-578.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizaciones no en el Bal. Fin.	-835.8	-701.9	-912.5	-640.0	0.0	0.0
Requerimientos (Saldo negativo) de CBI	0.0	-855.8	-943.0	-943.3	-10.4	-12.4
Nuevas Disposiciones	0.0	0.0	1,590.0	300.0	0.0	0.0
Reservas de Disposiciones Nuevas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros movimientos	0.0	855.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Cambio en CBI	0.0	0.0	647.0	-643.3	-10.4	-12.4
CBI inicial	630.5	429.3	371.2	1,018.3	375.0	364.6
CBI Final	429.3	-426.5	1,018.3	375.0	364.6	352.1

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

p: Proyectado

Deuda del Estado de Nayarit, de 2014 a septiembre 2018 (Cifras en Millones de Pesos Corrientes)					
Concepto	2014	2015	2016	2017	sep-18
	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.	Obs.
Deuda Consolidada	5,813.2	5,742.9	5,504.0	5,630.4	5,396.8
Deuda Directa Ajustada*	5,794.6	5,732.7	5,500.3	5,629.3	5,396.2
Corto Plazo	818.4	835.8	701.9	912.5	741.7
Prestamos a Corto Plazo	818.4	835.8	701.9	912.5	741.7
Largo Plazo	4,976.2	4,896.9	4,798.3	4,716.8	4,654.6
BBVA Bancomer	160.4	135.4	112.5	87.5	68.8
Banorte	40.4	19.3	0.0	0.0	0.0
Banorte	10.1	4.8	0.0	0.0	0.0
Banorte	10.1	4.8	0.0	0.0	0.0
Banorte	167.5	157.0	146.5	136.0	128.1
Banorte	1,227.2	1,213.7	1,196.6	1,176.6	1,159.5
Bansi	195.1	193.0	190.2	183.2	180.4
Bansi	278.1	274.3	269.8	264.2	259.7
Banobras	2,887.3	2,894.6	2,882.7	2,869.3	2,858.2
Contingente	18.6	10.2	3.7	1.1	0.5
Municipios	18.6	10.2	3.7	1.1	0.5

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

Glosario

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

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

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

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

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

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

Algunas consideraciones con relación a este tema:

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

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

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

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

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

Deuda Bancaria + Deuda Bursátil.

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

Algunas consideraciones con relación a este tema:

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

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

Servicio de Deuda. Es la suma del pago de todos los intereses + la amortización de la Deuda Directa Ajustada durante cierto periodo.



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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130
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 Evaluación de Riesgo Quirografario de Estados Mexicanos (México), Julio de 2014

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.	Cuenta Pública de 2014 a 2017, la Ley de Ingresos y Presupuesto de Egresos 2018, así como el avance presupuestal a septiembre de 2018.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	n.a.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución 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 of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas 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\$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).

Calificación

CBE Nayarit HR AAA (E)(P)

Contactos

Luisa Adame
Asociada Senior
luisa.adame@hrratings.com

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

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

Supuestos enviados por el Estado de Nayarit	
Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar	Estado de Nayarit
Fiduciario	Instituciones Bancarias
Fideicomisarios en Primer Lugar	Instituciones Bancarias
Fideicomiso de Contratación	Fideicomiso Público de Contratación de Financiamiento, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración
Vehículo legal	Uno o varios Fideicomisos Públicos, Sin Estructura Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago
Ingresos Afectados al Fideicomiso	Fondo General de Participaciones (FGP) correspondiente al Estado, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado
Financiamiento objeto de la calificación	P\$5,855.9m
Denominación	Pesos mexicanos
Fuente primaria de pago	Para un plazo de 240 meses, hasta 50.3607% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado
Plazo	20 años (240 meses)
Pago de interés y capital	Mensual
Periodo de Gracia	N.A.
Amortización	240 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a una tasa variable
Tasa de interés ordinaria	TIIE ₂₈ + sobretasa (supuesto enviado por el Estado)
Fondo de reserva	Equivalente al servicio de la deuda de los siguientes tres meses.
Destino	Refinanciamiento, inversiones públicas productivas, la constitución inicial de los fondos de reserva correspondientes y, en su caso, el pago de los gastos y costos asociados a la contratación del o de los créditos.

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Estado. Cualquier cambio a los supuestos en las condiciones finales puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada.

Definición

La calificación preliminar que asignó HR Ratings al posible Crédito Bancario Estructurado que contrataría el Estado de Nayarit con alguna institución financiera es HR AAA (E)(P). Esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de sus obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene mínimo riesgo crediticio ante cambios económicos y financieros adversos.

HR Ratings asignó la calificación preliminar de HR AAA (E)(P) al posible financiamiento que adquiriría el Estado de Nayarit con alguna institución financiera por un monto de hasta P\$5,855.9m.

La asignación de la calificación preliminar de HR AAA (E)(P) al (los) financiamiento(s) que contrataría el Estado de Nayarit¹ con alguna(s) institución(es) bancaria(s) por un monto de hasta P\$5,855.9 millones (m) es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. El análisis en el periodo de estrés crítico determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)² de 78.6%. Por otro lado, la calificación quirografaria del Estado de Nayarit no tuvo ningún impacto en la calificación preliminar asignada.

Es importante mencionar que la calificación preliminar resultante del análisis se basa en las condiciones, supuestos, términos y documentos enviados por el Estado a HR Ratings³. Cualquiera cambio a dicha información puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada. HR Ratings supone que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría 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.

VARIABLES RELEVANTES: CBE Estado de Nayarit por P\$5,855.9m (cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 78.6%	2016	2017	TMAC ² 2013-2017	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2018	2038	TMAC ² 2017-2038	2018	2038	TMAC ² 2017-2038
FGP Estatal	4,803	5,413	7.7%	5,828	18,383	6.0%	5,828	12,682	4.1%
TIIE ₂₈ ³	6.1%	7.6%		8.3%	4.8%		8.3%	5.6%	
DSCR Primaria ⁴				Min	Prom	Max	Min	Prom	Max
				3.9x	8.4x	16.9x	3.4x	6.1x	11.6x

Nota: 1) Escenario de Estancamiento, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 3) La TIIE₂₈ presentada considera el valor al cierre del 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 proporcionada por el Estado, fuentes de información pública y estimaciones propias.

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

- Possible Financiamiento.** El Estado de Nayarit tiene contemplada la contratación de uno o varios créditos bancarios hasta por un monto de P\$5,855.9m por un plazo de hasta 20 años. Cada financiamiento(s) contaría(n) con su propio Fideicomiso(s) Público(s), sin Estructura, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago (el Fideicomiso), mismo que se constituirá en su momento. La fuente de pago del crédito(s), a un plazo de 20 años, sería de hasta 50.3607% del Fondo General de Participaciones (FGP) correspondiente al Estado de Nayarit, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado.
- Escenario de Estrés Crítico.** Con base en nuestras proyecciones de flujos, el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería noviembre de 2019, con una razón de cobertura (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.1 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.
- Fondo de Reserva.** El Estado de Nayarit planea constituir, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva para el crédito con un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los tres meses inmediatos siguientes.
- Servicio de la Deuda.** El Estado pagaría capital hasta en 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. No contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago lo pretende realizar en diciembre de 2018 y el último se esperaría en noviembre de 2038. Por otro lado, los intereses ordinarios se pagarían a la tasa que resulte de sumar la TIIE₂₈ más una sobretasa. La sobretasa ordinaria estaría en función de la calificación del crédito y el análisis consideró un supuesto enviado por el Estado.

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

² Es el máximo nivel de estrés que la estructura pueda tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. El cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva.

³ Adicionalmente, para realizar el análisis de las calificaciones preliminares, HR Ratings incorporó sus estimaciones respecto al crecimiento económico, la tasa de interés y las participaciones federales.

Supuestos Recibidos por HR Ratings

En el Decreto No. 070 (el Decreto), publicado en el Periódico Oficial del Estado de Nayarit el 4 de octubre de 2018, se autorizó al Gobierno del Estado a contratar uno o varios financiamientos hasta por un monto de hasta P\$5,607.6m más, en su caso, las cantidades necesarias para la constitución de los fondos de reserva y el pago de los gastos y costos asociados a la contratación de los financiamientos.

El Estado planea la contratación de uno o varios créditos bancarios estructurados con alguna(s) Institución(es) Financiera(s) a través de un Fideicomiso Público de Contratación de Financiamiento, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración. Cada financiamiento(s) contaría(n) con su propio Fideicomiso(s) Público(s), sin Estructura, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago (el Fideicomiso), mismo que se constituirá en su momento. El Fideicomiso tendrá afectado un porcentaje del Fondo General de Participaciones que le corresponde al Estado, es decir, sin considerar las participaciones correspondientes a los municipios.

Cualquier cambio en los supuestos enviados por el Estado puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada. La presente calificación preliminar se basa en la incorporación de los siguientes supuestos enviados por el Estado:

- **Monto Total por Contratar.** El Estado de Nayarit tiene contemplada la contratación de uno o varios créditos bancarios hasta por un monto de P\$5,855.9m, a ser destinado a: i) el refinanciamiento de los créditos señalados en el Decreto emitido por el Congreso del Estado; ii) inversiones públicas productivas; iii) la constitución de los fondos de reserva; y iv) el pago de los gastos y costos asociados a la contratación de los financiamientos. Dentro de las características se incluye que el plazo sería de 20 años.
- **Fuente de Pago.** El Estado pretende asignar como fuente de pago del crédito, hasta el 50.3607% del FGP que le corresponde al Estado mensualmente, excluyendo la parte de los municipios.
- **Pago de Capital.** El pago de capital se realizaría hasta en 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El Estado no contaría con periodo de gracia y estima realizar el primer pago de capital en diciembre de 2018.
- **Intereses Ordinarios.** Los intereses ordinarios se pagarían a la tasa que resulte de sumar la TII_{E28} más una sobretasa. La sobretasa ordinaria estaría en función de la calificación del crédito y el análisis consideró un supuesto enviado por el Estado.
- **Fondo de Reserva.** El Estado de Nayarit planea constituir, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva para el crédito con un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los tres meses inmediatos siguientes. Dicho fondo sería constituido inicialmente por un monto equivalente al 2.74% del monto dispuesto y, posteriormente, se actualizaría al monto objetivo.
- **Obligaciones de Hacer y de No Hacer.** El Estado deberá de mantener al menos dos calificaciones de la estructura sin estipular un nivel mínimo.
- **Aceleración parcial, aceleración total y vencimiento anticipado.** De acuerdo con la información enviada por el Estado a HR Ratings, las obligaciones que pudieran

activar un evento de aceleración parcial, aceleración total y vencimiento anticipado no tuvieron un impacto en la calificación preliminar. En caso de que se modifiquen dichas obligaciones en los documentos finales, podrían tener un impacto en la calificación preliminar.

Supuestos Hechos por HR Ratings

HR Ratings supone que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría una opinión legal *satisfactoria*, lo que significa que cumpliría con los procesos de autorización y registro necesarios, y que todos los documentos legales de la transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles. Por otro lado, con base en nuestra metodología, la calificación preliminar no está sujeta a seguimiento ni a retiro.

En la Tabla 1 se presentan los supuestos elaborados, en términos nominales, por HR Ratings sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés, mismos que podrían cambiar en el futuro, de acuerdo con las condiciones financieras y económicas observadas. Al aplicarlos, el escenario que ocasionó un mayor estrés a los flujos resultó ser el escenario de estanflación, entendido como un escenario con bajos niveles de crecimiento económico acompañado de altos niveles de inflación.

Tabla 1. Escenarios		
	Esc. Base	Esc. de Estanflación
FGP Nom. Estado de Nayarit (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₃₈)	6.0%	4.1%
INPC (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₃₈)	3.4%	3.8%
TIIE 28 (Promedio ₂₀₁₈₋₂₀₃₈)	5.8%	6.5%

Nota: Los supuestos de los escenarios son los utilizados para todas las calificaciones de Créditos Bancarios Estructurados y podrían cambiar en un futuro.

Fuente: HR Ratings.

Análisis de la Fuente de Pago

El Ramo 28 nacional ha tenido, en promedio, una tasa de crecimiento real de 5.1% en los últimos cinco años. Para 2018, en un escenario base se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 3.7%, recaudando un total de P\$800,316m. Lo anterior, en términos reales, a precios de 2017. Es importante mencionar que las estimaciones para 2018 son con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

De 2012 a 2017, el Ramo 28 estatal tuvo una tasa de crecimiento real, en promedio, de 4.4%. Para 2018, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación, cifras observadas y cálculos de HR Ratings, el monto esperado, en un escenario base, del Ramo 28 del Estado de Nayarit es de P\$7,533m en términos reales de 2017, lo que significaría un decremento real de 3.5%, respecto al año anterior.

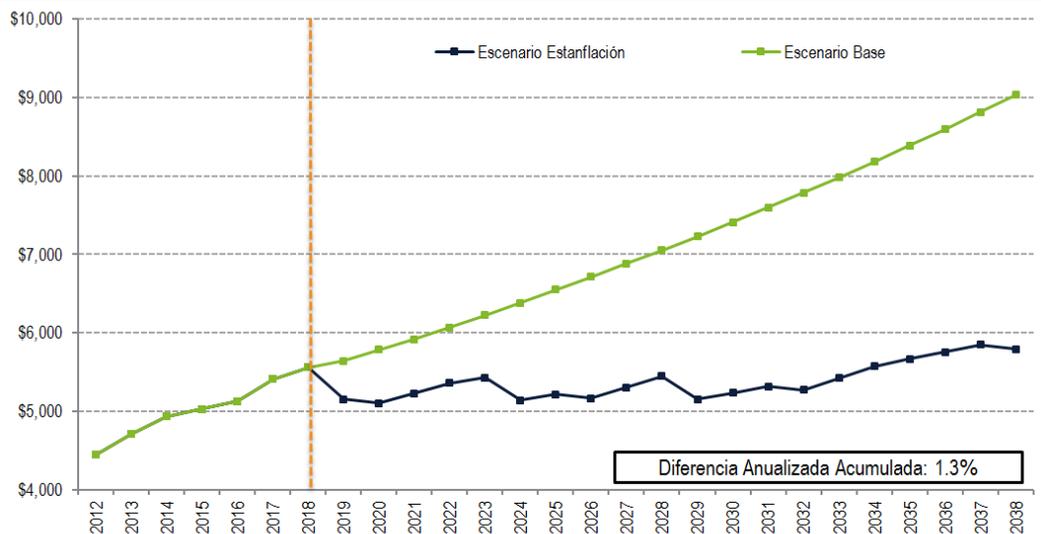
En el caso de Nayarit, de 2012 a 2017 la proporción observada que representó el Ramo 28 Estatal con relación al Ramo 28 nacional se ha mantenido en 1.0%. De acuerdo con lo observado, se proyecta que la proporción de 2019 hasta el vencimiento del crédito se mantendría en 1.01% en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se proyecta una proporción promedio de 0.91% para el resto de la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el escenario de estrés considera reducciones en los años 2019, 2024 y 2029.

La distribución de los recursos de las Participaciones Federales del FGP entre las 32 entidades federativas se determina en la Ley de Coordinación Fiscal y está sujeta a factores como el crecimiento económico de la entidad ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local con respecto a la nacional.

La Gráfica 1 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 2012 a 2017, el FGP estatal tuvo una tasa de crecimiento promedio de 3.0%. En 2017, el Estado recibió por este fondo un acumulado de P\$5,413m, es decir, se observó una tasa de crecimiento de 5.6%. Lo anterior, en términos reales de 2017. Con base en el Presupuesto de Egresos, datos observados y cálculos de HR Ratings, en 2018 se esperaría que Nayarit reciba por concepto de este fondo un acumulado de P\$5,559m, lo que significaría una tasa de crecimiento real de 2.7% en relación con 2017.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaría una $TMAC_{2017-2038}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2017-2038}$ sería de 0.3%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.3%.

Gráfica 1. Nayarit: Fondo General de Participaciones (FGP)



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

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2017.

Análisis del Desempeño del Fideicomiso

En esta sección observamos el comportamiento esperado de mediano y largo plazo del servicio de la deuda del crédito, así como la capacidad de pago que tendría la estructura bajo condiciones macroeconómicas de un escenario base y otro de estrés y el comportamiento de las coberturas primarias durante la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el análisis de la operación se realizó bajo las características y supuestos proporcionados por el Estado.

La Tabla 2 muestra el desempeño financiero del Fideicomiso. Las cifras para 2019 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Tabla 2. Desempeño financiero anual esperado del Fideicomiso: P\$5,855.9m (Escenario de Estrés: Estanflación)

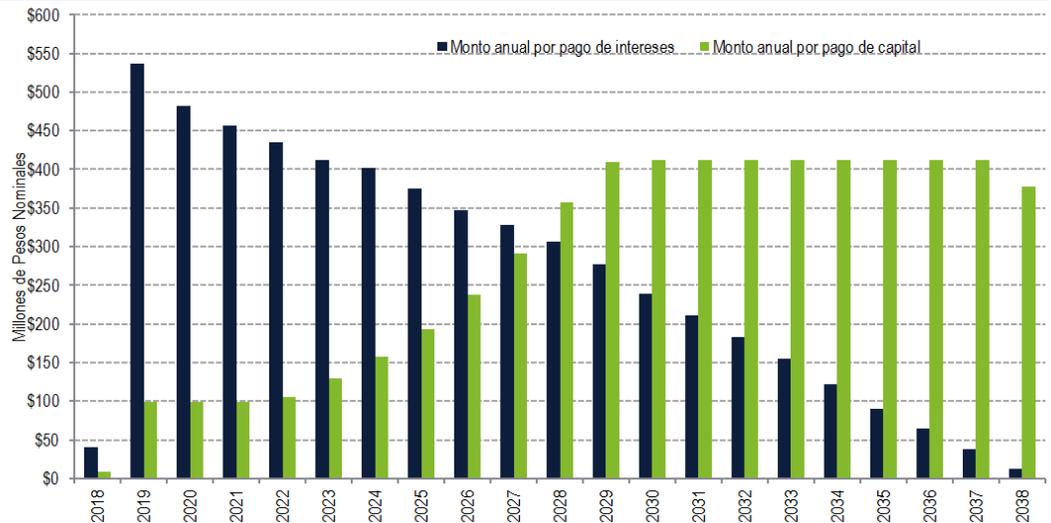
Año	FGP del Estado de Nayarit	FGP correspondiente al Estado	Fuente de Pago: 50.3607% del FGP correspondiente al Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de Reserva en meses de pago (promedio anual)	Recursos transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo Insoluto
2018	\$435.9	\$335.6	\$167.6	\$8.2	\$41.1	\$49.3	3.4	3.1	-\$0.2	\$118.5	\$5,847.7
2019	\$5,649.8	\$4,350.4	\$2,189.1	\$98.6	\$536.7	\$635.3	3.4	3.0	-\$12.8	\$1,566.6	\$5,749.1
2020	\$5,817.4	\$4,479.4	\$2,254.0	\$98.6	\$482.0	\$580.6	3.9	3.0	-\$9.4	\$1,682.8	\$5,650.5
2021	\$6,201.7	\$4,775.3	\$2,403.0	\$98.5	\$456.9	\$555.4	4.3	3.0	-\$5.4	\$1,853.0	\$5,552.0
2022	\$6,602.3	\$5,083.7	\$2,558.2	\$105.5	\$434.7	\$540.3	4.7	3.0	-\$0.3	\$2,018.3	\$5,446.5
2023	\$6,943.7	\$5,346.6	\$2,690.6	\$129.0	\$411.9	\$540.9	5.0	3.0	\$5.4	\$2,144.3	\$5,317.5
2024	\$6,826.3	\$5,256.2	\$2,645.0	\$158.1	\$402.2	\$560.3	4.7	3.0	\$0.9	\$2,083.8	\$5,159.4
2025	\$7,188.1	\$5,534.9	\$2,785.2	\$193.8	\$374.9	\$568.7	4.9	3.0	\$3.4	\$2,213.1	\$4,965.6
2026	\$7,384.2	\$5,685.8	\$2,861.2	\$237.5	\$346.9	\$584.4	4.9	3.0	\$8.1	\$2,268.6	\$4,728.0
2027	\$7,862.7	\$6,054.3	\$3,046.7	\$291.2	\$328.2	\$619.4	4.9	3.0	\$10.9	\$2,416.4	\$4,436.8
2028	\$8,371.8	\$6,446.3	\$3,244.0	\$356.9	\$306.2	\$663.1	4.9	3.0	\$11.4	\$2,569.5	\$4,079.9
2029	\$8,214.3	\$6,325.0	\$3,182.8	\$409.8	\$277.8	\$687.6	4.6	3.0	-\$7.8	\$2,503.0	\$3,670.1
2030	\$8,649.6	\$6,660.2	\$3,351.5	\$411.6	\$239.6	\$651.2	5.1	3.0	-\$7.0	\$2,707.3	\$3,258.5
2031	\$9,107.9	\$7,013.1	\$3,529.1	\$411.6	\$211.3	\$622.8	5.7	3.0	-\$6.5	\$2,912.8	\$2,846.9
2032	\$9,355.7	\$7,203.9	\$3,625.1	\$411.6	\$183.5	\$595.0	6.1	3.0	-\$7.5	\$3,037.6	\$2,435.3
2033	\$9,969.5	\$7,676.5	\$3,863.1	\$411.6	\$154.6	\$566.2	6.8	3.0	-\$8.2	\$3,305.1	\$2,023.8
2034	\$10,622.7	\$8,179.5	\$4,116.3	\$411.6	\$121.6	\$533.2	7.7	3.0	-\$7.7	\$3,590.8	\$1,612.2
2035	\$11,174.4	\$8,604.3	\$4,330.1	\$411.6	\$90.7	\$502.3	8.6	3.0	-\$6.3	\$3,834.0	\$1,200.6
2036	\$11,754.5	\$9,051.0	\$4,554.9	\$411.6	\$64.7	\$476.3	9.6	3.0	-\$6.7	\$4,085.3	\$789.0
2037	\$12,364.6	\$9,520.8	\$4,791.4	\$411.6	\$38.3	\$449.8	10.6	3.0	-\$6.5	\$4,348.1	\$377.5
2038	\$11,666.3	\$8,983.0	\$4,521.8	\$377.4	\$12.0	\$389.5	11.6	2.5	-\$107.1	\$4,240.7	\$0.0

NOTA: 1) Cantidades en millones de pesos nominales. 2) La fuente de pago se encuentra disminuida por los gastos de la estructura. 3) PPM: Primaria Promedio Mensual. 4) En 2018 y 2038 se consideran 1 y 11 meses respectivamente y 5) El FGP correspondiente al Estado no incluye la parte correspondiente a los municipios del Estado.
Fuente: HR Ratings.

La Gráfica 2 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 iniciando en diciembre de 2018 y realizando el último en noviembre de 2038. Como se puede observar, el perfil de pagos es creciente a una tasa variable y, a partir de 2030, el crecimiento mensual es cero, por lo que se muestran pagos constantes hasta el vencimiento. Durante la vigencia del crédito, considerando un escenario base, los ingresos asignados al pago del crédito serían equivalentes, en promedio a 8.4x el servicio de la deuda, mientras que en un escenario de estrés sería de 6.1x.

Por otro lado, el pago de intereses se realizaría con base en la TIIE₂₈ más una sobretasa que estaría en función de la calificación de la estructura. Aquí podemos observar que el pago de intereses ordinarios comienza a disminuir a partir de 2019 debido a nuestras proyecciones bajo un escenario de estanflación. El año en que se esperaría el mayor pago por concepto de servicio de la deuda sería 2029 con un monto de P\$687.6m, de los cuales P\$409.8m corresponden al pago de capital y P\$277.8m al pago de intereses ordinarios.

Gráfica 2. Pago de capital e intereses en el escenario de estrés

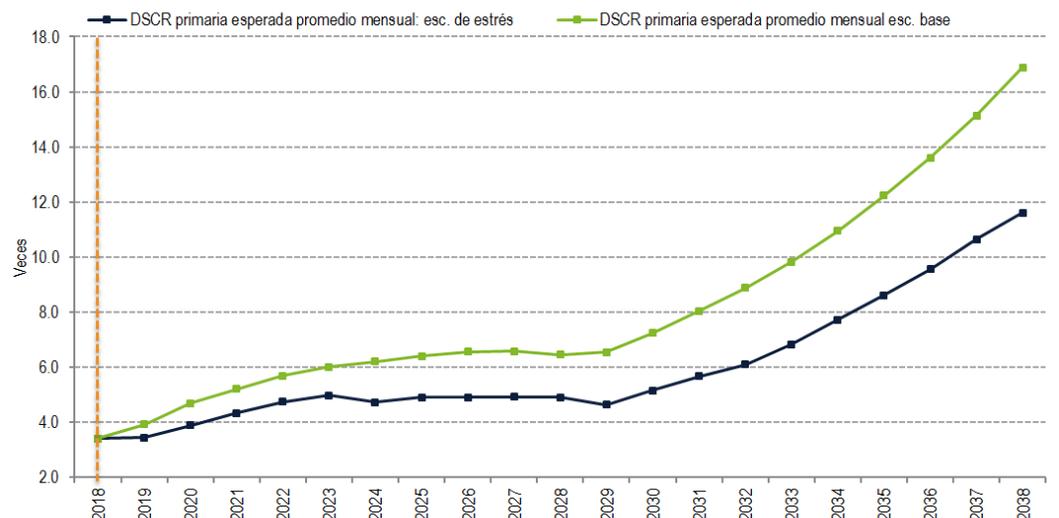


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) A partir de 2019 se considera un escenario de estrés y 2) En 2018 y 2038 se consideran sólo 1 y 11 meses, respectivamente.

La Gráfica 3 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 2018 en el escenario base sería 3.4x. En este último escenario, el promedio de la DSCR para los próximos cinco años del financiamiento(s), de 2019 a 2023, sería 5.1x y durante toda la vigencia sería 8.4x. Por otra parte, en un escenario de estrés se esperaría una cobertura promedio para 2019 de 3.4x, misma que coincidiría con la mínima anual. La DSCR promedio para los próximos cinco años de vigencia del crédito sería 4.3x y el promedio durante toda la vigencia sería 6.1x.

Gráfica 3. DSCR primaria promedio mensual esperada



Fuente: HR Ratings

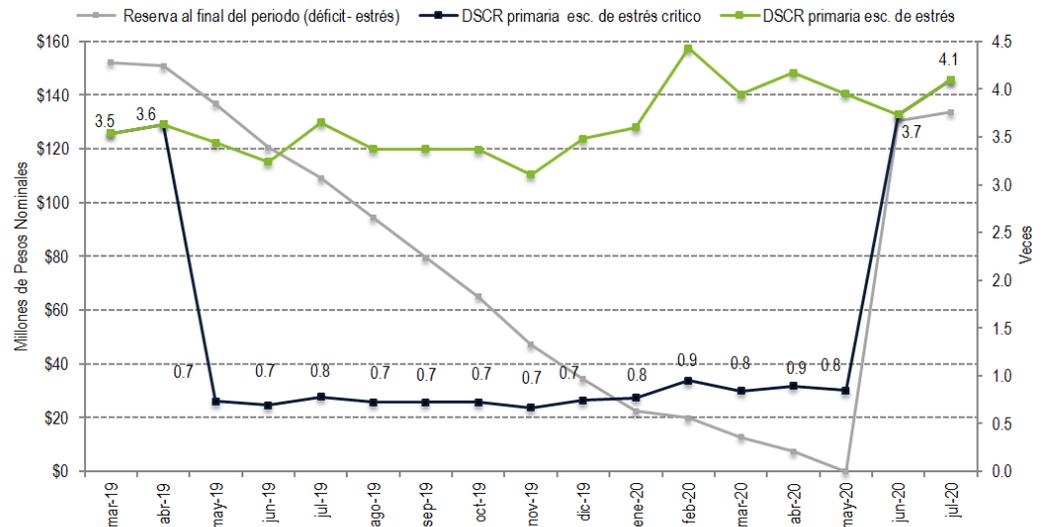
Nota: A partir de 2019 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

Adicionalmente, se constituirá un fondo de reserva, mismo que deberá ser equivalente al servicio de la deuda de los próximos tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho fondo sería equivalente, en promedio, a P\$141.7m a lo largo de la vigencia del crédito.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería noviembre de 2019 con una DSCR esperada de 3.1x en el escenario de estrés cíclico. El escenario de estrés crítico incorpora reducciones adicionales a la fuente de pago seis periodos previos y seis periodos posteriores a dicho mes. El periodo de estrés crítico determinó una TOE de 78.6%. Esto indica que la fuente de pago podría disminuir 78.6% más respecto al escenario de estrés cíclico y serían capaces de cumplir con las obligaciones de pago del crédito, considerando el uso del fondo de reserva.

En la Gráfica 4 se 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

Gráfica 4. Periodo de Estrés Crítico



Fuente: 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.

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.

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 IEPS, 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.

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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, noviembre de 2017.

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	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 de 2012 a agosto de 2018.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado y otras 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 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).



Credit
Rating
Agency

Estado de Nayarit

Crédito Bancario Estructurado

Calificación Preliminar (P\$5,841.3m)

HR AAA (E)(P)
PRIVADA

Finanzas Públicas
26 de octubre de 2018

Calificación

CBE Nayarit HR AAA (E)(P)

Contactos

Maricela Regalado
Analista
maricela.regalado@hrratings.com

Luisa Adame
Asociada Senior
luisa.adame@hrratings.com

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

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

HR Ratings asignó la calificación preliminar de HR AAA (E)(P) al posible financiamiento que adquiriría el Estado de Nayarit con alguna institución financiera por un monto de hasta P\$5,841.3m.

La asignación de la calificación preliminar de HR AAA (E)(P) al (los) financiamiento(s) que contrataría el Estado de Nayarit¹ con alguna(s) institución(es) bancaria(s) por un monto de hasta P\$5,841.3 millones (m) es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. El análisis en el periodo de estrés crítico determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)² de 78.3%. Por otro lado, la calificación quirografaria del Estado de Nayarit no tuvo ningún impacto en la calificación preliminar asignada.

Es importante mencionar que la calificación preliminar resultante del análisis se basa en las condiciones, supuestos, términos y documentos enviados por el Estado a HR Ratings³. Cualquier cambio a dicha información puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada. HR Ratings supone que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría 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.

Supuestos enviados por el Estado de Nayarit	
Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar	Estado de Nayarit
Fiduciario	Instituciones Bancarias
Fideicomisarios en Primer Lugar	Instituciones Bancarias
Fideicomiso de Contratación	Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración
Vehículo legal	Uno o varios Fideicomisos Públicos, Sin Estructura, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago
Ingresos Afectados al Fideicomiso	Fondo General de Participaciones (FGP) correspondiente al Estado, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado
Financiamiento objeto de la calificación	P\$5,841.3m
Denominación	Pesos mexicanos
Fuente primaria de pago	Para un plazo de 300 meses, hasta 44.9780% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado
Plazo	25 años (300 meses)
Pago de interés y capital	Mensual
Periodo de Gracia	N.A.
Amortización	300 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a una tasa variable
Tasa de interés ordinaria	TIE ₂₈ + sobretasa (supuesto enviado por el Estado)
Fondo de reserva	Equivalente al servicio de la deuda de los siguientes tres meses
Destino	Refinanciamiento, inversiones públicas productivas, la constitución inicial de los fondos de reserva correspondientes y, en su caso, el pago de los gastos y costos asociados a la contratación del o de los Créditos

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Estado. Cualquier cambio a los supuestos en las condiciones finales puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada.

Definición

La calificación preliminar que asignó HR Ratings al posible Crédito Bancario Estructurado que contrataría el Estado de Nayarit con alguna institución financiera es HR AAA (E)(P). Esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de sus obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene mínimo riesgo crediticio ante cambios económicos y financieros adversos.

Variables Relevantes: CBE Estado de Nayarit por P\$5,841.3m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 78.3%	2016	2017	TMAC ² ₂₀₁₃₋₂₀₁₇	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2018	2043	TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃	2018	2043	TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃
FGP Estatal	4,803	5,413	7.7%	5,828	24,194	5.9%	5,828	16,683	4.4%
TIE ₂₈ ³	6.1%	7.6%		8.3%	4.3%		8.3%	5.1%	
DSCR Primaria ⁴				Min 3.9x	Prom 11.1x	Max 27.6x	Min 3.4x	Prom 7.8x	Max 19.2x

Nota: 1) Escenario de Estandarización, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 3) La TIE₂₈ presentada considera el valor al cierre del 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 proporcionada por el Estado, fuentes de información pública y estimaciones propias.

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

- **Posible Financiamiento.** El Estado de Nayarit tiene contemplada la contratación de uno o varios créditos bancarios hasta por un monto de P\$5,841.3m por un plazo de hasta 25 años. Cada financiamiento(s) contaría(n) con su propio Fideicomiso(s) Público(s), sin Estructura, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago (el Fideicomiso), mismo que se constituirá en su momento. La fuente de pago del crédito(s), a un plazo de 25 años, sería de hasta 44.978% del Fondo General de Participaciones (FGP) correspondiente al Estado de Nayarit, excluyendo la parte correspondiente a los municipios del Estado.
- **Escenario de Estrés Crítico.** Con base en nuestras proyecciones de flujos, el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería noviembre de 2019, con una razón de cobertura (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.2 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.
- **Fondo de Reserva.** El Estado de Nayarit planea constituir, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva para el crédito con un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los tres meses inmediatos siguientes.
- **Servicio de la Deuda.** El Estado pagaría capital hasta en 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. No contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago lo pretende realizar en diciembre de 2018 y el último se esperaría en noviembre de 2043. Por otro lado, los intereses ordinarios se pagarían a la tasa que resulte de sumar la TIE₂₈ más una sobretasa. La sobretasa ordinaria estaría en función de la calificación del crédito y el análisis consideró un supuesto enviado por el Estado.

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

² Es el máximo nivel de estrés que la estructura pueda tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. El cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva.

³ Adicionalmente, para realizar el análisis de las calificaciones preliminares, HR Ratings incorporó sus estimaciones respecto al crecimiento económico, la tasa de interés y las participaciones federales.

Supuestos Recibidos por HR Ratings

En el Decreto No. 070 (el Decreto), publicado en el Periódico Oficial del Estado de Nayarit el 4 de octubre de 2018, se autorizó al Gobierno del Estado a contratar uno o varios financiamientos hasta por un monto de hasta P\$5,607.6m más, en su caso, las cantidades necesarias para la constitución de los fondos de reserva y el pago de los gastos y costos asociados a la contratación de los financiamientos.

El Estado planea la contratación de uno o varios créditos bancarios estructurados con alguna(s) Institución(es) Financiera(s) a través de un Fideicomiso Público de Contratación de Financiamiento, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración. Cada financiamiento(s) contaría(n) con su propio Fideicomiso(s) Público(s), sin Estructura, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago (el Fideicomiso), mismo que se constituirá en su momento. El Fideicomiso tendrá afectado un porcentaje del Fondo General de Participaciones que le corresponde al Estado, es decir, sin considerar las participaciones correspondientes a los municipios.

Cualquier cambio en los supuestos enviados por el Estado, puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada. La presente calificación preliminar se basa en la incorporación de los siguientes supuestos enviados por el Estado:

- **Monto Total por Contratar.** El Estado de Nayarit tiene contemplada la contratación de uno o varios créditos bancarios hasta por un monto de P\$5,841.3m, a ser destinado a: i) el refinanciamiento de los créditos señalados en el Decreto emitido por el Congreso del Estado; ii) inversiones públicas productivas; iii) la constitución de los fondos de reserva; y iv) el pago de los gastos y costos asociados a la contratación de los financiamientos. Dentro de las características se incluye que el plazo sería de 25 años.
- **Fuente de Pago.** El Estado pretende asignar como fuente de pago del crédito, hasta el 44.978% del FGP que le corresponde al Estado mensualmente, excluyendo la parte de los municipios.
- **Pago de Capital.** El pago de capital se realizaría hasta en 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El Estado no contaría con periodo de gracia y estima realizar el primer pago de capital en diciembre de 2018.
- **Intereses Ordinarios.** Los intereses ordinarios se pagarían a la tasa que resulte de sumar la TII_{E28} más una sobretasa. La sobretasa ordinaria estaría en función de la calificación del crédito y el análisis consideró un supuesto enviado por el Estado.
- **Fondo de Reserva.** El Estado de Nayarit planea constituir, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva para el crédito con un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los tres meses inmediatos siguientes. Dicho fondo sería constituido inicialmente por un monto equivalente al 2.50% del monto dispuesto y, posteriormente, se actualizaría al monto objetivo.
- **Obligaciones de Hacer y de No Hacer.** El Estado deberá de mantener al menos dos calificaciones de la estructura sin estipular un nivel mínimo.
- **Aceleración parcial, aceleración total y vencimiento anticipado.** De acuerdo con la información enviada por el Estado a HR Ratings, las obligaciones que pudieran

activar un evento de aceleración parcial, aceleración total y vencimiento anticipado no tuvieron un impacto en la calificación preliminar. En caso de que se modifiquen dichas obligaciones en los documentos finales, podrían tener un impacto en la calificación preliminar.

Supuestos Hechos por HR Ratings

HR Ratings supone que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría una opinión legal *satisfactoria*, lo que significa que cumpliría con los procesos de autorización y registro necesarios, y que todos los documentos legales de la transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles. Por otro lado, con base en nuestra metodología, la calificación preliminar no está sujeta a seguimiento ni a retiro.

En la Tabla 1 se presentan los supuestos elaborados, en términos nominales, por HR Ratings sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés, mismos que podrían cambiar en el futuro, de acuerdo con las condiciones financieras y económicas observadas. Al aplicarlos, el escenario que ocasionó un mayor estrés a los flujos resultó ser el escenario de estanflación, entendido como un escenario con bajos niveles de crecimiento económico acompañado de altos niveles de inflación.

	Esc. Base	Esc. de Estanflación
FGP Nom. Estado de Nayarit (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃)	5.9%	4.4%
INPC (TMAC ₂₀₁₇₋₂₀₄₃)	3.4%	3.7%
TIIE 28 (Promedio ₂₀₁₈₋₂₀₄₃)	5.5%	6.3%

Nota: Los supuestos de los escenarios son los utilizados para todas las calificaciones de Créditos Bancarios Estructurados y podrían cambiar en un futuro.
Fuente: HR Ratings.

Análisis de la Fuente de Pago

El Ramo 28 nacional ha tenido, en promedio, una tasa de crecimiento real de 5.1% en los últimos cinco años. Para 2018, en un escenario base se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 3.7%, recaudando un total de P\$800,316m. Lo anterior, en términos reales, a precios de 2017. Es importante mencionar que las estimaciones para 2018 son con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

De 2012 a 2017, el Ramo 28 estatal tuvo una tasa de crecimiento real, en promedio, de 4.4%. Para 2018, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación, cifras observadas y cálculos de HR Ratings, el monto esperado, en un escenario base, del Ramo 28 del Estado de Nayarit es de P\$7,533m en términos reales de 2017, lo que significaría un decremento real de 3.5%, respecto al año anterior.

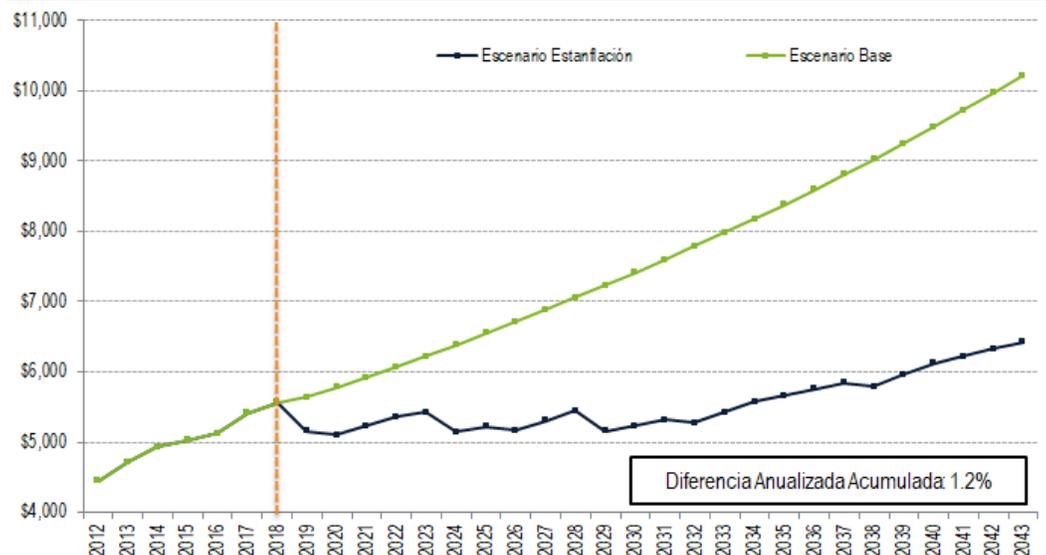
En el caso de Nayarit, de 2012 a 2017 la proporción observada que representó el Ramo 28 Estatal en relación con el Ramo 28 nacional se ha mantenido en 1.0%. De acuerdo con lo observado, se proyecta que la proporción de 2019 hasta el vencimiento del crédito se mantendría en 1.01% en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se proyecta una proporción promedio de 0.91% para el resto de la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el escenario de estrés considera reducciones en los años 2019, 2024 y 2029.

La distribución de los recursos de las Participaciones Federales del FGP entre las 32 entidades federativas se determina en la Ley de Coordinación Fiscal y está sujeta a factores como el crecimiento económico de la entidad ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local con respecto a la nacional.

La Gráfica 1 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 2012 a 2017, el FGP estatal tuvo una tasa de crecimiento promedio de 3.0%. En 2017, el Estado recibió por este fondo un acumulado de P\$5,413m, es decir, se observó una tasa de crecimiento de 5.6%. Lo anterior, en términos reales de 2017. Con base en el Presupuesto de Egresos, datos observados y cálculos de HR Ratings, en 2018 se esperaba que Nayarit reciba por concepto de este fondo un acumulado de P\$5,559m, lo que significaría una tasa de crecimiento real de 2.7% en relación con 2017.

De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se esperaba una $TMAC_{2017-2043}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2017-2043}$ sería de 0.7%, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.2%.

Gráfica 1. Nayarit: Fondo General de Participaciones (FGP)



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

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2017.

Análisis del Desempeño del Fideicomiso

En esta sección observamos el comportamiento esperado de mediano y largo plazo del servicio de la deuda del crédito, así como la capacidad de pago que tendría la estructura bajo condiciones macroeconómicas de un escenario base y otro de estrés y el comportamiento de las coberturas primarias durante la vigencia del crédito. Es importante mencionar que el análisis de la operación se realizó bajo las características y supuestos proporcionados por el Estado.

La Tabla 2 muestra el desempeño financiero del Fideicomiso. Las cifras para 2019 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.

Tabla 2. Desempeño financiero anual esperado del Fideicomiso: P\$5,841.3m (Escenario de Estrés: Estanflación)

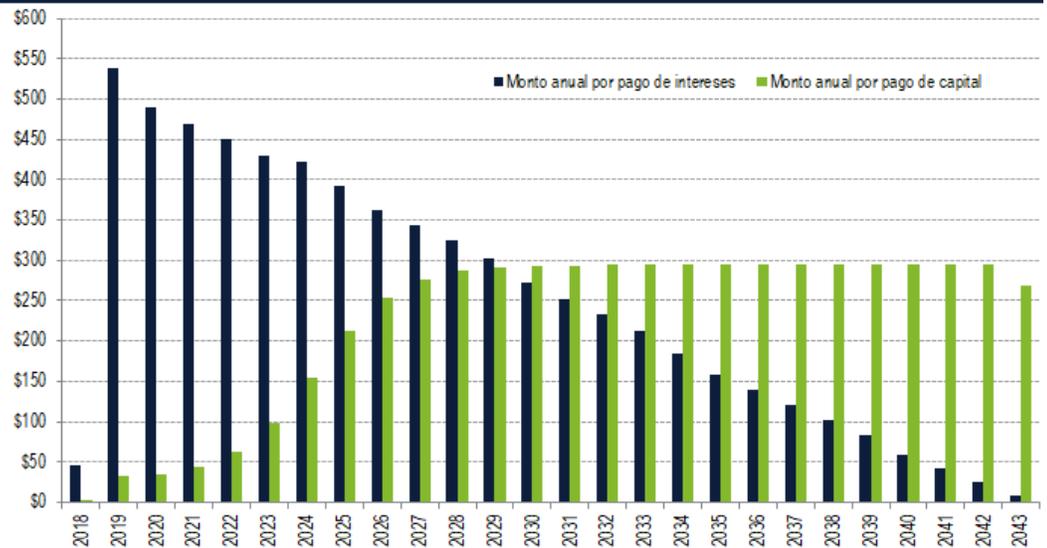
Año	FGP del Estado de Nayarit	FGP correspondiente al Estado	Fuente de Pago: 44.978% del FGP correspondiente al Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de Reserva en meses de pago (promedio anual)	Recursos transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo Insoluto
2018	\$435.9	\$335.6	\$149.6	\$2.6	\$45.4	\$47.9	3.1	3.0	-\$2.7	\$104.3	\$5,838.72
2019	\$5,649.8	\$4,350.4	\$1,954.9	\$31.9	\$538.7	\$570.6	3.4	3.0	-\$10.8	\$1,395.2	\$5,806.9
2020	\$5,817.4	\$4,479.4	\$2,012.9	\$35.3	\$489.4	\$524.7	3.8	3.0	-\$6.7	\$1,494.9	\$5,771.5
2021	\$6,201.7	\$4,775.3	\$2,146.0	\$43.7	\$468.9	\$512.6	4.2	3.0	-\$1.1	\$1,634.5	\$5,727.8
2022	\$6,602.3	\$5,083.7	\$2,284.6	\$62.5	\$450.2	\$512.7	4.5	3.0	\$2.4	\$1,769.4	\$5,665.4
2023	\$6,943.7	\$5,346.6	\$2,402.8	\$99.2	\$429.8	\$529.0	4.6	3.0	\$11.6	\$1,862.2	\$5,566.2
2024	\$6,826.3	\$5,256.2	\$2,362.0	\$154.3	\$421.6	\$575.8	4.1	3.0	\$7.6	\$1,778.6	\$5,411.9
2025	\$7,188.1	\$5,534.9	\$2,487.3	\$212.2	\$393.0	\$605.2	4.1	3.0	\$5.2	\$1,876.9	\$5,199.8
2026	\$7,384.2	\$5,685.8	\$2,555.1	\$254.0	\$362.9	\$616.9	4.1	3.0	\$2.7	\$1,935.5	\$4,945.8
2027	\$7,862.7	\$6,054.3	\$2,720.8	\$276.6	\$343.9	\$620.5	4.4	3.0	-\$0.5	\$2,100.8	\$4,669.2
2028	\$8,371.8	\$6,446.3	\$2,897.0	\$286.9	\$324.7	\$611.6	4.7	3.0	-\$4.5	\$2,289.9	\$4,382.4
2029	\$8,214.3	\$6,325.0	\$2,842.4	\$291.2	\$303.2	\$594.4	4.8	3.0	-\$7.1	\$2,255.0	\$4,091.1
2030	\$8,649.6	\$6,660.2	\$2,993.0	\$293.0	\$272.3	\$565.3	5.3	3.0	-\$4.7	\$2,432.5	\$3,798.2
2031	\$9,107.9	\$7,013.1	\$3,151.6	\$293.7	\$252.1	\$545.8	5.8	3.0	-\$4.2	\$2,610.1	\$3,504.5
2032	\$9,355.7	\$7,203.9	\$3,237.4	\$293.9	\$232.5	\$526.5	6.1	3.0	-\$5.6	\$2,716.5	\$3,210.6
2033	\$9,969.5	\$7,676.5	\$3,449.9	\$294.0	\$211.6	\$505.7	6.8	3.0	-\$6.8	\$2,951.0	\$2,916.6
2034	\$10,622.7	\$8,179.5	\$3,676.0	\$294.1	\$184.3	\$478.4	7.7	3.0	-\$6.4	\$3,204.0	\$2,622.5
2035	\$11,174.4	\$8,604.3	\$3,866.9	\$294.1	\$158.5	\$452.7	8.5	3.0	-\$4.2	\$3,418.5	\$2,328.4
2036	\$11,754.5	\$9,051.0	\$4,067.7	\$294.1	\$140.2	\$434.3	9.4	3.0	-\$5.0	\$3,638.5	\$2,034.2
2037	\$12,364.6	\$9,520.8	\$4,278.9	\$294.1	\$121.0	\$415.2	10.3	3.0	-\$4.6	\$3,868.4	\$1,740.1
2038	\$12,682.1	\$9,765.2	\$4,390.1	\$294.1	\$102.3	\$396.4	11.1	3.0	-\$4.6	\$3,998.3	\$1,446.0
2039	\$13,510.1	\$10,402.8	\$4,676.8	\$294.1	\$83.5	\$377.7	12.4	3.0	-\$5.9	\$4,305.0	\$1,151.9
2040	\$14,377.0	\$11,070.3	\$4,977.0	\$294.1	\$59.8	\$353.9	14.1	3.0	-\$4.4	\$4,627.5	\$857.8
2041	\$15,108.1	\$11,633.2	\$5,230.1	\$294.1	\$42.4	\$336.5	15.5	3.0	-\$4.3	\$4,897.8	\$563.6
2042	\$15,876.2	\$12,224.7	\$5,496.0	\$294.1	\$25.1	\$319.2	17.2	3.0	-\$4.3	\$5,181.0	\$269.5
2043	\$16,683.1	\$12,846.0	\$5,314.4	\$269.5	\$7.9	\$277.4	19.2	2.7	-\$77.1	\$5,114.1	\$0.0

NOTA: 1) Cantidades en millones de pesos nominales, 2) PPM: Promedio Mensual, 3) En 2018 se considera 1 mes, 4) En 2043 se consideran 11 meses, 5) El FGP correspondiente al Estado no incluye la parte correspondiente a los municipios y 6) La fuente de pago se encuentra disminuida por los gastos de la estructura.
Fuente: HR Ratings.

La Gráfica 2 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 300 amortizaciones mensuales iniciando en diciembre de 2018 y realizando el último en noviembre de 2043. Como se puede observar, el perfil de pagos es creciente a una tasa variable y los últimos años, el crecimiento es cero, por lo que se muestran pagos constantes hasta el vencimiento. Durante el plazo restante del crédito, considerando un escenario base, los ingresos asignados al pago del crédito serían equivalentes, en promedio a 11.1x el servicio de la deuda, mientras que en un escenario de estrés sería de 7.8x.

Por otro lado, el pago de intereses se realizaría con base en la TIE₂₈ más una sobretasa que estaría en función de la calificación de la estructura. Aquí podemos observar que el pago de intereses ordinarios comienza a disminuir a partir de 2019 debido a nuestras proyecciones bajo un escenario de estanflación y al perfil de amortizaciones de la estructura. El año en que se esperaría el mayor pago por concepto de servicio de la deuda sería 2027 con un monto de P\$620.5m, de los cuales P\$276.6m corresponden al pago de capital y P\$343.9m al pago de intereses ordinarios.

Gráfica 2. Pago de capital e intereses en el escenario de estrés

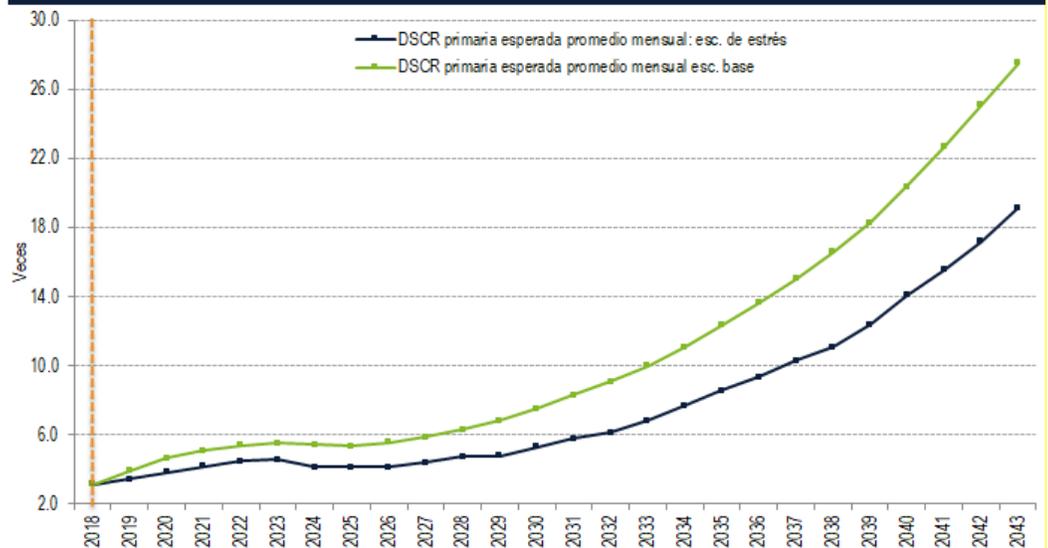


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2019 se considera un escenario de estrés, 3) En 2018 se considera 1 mes y 4) En 2048 se consideran 11 meses.

La Gráfica 3 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 2018 en el escenario base sería 3.1x. En este último escenario, el promedio de la DSCR para los próximos cinco años del financiamiento(s), de 2019 a 2023, sería 4.9x y durante toda la vigencia sería 11.1x. Por otra parte, en un escenario de estrés se esperaría una cobertura promedio para 2019 de 3.4x, misma que representaría la mínima anual. La DSCR promedio para los próximos cinco años de vigencia del crédito sería 4.1x y el promedio durante toda la vigencia sería 7.8x.

Gráfica 3. DSCR primaria promedio mensual esperada



Fuente: HR Ratings

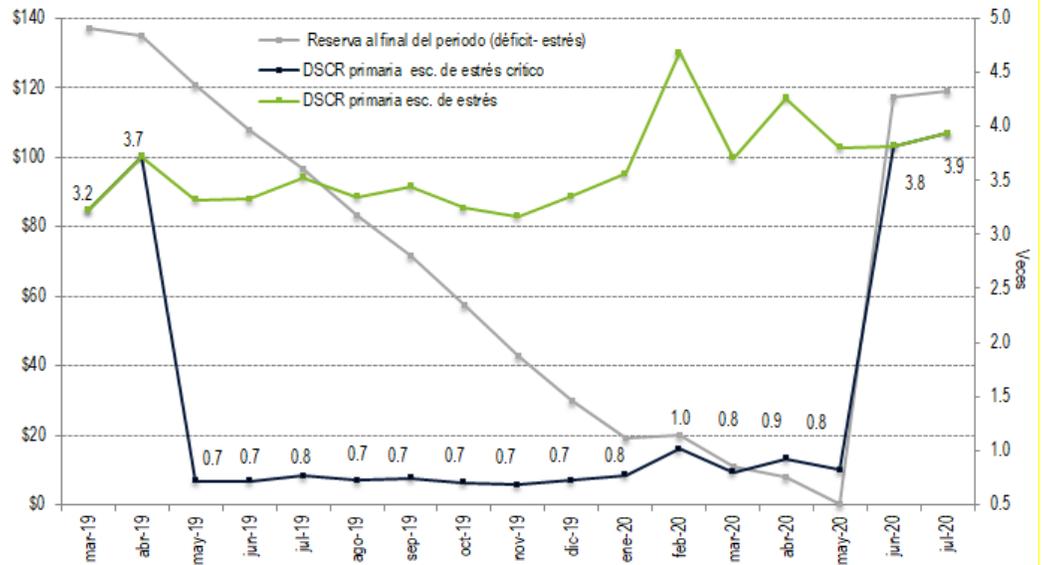
Nota: A partir de 2019 los datos son proyectados bajo un escenario base y otro de estrés.

Adicionalmente, se constituirá un fondo de reserva, mismo que deberá ser equivalente al servicio de la deuda de los próximos tres meses. Bajo un escenario de estrés, dicho fondo sería equivalente, en promedio, a P\$122.4m a lo largo de la vigencia del crédito.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería noviembre de 2019 con una DSCR esperada de 3.2x en el escenario de estrés cíclico. El escenario de estrés crítico incorpora reducciones adicionales a la fuente de pago seis periodos previos y seis periodos posteriores a dicho mes. El periodo de estrés crítico determinó una TOE de 78.3%. Esto indica que la fuente de pago podría disminuir 78.3% más respecto al escenario de estrés cíclico y serían capaces de cumplir con las obligaciones de pago del crédito, considerando el uso del fondo de reserva.

En la Gráfica 4 se 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.

Gráfica 4. Periodo de Estrés Crítico



Fuente: HR Ratings.

Nota: Cifras en millones de pesos nominales.

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.

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.

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 IEPS, 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.

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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 calificadoras:

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, noviembre de 2017.

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	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 de 2012 a agosto de 2018.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado y otras 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 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 calificadoras 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).