

Calificación

CBE Nayarit HR AAA (E)
Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

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

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

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

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Nayarit con Santander, por un monto inicial de P\$247.1m

La asignación de la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al crédito bancario estructurado contratado por el Fideicomiso de Contratación¹ con Santander², con la comparecencia del Estado de Nayarit³, es resultado principalmente de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)⁴ de 78.7%. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería noviembre de 2020 con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.3 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.

Variables Relevantes: CBE Estado de Nayarit con Santander P\$247.1m (cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 78.7%	2017	2018	TMAC ² 2014-2018	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2019	2039	TMAC ²⁰¹⁸⁻²⁰³⁹	2019	2039	TMAC ²⁰¹⁸⁻²⁰³⁹
FGP Estatal	5,413	5,904	7.8%	6,143	19,536	5.9%	6,143	14,819	4.5%
TIE _{2a} ³	7.6%	8.6%		8.2%	5.9%		8.2%	7.1%	
DSCR Primaria ⁴				Min 4.2x	Prom 8.7x	Max 17.9x	Min 3.5x	Prom 6.6x	Max 13.5x

Nota: 1) Escenario de estancamiento, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento y 3) La TIE_{2a} 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.

Desempeño Histórico

- **Fondo General de Participaciones (FGP) estatal con crecimiento nominal anual de 9.1% en 2018.** El monto que recibió el Estado por dicho concepto fue de P\$5,904 millones (m). De enero a septiembre de 2019, el FGP estatal ha tenido un crecimiento de 6.0% con respecto al mismo periodo de 2018 y una variación de -3.8% con respecto al Presupuesto de Egresos.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Para 2019 se esperaba que el FGP estatal tuviera un crecimiento nominal de 4.0%.** Con base en el Presupuesto de Egresos e información observada a septiembre de 2019, estimamos que el Estado reciba por FGP un monto nominal de P\$6,143m. La TMAC²⁰¹⁸⁻²⁰³⁹ en un escenario base sería de 5.9%, mientras que en un escenario de estrés sería de 4.5%.
- **DSCR Primaria esperada para 2019 en un escenario base de 3.1x.** La cobertura promedio esperada del servicio de la deuda durante la vigencia del crédito, en un escenario base, sería 8.7x, mientras que en un escenario de estrés se esperaría fuera 6.6x. La DSCR mínima anual esperada sería en 2020 de 4.2x en un escenario base y de 3.5x en un escenario de estrés.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con altos niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la TMAC²⁰¹⁸⁻²⁰³⁹ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 4.1% (vs. 3.3% en un escenario base). Por otro lado, el promedio esperado de la

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

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

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

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.

TIIE₂₈ de 2019 a 2039 en el escenario de estrés, sería de 7.4% (vs. 6.1% en un escenario base)

Factores adicionales considerados

- **Contrato de Crédito.** El 4 de enero de 2019, a través del Fideicomiso de Contratación y bajo los términos estipulados por el Estado, se celebró el contrato de crédito con Santander por un monto de P\$247.1m. Con base en información proporcionada por el Estado, se realizó la primera disposición del crédito por un monto de P\$40.9m el 14 de noviembre de 2019. El resto del crédito será dispuesto en diciembre de 2019. El pago del crédito se hará mediante 239 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. Debido a lo anterior, el primer pago se esperaría en diciembre de 2019 y el último en octubre de 2039.
- **Fideicomiso de Contratación No CIB/3150.** Celebrado el 14 de noviembre de 2018, entre el Estado y CIBanco, en su carácter de Fiduciario de Contratación, tiene como fin celebrar el contrato de crédito y recibir los recursos de las disposiciones del crédito para destinarlos a inversiones públicas productivas, así como para la constitución del fondo de reserva y el pago de gastos y costos asociados con la contratación del crédito.
- **Fideicomiso de Pago no CIB/3158⁵.** Celebrado entre el Estado y CIBanco el 4 de enero de 2019, el Fideicomiso de Pago servirá como 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. El porcentaje afectado al Fideicomiso de Pago del 2.13% del FGP correspondiente al Estado, sin incluir las participaciones correspondientes a los municipios. El 100% de las participaciones fideicomitadas se encuentran asignadas al pago del crédito.
- **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\$6.3m.
- **Obligaciones Importantes de Hacer y no Hacer.** 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 tuvo impacto en la calificación del crédito.
- **Opinión Legal.** Con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico externo e independiente, la estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado es HR A- con Perspectiva Estable. Esta última acción de la calificación realizada por HR Ratings fue el 21 de junio de 2019.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Disminución de la DSCR.** En caso de que la cobertura promedio del servicio de la deuda, en un escenario base, durante los próximos doce meses (diciembre de 2019 a noviembre de 2020) llegará a un nivel de 3.5x o inferior, este podría ocasionar una baja en la calificación del crédito. Actualmente, esperamos que, durante dicho periodo, en un escenario base, la DSCR tenga un nivel promedio de 4.1x.

⁵ Fideicomiso Público Sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3158 (Fideicomiso de Pago).

Análisis de Escenarios

Con el propósito de evaluar la fortaleza financiera de la estructura, HR Ratings realiza las estimaciones de flujos bajo dos escenarios macroeconómicos, uno base y uno de estrés. El análisis del desempeño esperado de la estructura, así como el comportamiento esperado de la fuente de pago, se realizaron considerando un escenario de estrés macroeconómico de bajo crecimiento económico y baja inflación. Las variables consideradas en dichos escenarios son presentadas en la Tabla 1.

Tabla 1. Escenarios			
	Observado ₂₀₁₄₋₂₀₁₈	Esc. Base	Esc. de Estrés
FGP Nom. Estado de Nayarit (TMAC ₂₀₁₈₋₂₀₃₉)	7.8%	5.9%	4.5%
INPC (TMAC ₂₀₁₈₋₂₀₃₉)	4.3%	3.3%	4.1%
TIIE ₂₈ (Promedio ₂₀₁₉₋₂₀₃₉)	5.8%	6.1%	7.4%

Fuente: HR Ratings con base en datos observados y estimaciones propias.

Proyecciones del desempeño de la estructura

En esta sección observaremos el comportamiento de mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito contratado por Nayarit con Santander. El porcentaje asignado para el pago del crédito es el 2.13% del FGP correspondiente al Estado, sin incluir la parte correspondiente a los municipios.

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

Tabla 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. CIB/3158: Nayarit Santander P\$247.0m (Escenario de Estrés: Estancación)

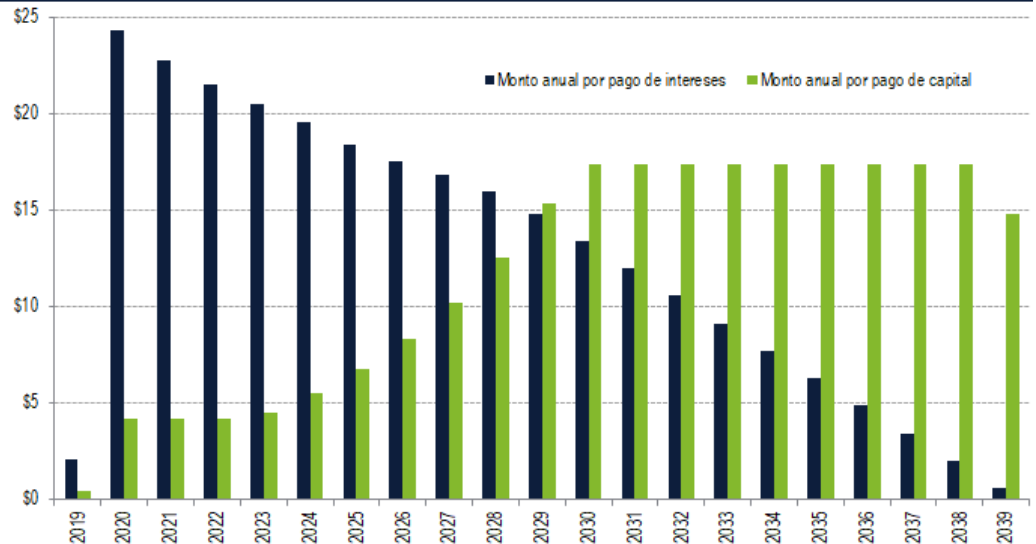
Año	FGP que le corresponde al Estado de Nayarit	Fuente de Pago: 2.13% del FGP que le corresponde al Estado	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de reserva en meses de pago (promedio Anual)	Recursos Transferidos al Fondo de Reserva	Remanentes	Saldo insoluto
2019	\$356.6	\$7.6	\$0.4	\$2.0	\$2.4	3.1	3.0	\$0.5	\$12.3	\$246.7
2020	\$4,734.5	\$100.8	\$4.2	\$24.3	\$28.5	3.5	3.0	-\$0.5	\$72.8	\$242.5
2021	\$4,871.4	\$103.8	\$4.2	\$22.7	\$26.9	3.9	3.0	-\$0.4	\$77.2	\$238.3
2022	\$5,197.8	\$110.7	\$4.2	\$21.5	\$25.6	4.3	3.0	-\$0.2	\$85.3	\$234.2
2023	\$5,542.5	\$118.1	\$4.5	\$20.5	\$25.0	4.7	3.0	\$0.0	\$93.0	\$229.7
2024	\$5,838.7	\$124.4	\$5.5	\$19.5	\$25.1	5.0	3.0	\$0.0	\$99.3	\$224.1
2025	\$5,756.7	\$122.6	\$6.8	\$18.4	\$25.2	4.9	3.0	\$0.1	\$97.3	\$217.3
2026	\$6,082.9	\$129.6	\$8.3	\$17.5	\$25.8	5.0	3.0	\$0.3	\$103.5	\$209.0
2027	\$6,275.7	\$133.7	\$10.2	\$16.8	\$27.0	5.0	3.0	\$0.4	\$106.3	\$198.8
2028	\$6,712.0	\$143.0	\$12.5	\$15.9	\$28.4	5.0	3.0	\$0.4	\$114.2	\$186.3
2029	\$7,176.2	\$152.9	\$15.3	\$14.7	\$30.1	5.1	3.0	\$0.5	\$122.3	\$171.0
2030	\$7,073.3	\$150.7	\$17.3	\$13.4	\$30.7	4.9	3.0	-\$0.3	\$120.3	\$153.7
2031	\$7,485.2	\$159.4	\$17.4	\$12.0	\$29.3	5.4	3.0	-\$0.3	\$130.4	\$136.3
2032	\$7,921.3	\$168.7	\$17.4	\$10.6	\$27.9	6.0	3.0	-\$0.4	\$141.2	\$119.0
2033	\$8,182.9	\$174.3	\$17.4	\$9.1	\$26.5	6.6	3.0	-\$0.4	\$148.2	\$101.6
2034	\$8,764.7	\$186.7	\$17.4	\$7.7	\$25.1	7.4	3.0	-\$0.3	\$162.0	\$84.2
2035	\$9,387.1	\$199.9	\$17.4	\$6.3	\$23.6	8.5	3.0	-\$0.3	\$176.6	\$66.9
2036	\$9,933.5	\$211.6	\$17.4	\$4.9	\$22.2	9.5	3.0	-\$0.4	\$189.7	\$49.5
2037	\$10,511.6	\$223.9	\$17.4	\$3.4	\$20.8	10.8	3.0	-\$0.4	\$203.5	\$32.1
2038	\$11,123.3	\$236.9	\$17.4	\$2.0	\$19.4	12.2	3.0	-\$0.4	\$217.9	\$14.8
2039	\$9,695.2	\$206.5	\$14.8	\$0.6	\$15.3	13.5	2.4	-\$4.6	\$195.8	\$0.0

NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₂₈ más una sobretasa, 2) Cantidades en millones de pesos nominales, 3) En 2019 se considera un mes, 4) El contrato tiene como fecha de vencimiento octubre de 2039, 5) PPM: Primaria Promedio Mensual y 5) El FGP que le corresponde al Estado de Nayarit es excluyendo las participaciones de los municipios, mismas que son equivalentes al 22.5% del FGP.
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. De acuerdo con información proporcionada por el Estado, se realizó una disposición en noviembre de 2019 por un monto de P\$40.9m. El resto del monto se esperaría que se disponga en diciembre de 2019. Debido a lo anterior, el primer pago se esperaría en diciembre de 2019 y el último en octubre de 2039. 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, la cual, de 2031 en adelante, empezaría a presentar tasas de crecimiento cercanas 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 2020 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



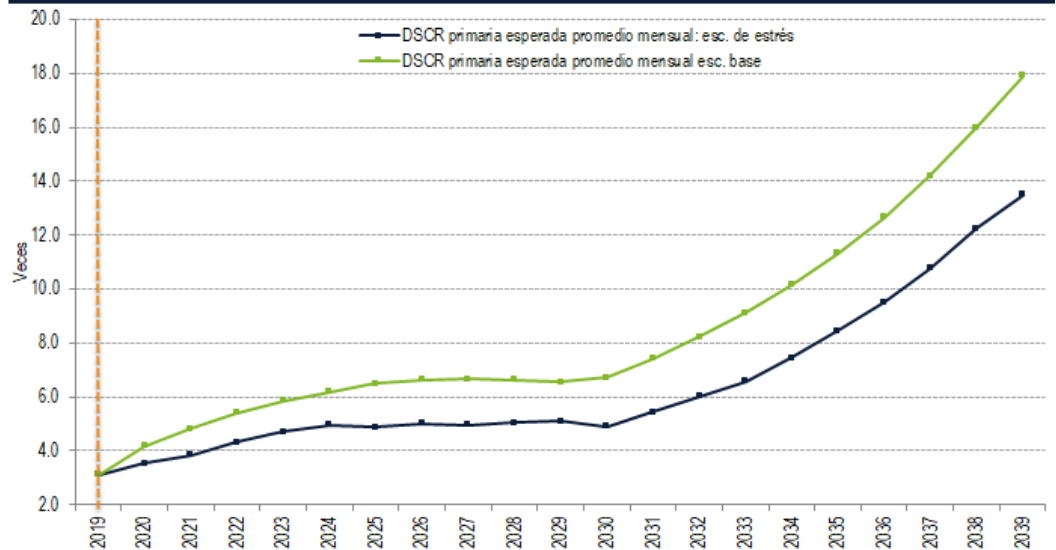
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) A partir de 2020 se considera un escenario de estrés, 3) En 2019 se considera un mes y 4) En 2039 se consideran 10 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 2019 se esperaba una cobertura de 3.1x, mientras que para 2020 y 2021, sería de 4.2x y 4.8x respectivamente. Por otro lado, la cobertura promedio durante el plazo del crédito sería 8.7x (vs. 6.6x esperada en un escenario de estrés) y la cobertura anual mínima del servicio de la deuda se esperaba en 2020 con un valor de 4.2x (vs. 3.5x esperada en un escenario de estrés). Debido al perfil de amortizaciones se puede observar como a partir de 2030 la DSCR tiene un comportamiento creciente, alcanzando un nivel de 13.5x, bajo un escenario de estrés, en 2039.

En un escenario de estrés se aplican reducciones en la fuente de pago en 2020, 2025 y 2030. 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



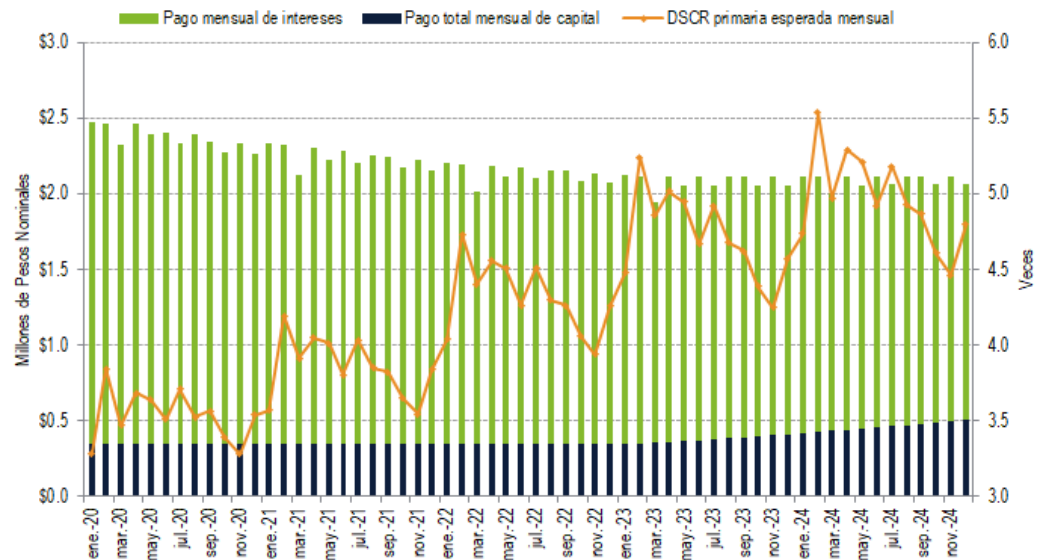
Fuente: HR Ratings

Nota: A partir de 2020 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 2020, 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 2020 con un valor de 3.3x.

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)



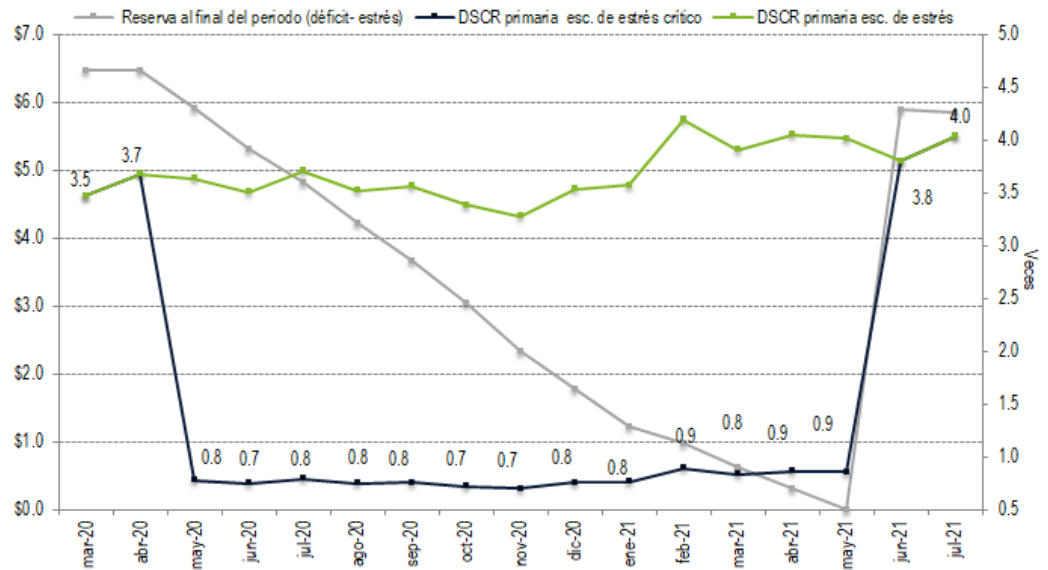
Fuente: HR Ratings.
 Nota: Datos proyectados en un escenario de estrés.

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\$6.3m.

Con base en el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda (noviembre de 2020), resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura se calculó la TOE, que fue de 78.7%. 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 2018. El crédito tiene asignado como fuente de pago 2.13% del FGP que le corresponde al Estado de Nayarit, excluyendo las participaciones de los municipios.

Respecto al Ramo 28 del Estado de Nayarit, de 2014 a 2018 se observa un crecimiento real promedio de 4.0% (vs. 5.2% en el Ramo 28 nacional). En 2018, se presentó el único decremento observado en dicho periodo con un valor de 2.5% (vs. 4.2% de crecimiento en el Ramo 28 nacional). Dicho decremento fue resultado de una disminución en el Fondo de Impuesto Sobre la Renta (FISR), en las Participaciones de Incentivos Económicos y en el IPES de Gasolinas. En conjunto, en 2018 los tres fondos representaron en 13.5% del Ramo 28 estatal y presentaron una baja real de 30.8% con respecto a 2017.

La proporción que mantuvo el Ramo 28 estatal respecto al Ramo 28 nacional, de 2014 a 2018, fue de 1.0% en promedio. En 2018, se observó la menor proporción la cual fue de 0.95%. De 2019 a 2038, en un escenario base, se espera una proporción promedio de 0.95%, mientras que, en un escenario de estrés, el Ramo 28 estatal representaría en promedio el 0.81% del Ramo 28 nacional, considerando reducciones en 2020, 2025 y 2030.

El Fondo General de Participaciones es el rubro más importante del Ramo 28 debido a la proporción que representa con respecto a dicho ramo. En el caso de Nayarit durante los últimos cinco años, de 2014 a 2018, el FGP representó 71.9% de la totalidad del Ramo 28 del Estado. En 2016, el FGP pasó de representar 72.5% del Ramo 28 a 69.1%, resultado del incremento real del FISR en 2016 de 1.7x con respecto al monto de 2015 (año en el que se incorporó el FISR en el Ramo 28).

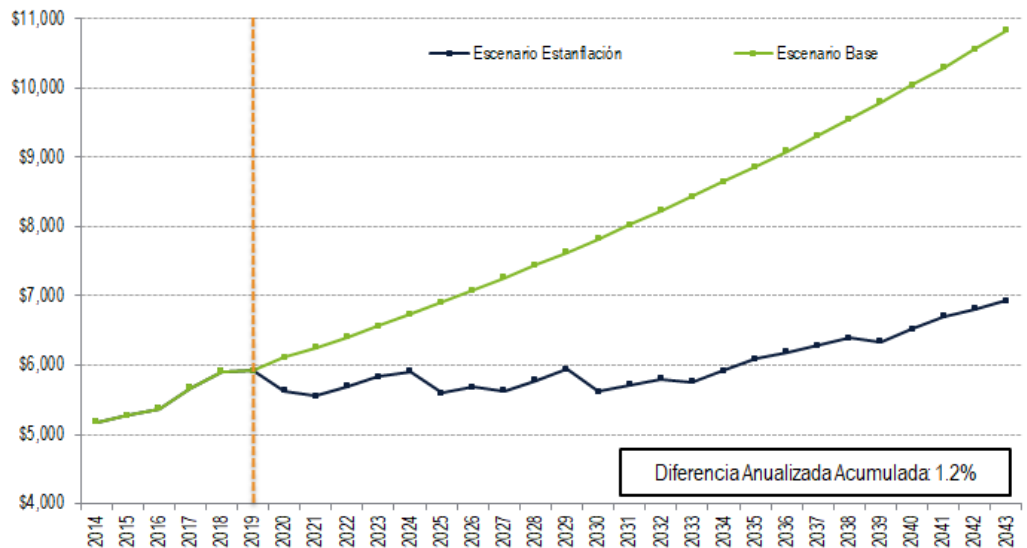
*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a 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.

Sin embargo, en 2018 se observó una recuperación de la participación del FGP con respecto del Ramo estatal al llegar a un nivel de 74.0%, cifra similar a la observada en 2014. Dicho incremento se debe a una menor participación de otros fondos como el IEPS de Gasolinas, los Incentivos Económicos y el FISR.

El FGP de Nayarit ha tenido un crecimiento real promedio, de 2014 a 2018, de 3.6%, el cual se encuentra en línea con el crecimiento del FGP nacional (3.1%). Con base cifras observadas a septiembre de 2019, para 2019, se esperaría recibir por este concepto un total a precios reales de 2018 de P\$5,917m, lo que significaría un crecimiento real de 0.2%.

En la Gráfica 5 se muestra los flujos que recibiría la Entidad por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. De acuerdo con los supuestos realizados, para el escenario base se esperaría una $TMAC_{2018-2039}$ de 2.5%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2018-2039}$ sería de 0.6%, 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: Cifras en millones de pesos reales de 2018.

Anexos

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 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/3158

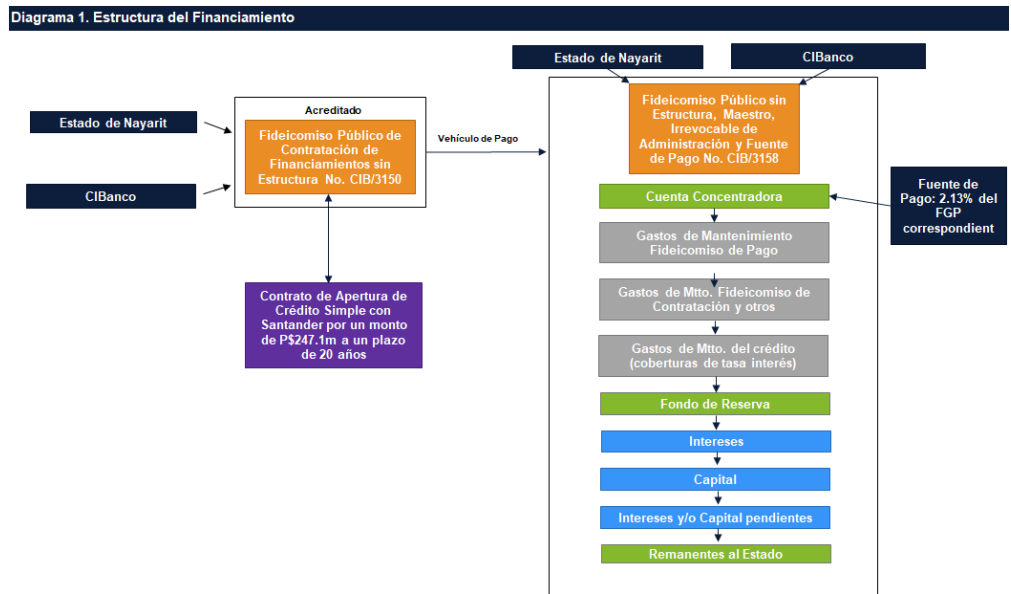
El 4 de enero de 2019, al amparo del Decreto de Autorización, se celebró el contrato de Fideicomiso Público sin Estructura, Maestro, Irrevocable, de Administración y Fuente de Pago No. CIB/3158 (Fideicomiso de Pago), el cual quedó integrado por las siguientes partes:

- 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 Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México.
- 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.

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

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.

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



Fuente: HR Ratings con información de la estructura.

Contrato de Crédito Simple: Santander P\$247.1m.

El 4 de enero de 2019, CIBanco (como Fiduciario de Contratación) y Santander, con la comparecencia del Estado de Nayarit, celebraron el contrato de apertura de crédito simple por un monto inicial de hasta P\$247.1m para ser destinado a 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. Por otro

lado, el 7 de agosto de 2019 se celebró el primer convenio modificatorio al contrato de crédito con la finalidad de ampliar el plazo de disposición y la fecha de vencimiento del crédito de junio de 2019 a diciembre de 2019. La fuente de pago asignada para el crédito es 2.13% 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.

De acuerdo con información proporcionada por el Estado, el 14 de noviembre de 2019 se realizó la primera disposición por un monto de P\$40.9m. El monto restante sería dispuesto en diciembre de 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 2.74% 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, sin exceder del 31 de diciembre de 2039. El pago de capital se realizaría mediante 239 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El primer pago se espera en diciembre de 2019 y el último se realizaría en octubre de 2039.

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 entregara 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 Santander, el convenio modificatorio al contrato de crédito, 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.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Nayarit

Crédito Bancario Estructurado Santander (P\$247.1m, 2019)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
22 de noviembre de 2019

- La estructura legal, 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 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. Estas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

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

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

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

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De estos, 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 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.

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
Santander (P\$247.1m, 2019)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas
22 de noviembre de 2019

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
jose Luis.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.

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

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	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 septiembre de 2019
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, reportes del fiduciario y fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	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, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$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).