

Calificación

Citibanamex P\$1,400.0m HR AAA (E)

Perspectiva Estable



Contactos

**Natalia Sales**  
Asociada de Finanzas Públicas  
Analista Responsable  
natalia.sales@hrratings.com

**Luis Fernando Bolaños**  
Analista de Finanzas Públicas  
luis.bolanos@hrratings.com

**Adrián Díaz**  
Analista Senior de Finanzas Públicas  
adrian.diaz@hrratings.com

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de México con Citibanamex, por un monto de P\$1,400.0m

La ratificación de la calificación del crédito contratado por el Estado de México<sup>1</sup> con Citibanamex<sup>2</sup> es resultado del análisis de los flujos futuros para el pago de la estructura estimados bajo escenarios de estrés cíclico y crítico, el cual determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 87.6% (vs. 87.1% en la revisión anterior). El aumento en la métrica se debe a una mejora en nuestras estimaciones del Fondo General de Participaciones (FGP), ya que esperamos una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 6.6% de 2022 a 2036 (vs 6.5% en la revisión anterior). De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes con la menor razón de cobertura de servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) sería octubre de 2031, con una cobertura esperada de 4.6 veces (x).

	2021	2022	TMAC <sup>2</sup> <sub>2018-2022</sub>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2023	2036	TMAC <sub>2022-2036</sub>	2023	2036	TMAC <sub>2022-2036</sub>
TOE actual: 87.6%									
TOE anterior: 87.1%									
Saldo Insoluto	1,399.1	1,396.2		122,720	270,581	6.7%	122,720	160,856	2.8%
FGP Estado de México	92,991	109,156	5.7%						
TIIE <sub>28</sub> <sup>3</sup>	5.7%	10.8%		10.6%	7.6%		10.6%	6.4%	
DSCR Primaria <sup>4</sup>		Observada <sup>5</sup> 9.4x	Proyectada <sup>6</sup> 10.0x	Min 8.1x	Prom 9.7x	Max 15.5x	Min 6.0x	Prom 7.3x	Max 9.2x

Notas: 1) Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 3) La TIIE<sub>28</sub> presentada considera el valor al cierre de año, 4) Las proyecciones consideran el promedio en cada año calendario de las DSCRs mensuales durante el plazo restante de la estructura, 5) Promedio últimos doce meses observados y 6) Proyectada en el escenario base de la revisión anterior. Fuente: HR Ratings con base en fuentes de información pública, información del Fiduciario y estimaciones propias.

Desempeño Histórico / Comparativo vs Proyecciones

- En 2022, el FGP estatal creció 17.4% respecto a 2021. El FGP observado en 2022 fue 0.2% inferior de lo estimado en la revisión anterior. La TMAC del FGP del Estado de 2018 a 2022 fue de 5.7%.
- La DSCR de los últimos doce meses (UDM), de enero a diciembre de 2022, fue de 9.4x (vs 10.0x en la revisión anterior). La diferencia en la métrica obedeció principalmente a una Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE 28) promedio mayor a la esperada (8.1% vs 6.4%), por lo que el pago de intereses fue 12.9% mayor a lo pronosticado en el escenario base.

Expectativas para Periodos Futuros

- Para 2023, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2023 y estimaciones de HR Ratings, se estima un crecimiento nominal del FGP del Estado de 12.4% respecto a 2022. HR Ratings estima un monto de P\$122,720 millones (m) por concepto de FGP para el Estado de México. La TMAC<sub>2022-2036</sub> esperada de la fuente de pago, en un escenario base, sería de 6.7%, mientras que en un escenario de estrés sería 2.8%.
- DSCR primaria mensual promedio para 2023 de 7.7x. Se espera que la DSCR promedie 9.7x durante el plazo restante de la estructura en el escenario base (vs 7.3x

<sup>1</sup> Estado de México (el Estado y/o Estado de México).  
<sup>2</sup> Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Citibanamex y/o el Banco).  
<sup>3</sup> Es el máximo nivel de estrés posible que la fuente de pago asignada a la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico) sin caer en incumplimiento de pago. Es consistente con la condición de que los flujos asignados al pago del crédito sean capaces de reconstituir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico.

en el escenario de estrés). Por otro lado, la cobertura anual mínima, en un escenario base, se pronostica en 8.1x (vs 6.0x en el escenario de estrés).

- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario de bajo crecimiento económico y baja inflación.** Al considerar las características del financiamiento, este escenario fue el que generó mayor estrés en nuestros modelos. En este escenario, se considera que la TMAC<sub>2022-2036</sub> esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería de 3.5% y la TIE<sub>28</sub> sería de 6.7% (vs. 4.1% y 8.0% en un escenario base).

### Factores Adicionales Considerados

- **Cobertura de la tasa de interés.** El financiamiento cuenta con el respaldo de un portafolio de coberturas de tasa de interés que está compuesto por cinco contratos tipo SWAP. El Estado los contrató con BBVA<sup>4</sup>, Santander<sup>5</sup>, Banobras<sup>6</sup> y Scotiabank<sup>7</sup>. Actualmente, el saldo insoluto del financiamiento que estos instrumentos amparan equivale a 66.9%, a una tasa ponderada de 8.99%, y cuyo vencimiento sería en septiembre de 2026. La calificación de largo plazo otorgada a BBVA, Santander, Banobras y Scotiabank por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado de México es HR AA+ con Perspectiva Estable. La última acción de calificación realizada por HR Ratings fue el 2 de septiembre de 2022.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Calificación de la entidad y desempeño de la DSCR.** En caso de que se revise a la baja la calificación quirografaria del Estado y que, durante los próximos doce meses proyectados (de enero a diciembre de 2023), la DSCR promedio fuera inferior a 4.2x, la calificación del crédito podría revisarse a la baja.

### Características de la estructura

El 11 de noviembre de 2020, el Estado de México y Citibanamex celebraron el Contrato de Apertura de Crédito Simple por un monto de P\$1,400.0m, por un plazo de hasta 180 meses a partir de la primera disposición del crédito. El financiamiento se encuentra inscrito en el Fideicomiso No. F/00105<sup>8</sup> y tiene asignado como fuente de pago el 1.19% del FGP correspondiente al Estado<sup>9</sup>. El capital se pagará mediante 180 amortizaciones mensuales y crecientes a tasa variable; mientras que los intereses ordinarios se calculan sobre los saldos insolutos a una tasa que resulte de sumar la TIE<sub>28</sub> y una sobretasa en función de la calificación crediticia de mayor riesgo de la estructura. Asimismo, la estructura cuenta con un fondo de reserva equivalente a los tres meses siguientes del servicio de la deuda. El saldo insoluto del crédito en diciembre de 2022 fue de P\$1,396.2m.

<sup>4</sup> BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).

<sup>5</sup> Banco Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).

<sup>6</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

<sup>7</sup> Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat (Scotiabank).

<sup>8</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/00105 (el Fideicomiso), cuyo fiduciario es CI Banco S.A., Institución de Banca Múltiple (antes Banco J.P. Morgan S.A. Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, División Fiduciaria).

<sup>9</sup> Sin incluir la proporción del FGP destinado a los municipios, equivalente al 20% del FGP recibido por el Estado de México.

## Glosario

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

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

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

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

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

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

**Participaciones Federales (Ramo 28).** Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS<sup>10</sup>, 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.

<sup>10</sup> FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



## 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

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

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

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

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

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

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

Akira Hirata +52 55 8647 3837  
akira.hirata@hrratings.com

#### Corporativos / ABS

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

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834  
heinz.cederborg@hrratings.com

#### Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545  
luisa.adame@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Cumplimiento

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

José González +52 55 8647 3810  
jose.gonzalez@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765  
veronica.cordero@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746  
carmen.oyoque@hrratings.com

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769  
odette.rivas@hrratings.com



Credit  
Rating  
Agency

Estado de México  
Crédito Bancario Estructurado  
Citibanamex (P\$1,400.0m, 2020)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas  
16 de febrero de 2023

A NRSRO Rating\*

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel: + 52 (55) 15 00 31 30  
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (212) 220 5735

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación de Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Deuda Apoyada por Ingresos Federales, septiembre de 2020.  
Criterios Generales Metodológicos, enero 2023.

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

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

Calificación anterior	HR AAA (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	16 de febrero de 2022.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2014 a diciembre de 2022.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de México, reportes del fiduciario y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de largo plazo otorgada a BBVA, Santander y Banobras por Moody's Local de AAA.mx, mientras que la otorgada a Scotiabank es de mxAAA por S&P.
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](http://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 o emitidas 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, al 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](http://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.