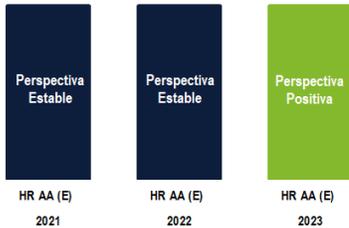


## Calificación

BBVA P\$1,000.0m HR AA (E)  
Perspectiva Positiva

### Evolución de la Calificación Crediticia



## Contactos

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

**María José Guillén**  
Analista Sr. de Finanzas Públicas  
mariajose.guillen@hrratings.com

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

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AA (E) y modificó la Perspectiva de Estable a Positiva para el crédito contratado por el Estado de Chihuahua con BBVA, por un monto inicial de P\$1,000.0m

La ratificación de la calificación y la modificación de Perspectiva de Estable a Positiva del crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Chihuahua<sup>1</sup> con BBVA<sup>2</sup> es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 71.6% (vs. 70.1% en la revisión anterior de la calificación). El incremento en la métrica es resultado de una mejora en nuestras estimaciones para el Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado. Al cierre de 2023 se esperaría que tenga una variación positiva de 9.3% con respecto a nuestras estimaciones en la revisión anterior. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos durante la vigencia del crédito, el mes de mayor debilidad sería octubre de 2029, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) de 2.3 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.

### Variables Relevantes: CBE Estado de Chihuahua con BBVA P\$1,000.0m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE Actual: 71.6% TOE Anterior: 70.1%	2021	2022	TMAC <sup>4</sup> <sub>2018-2022</sub>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2023	2039	TMAC <sub>2022-2039</sub>	2023	2039	TMAC <sub>2022-2039</sub>
Saldo Insoluto	995.5	992.3	6.7%	25,563	67,707	6.5%	25,563	49,555	4.6%
FGP Estatal	19,605	23,200							
TIIE <sub>28</sub> <sup>5</sup>	5.7%	10.8%		10.6%	7.6%		10.6%	8.9%	
DSCR Primaria <sup>6</sup>		Observada <sup>2</sup> 3.9x	Proyectada <sup>3</sup> 3.7x	Min 3.2x	Prom 5.3x	Max 9.4x	Min 2.8x	Prom 4.0x	Max 6.8x

Nota: 1) Escenario de Estancamiento, 2) Promedio últimos doce meses observados (UDM), 3) Proyectada en el escenario base de la revisión anterior, 4) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 5) La TIIE<sub>28</sub> presentada considera el valor al cierre de año y 6) 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 del fiduciario, fuentes de información pública y estimaciones propias.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs Proyecciones

- El FGP del Estado tuvo un incremento nominal de 18.3% durante 2022, cifra superior al comportamiento observado a nivel nacional (16.9%). El FGP estatal fue de P\$23,200 millones (m), cifra 5.4% superior a lo estimado en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2022. Asimismo, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2018 a 2022 del FGP del Estado fue de 6.7%.
- La DSCR primaria observada en los Últimos Doce Meses (UDM) fue de 3.9x. Durante el mismo periodo, de enero a diciembre de 2022, la DSCR proyectada en la revisión previa fue de 3.7x. La variación en las DSCR primarias es resultado de una fuente de pago (FGP estatal) 5.4% superior a la cifra esperada en la revisión anterior. En ese sentido, es importante destacar la operación de cobertura vigente vinculada al crédito (swap), la cual mitigó los incrementos observados en la tasa de interés del crédito. La variación en el monto acumulado del servicio de la deuda es marginal (-0.8%) con respecto a nuestras estimaciones. El nivel promedio de la TIIE<sub>28</sub> fue de 8.1% (vs. 6.4% proyectado).

## Expectativas para Periodos Futuros

- Para 2023 se esperaría un crecimiento nominal de 10.2% para el FGP del Estado. La TMAC<sub>2022-2039</sub> nominal esperada del FGP estatal, bajo un escenario base, sería de 6.5%; mientras que en uno de estrés sería de 4.6%.

<sup>1</sup> Estado de Chihuahua (Chihuahua y/o el Estado).

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

<sup>3</sup> Es el máximo nivel de estrés posible que los flujos de la fuente de pago asignada a la estructura pueden 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.

- **DSCR primaria esperada de 3.0x para 2023.** La DSCR promedio esperada durante los próximos cinco años (de 2024 a 2028) sería de 3.8x en un escenario base, mientras que, en un escenario de estrés, esta sería de 3.1x.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con elevados niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** En este escenario se considera que la  $TMAC_{2022-2039}$  esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 4.6% (vs. 4.0% en un escenario base) y el nivel promedio esperado de la  $TIIE_{28}$ , de 2023 a 2039, sería 9.0% (vs. 7.9% en un escenario base).

### Factores adicionales considerados

- **Convenio Modificatorio.** El 27 de junio de 2022, el Estado y BBVA celebraron el cuarto convenio modificatorio al contrato de crédito, cuya finalidad fue modificar la cláusula relativa al cálculo de los intereses ordinarios.
- **Cobertura de tasa de interés.** Actualmente, el crédito cuenta con un CAP Spread celebrado con BBVA, el cual cubre el 100.0% del saldo insoluto del crédito. La fecha de vencimiento del derivado es en febrero de 2024. La calificación de largo plazo otorgadas por otra agencia calificadora a BBVA es equivalente a HR AAA.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria del Estado es HR BBB+ con Perspectiva Positiva, revisada por HR Ratings el 18 de abril de 2022. En caso de que la calificación del Estado fuera inferior a HR BBB-, la calificación del crédito podría revisarse a la baja.
- **Reducción en la DCSR primaria.** Si durante los próximos doce meses (de enero a diciembre de 2023), la DCSR primaria alcanzara un nivel promedio de 2.5x o inferior, la calificación se podría revisar a la baja. Actualmente, esperamos que, durante dicho periodo, la DCSR primaria tenga un nivel promedio de 3.0x.

### Factores que podrían subir la calificación

- **Comportamiento de la fuente de pago.** En caso de que la cifra del FGP del Estado para 2023 tuviera un crecimiento de 8.2%, la calificación del crédito podría revisarse al alza.

### Características de la Estructura

El 28 de noviembre de 2019, el Estado y BBVA firmaron el contrato de crédito por un monto de hasta P\$1,000.0m a un plazo de hasta 240 meses. El financiamiento está inscrito en el Fideicomiso No. F/851-01869<sup>4</sup> y tiene asignado como fuente de pago el 1.68% del FGP correspondiente al Estado. El Estado dispuso de la totalidad del crédito el 12 de febrero de 2020. El pago de capital se realizaría mediante 238 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El pago de intereses se realiza con base en la  $TIIE_{28}$  más una sobretasa que está en función de la calificación de mayor riesgo de la estructura. Por último, el financiamiento deberá contar con un fondo de reserva equivalente a 2.0x el servicio de la deuda del mes inmediato siguiente. El saldo insoluto del crédito a diciembre de 2022 es de P\$992.3m.

<sup>4</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01869 (el Fideicomiso) cuyo fiduciario es Banco Regional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero (el Fiduciario).

## 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.

**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 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 éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS<sup>5</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>5</sup> 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 Chihuahua

Crédito Bancario Estructurado  
BBVA (P\$1,000.0m, 2019)

# HR AA (E)

Finanzas Públicas  
24 de febrero de 2023

## 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



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 de 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 AA (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	24 de febrero de 2022.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2012 a diciembre de 2022.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Chihuahua, 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 deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's de AAA.mx a BBVA.
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](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 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, 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 calificadora [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 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).