

Calificación

Santander P\$1,000.0m HR AAA (E)

Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Roberto Soto

Director de Ejecutivo Sr. de Finanzas Públicas / Infraestructura
Analista Responsable
roberto.soto@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 AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Oaxaca con Santander, por un monto de P\$1,000.0m

La ratificación de la calificación al crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Oaxaca¹ con Santander² es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)³ de 85.2% (vs. el 84.2% obtenido en la revisión anterior). La diferencia observada en la métrica es resultado de una mejora en nuestras estimaciones para el Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) del Estado de Oaxaca, el cual para 2023 representa un incremento nominal de 21.9% con respecto a 2022. Lo anterior representaría una variación positiva de 16.5% con respecto a nuestras estimaciones en la revisión previa. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos durante la vigencia del crédito, se estimó que el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda sería enero de 2024, con una DSCR⁴ primaria de 1.4 veces (x).

Variables Relevantes: CBE Estado de Oaxaca con Santander P\$1,000.0m

(cifras en millones de pesos nominales)

Variable	2021	2022	TMAC ⁴ ₂₀₁₈₋₂₀₂₂	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2023	2035	TMAC ₂₀₂₂₋₂₀₃₅	2023	2035	TMAC ₂₀₂₂₋₂₀₃₅
TOE Actual: 85.2%									
TOE Anterior: 84.2%									
Saldo Insoluto	949.8	903.1		2,760	4,163	6.9%	2,760	5,383	4.8%
FAFEF del Estado	2,026	2,263	6.9%	2,760	4,163	6.9%	2,760	5,383	4.8%
TIE ₂₆ ⁵	5.7%	10.8%		11.8%	7.1%		11.8%	8.3%	
DSCR Primaria ⁶		Observada ² 1.5x	Proyectada ³ 1.5x	Min 1.6x	Prom 2.7x	Max 3.8x	Min 1.5x	Prom 2.2x	Max 2.9x

Nota: 1) Escenario de Estandarización, 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 TIE₂₆ 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 FAFEF del Estado de Oaxaca tuvo un crecimiento nominal de 11.7% en 2022, respecto al monto observado en 2021.** En 2022, el Estado recibió P\$2,263 millones (m) por este concepto. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2018 a 2022 del FAFEF del Estado fue de 6.9%.
- **DSCR primaria observada en los Últimos Doce Meses (UDM) fue de 1.5x.** Esta DSCR primaria estuvo en línea con nuestras estimaciones en la revisión previa (1.5x). Esto último se debió a que, durante marzo de 2022 a febrero de 2023, la fuente primaria del crédito fue 2.9% superior a nuestras estimaciones en la revisión previa, lo cual fue resultado de una variación positiva de 18.4% en la cifra esperada durante los primeros dos meses del año. Por otro lado, el monto acumulado por pago de intereses del crédito fue 0.9% superior a la cifra proyectada. En ese sentido, la variación en el monto acumulado por pago de intereses del crédito fue resultado a que, durante esta revisión se contrató una nueva operación de cobertura con Monex⁵ en julio de 2022 para la 4^o disposición del crédito a una tasa pactada de 8.7930%.

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

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

³ 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.

⁴ DSCR (Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés).

⁵ Banco Monex, S.A. Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero (Monex).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Para 2023, con base en el acuerdo de distribución del FAFEF⁶, el FAFEF del Estado de Oaxaca tendría un crecimiento nominal de 21.9% con respecto a 2022.** El monto que recibiría el Estado por este concepto sería de P\$2,760m. La TMAC nominal de 2022 a 2035 esperada del FAFEF estatal, bajo un escenario base, sería de 6.9%, mientras que en uno de estrés sería de 4.8%.
- **DSCR primaria esperada para 2023 de 1.6x.** La cobertura promedio esperada del servicio de la deuda durante los próximos cinco años (2024 a 2028) en un escenario base sería de 2.0x, mientras que, bajo un escenario de estrés, esta sería de 1.8x.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con altos niveles de inflación y un bajo crecimiento económico.** En este escenario se considera que la TMAC₂₀₂₂₋₂₀₃₅ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 4.5% (vs. 3.8% en un escenario base) y el nivel promedio anual esperado de la TIE₂₈, de 2023 a 2035, sería 8.8% (vs. 7.6% esperado en un escenario base).

Factores adicionales considerados

- **Cobertura de tasa de interés.** En la fecha de cada disposición, una vez contratado el instrumento derivado, se establecerá la tabla de amortización, con el objetivo de que el Estado realice pagos fijos del servicio de la deuda. Actualmente, el Estado mantiene vigente siete operaciones de tipo Swap celebradas: i) cuatro con Banamex⁷ a tasas que van desde 5.486% a 6.5549% y ii) tres con Monex a 5.955%, 6.7875% y 8.7930%. Dichos instrumentos cubren el 100.0% del saldo insoluto del crédito y tienen como vencimiento mayo de 2035. La calificación de largo plazo (LP) otorgada por otra agencia calificadora a Banamex es equivalente a HR AAA y la calificación de LP otorgada a Monex por HR Ratings es de HR AA con Perspectiva Estable.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria del Estado de Oaxaca corresponde a HR A con Perspectiva Estable, revisada el 26 de septiembre de 2022.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Desempeño de la DSCR Primaria.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados (de marzo de 2023 a febrero de 2024), la DSCR promedio fuera inferior a 1.2x, la calificación del crédito podría revisarse a la baja. Actualmente, HR Ratings espera que este nivel sea de 1.6x.

Característica de la Estructura

El 07 de febrero de 2020, el Estado y Santander celebraron un crédito simple por P\$1,000m a un plazo de hasta 180 meses. Actualmente, el Estado ha realizado siete disposiciones por un total de P\$998.9m. El pago de capital del crédito corresponde a 178 amortizaciones mensuales, consecutivas y creciente, a una tasa variable, misma que en promedio sería de alrededor del 6.4% anual. Por otra parte, el pago de intereses se calcula con base en la TIE₂₈ más una sobretasa. La estructura considera un fondo de reserva con un saldo objetivo de 2.5x el servicio de la deuda del mes en curso. El saldo insoluto del crédito a febrero de 2023 es de P\$895.2m.

⁶ Publicado en el Diario Oficial de la Federación el 19 de diciembre de 2022.

⁷ Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).

Glosario

Aportaciones Federales (Ramo 33). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal transfiere a las entidades federativas con el objetivo de fortalecer sus presupuestos en materia de educación, salud y asistencia social. La distribución de estos recursos se da mediante ocho fondos, de los cuales el FORTAMUN, FAISE, FAISM, y FAFEF pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

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

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

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. 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.

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

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



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 (786) 464 0500

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 Calificación de Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Metodología de 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/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.

Table with 2 columns: Information and Value. Rows include: Calificación anterior (HR AAA (E) | Perspectiva Estable), Fecha de última acción de calificación (29 de abril de 2022), Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación (Enero de 2012 a febrero de 2023), Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas (Información proporcionada por el Estado de Oaxaca 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 S&P de mx AAA a Banamex), 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 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, (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 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 varían entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (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.