

Calificación

Banobras P\$362.9m HR AAA (E)  
Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings.

Contactos

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

**Roberto Soto**  
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas / Infraestructura  
roberto.soto@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 Banobras, por un monto inicial de P\$362.9m

La ratificación de la calificación del crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Oaxaca<sup>1</sup> con Banobras<sup>2</sup> es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 87.8% (vs. 85.6% en la revisión previa de la calificación). El incremento en la métrica se explica por una mejora en nuestras estimaciones del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) del Estado, ya que, para 2023, el monto esperado sería 16.5% superior al estimado en la revisión anterior para el mismo año. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos durante la vigencia del crédito, el mes de mayor debilidad sería marzo de 2024, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) primaria de 1.6 veces (x). Alrededor de este mes se realizó el periodo de estrés crítico que determinó la TOE.

Variables Relevantes: CBE Estado de Oaxaca con Banobras P\$362.9m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE Actual: 87.8% TOE Anterior: 85.6%	2021	2022	TMAC <sup>4</sup> 2018-2022	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2023	2035	TMAC <sup>2022-2035</sup>	2023	2035	TMAC <sup>2022-2035</sup>
Saldo Insoluto	218.8	286.8		2,760	5,383	6.9%	2,760	4,163	4.8%
FAFEF del Estado	2,026	2,263	6.9%						
TIIE <sub>28</sub> <sup>5</sup>	5.7%	10.8%		11.8%	7.1%		11.8%	8.3%	
DSCR Primaria <sup>6</sup>		Observada <sup>2</sup> 1.7x	Proyectada <sup>3</sup> 1.5x	Min 1.9x	Prom 3.2x	Max 5.9x	Min 1.7x	Prom 2.6x	Max 4.6x

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

- **Evento de Aceleración Parcial.** El 28 de noviembre de 2022 debido a que el Estado incumplió con la obligación de comprobación de recursos establecida en el contrato de crédito, se activó un Evento de Aceleración Parcial. Por lo anterior, el Banco tendrá derecho a recibir con cargo al porcentaje de aportaciones asignado al crédito, el servicio de la deuda correspondiente multiplicado por un factor de 1.3x. De acuerdo con información proporcionada por el Estado, dicho evento continúa vigente.
- **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), de marzo de 2022 a febrero de 2023, de 1.7x (vs. 1.5x proyectado).** La variación en la DSCR primaria se debe a que, durante este periodo, el FAFEF del estado fue 2.9% superior a lo esperado en la revisión previa. Lo anterior en conjunto con los SWAPs que mantiene vigente el financiamiento, los cuales mitigaron el incremento observado en la TIIE<sub>28</sub>, la cual fue de 8.9% (vs. 7.5% esperado en un escenario base en la revisión anterior).

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

<sup>2</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras 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.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Para 2023, con base en el acuerdo de distribución del FAFEF, el FAFEF del estado tendría un crecimiento nominal de 21.9% con relación a la cifra observada en 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 1.8x.** La cobertura promedio esperada del servicio de la deuda durante los próximos cinco años (2024 a 2028) en un escenario base sería de 2.3x, mientras que, bajo un escenario de estrés, esta sería de 2.1x.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con elevados niveles de inflación y un bajo crecimiento económico.** En este escenario se considera que la  $TMAC_{2022-2035}$  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  $TIIE_{28}$ , de 2023 a 2035, sería 8.8% (vs. 7.6% esperado en un escenario base).

## Factores adicionales considerados

- **Cobertura de Tasa de Interés.** El Estado mantiene vigente doce operaciones de tipo SWAP celebradas: i) cinco con Banamex<sup>4</sup>, ii) cuatro con Monex<sup>5</sup> y iii) tres con Banobras. Dichos instrumentos cubren el 100.0% del saldo insoluto del crédito y tienen como fecha de vencimiento abril de 2035<sup>6</sup>. La calificación de largo plazo (LP) otorgada por otra agencia calificadora a Banamex y a Banobras es equivalente a HR AAA y la calificación de LP otorgada a Monex por HR Ratings es de HR AA.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Oaxaca es HR A con Perspectiva Estable. Esta última acción de calificación se realizó el 26 de septiembre de 2022.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Desempeño de la DSCR.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados (de marzo de 2023 a febrero de 2024), la DSCR promedio fuera inferior a 1.3x, la calificación del crédito podría revisarse a la baja. Actualmente, HR Ratings espera que este nivel sea de 1.8x.

## Características de la Estructura

El 7 de febrero de 2020, el Estado y Banobras celebraron el contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$362.9m a un plazo de hasta 15 años. El Estado realizó doce disposiciones por un monto total de P\$307.9m (84.8% del monto contratado). El financiamiento se encuentra inscrito en el Fideicomiso No. F/2004588<sup>7</sup> y tiene asignado el máximo entre el 2.7% de los recursos del FAFEF del año de contratación del financiamiento (2020) y el 2.7% de los recursos del FAFEF del año en curso. El pago de capital se realizará mediante amortizaciones mensuales y consecutivas a una tasa variable. Los intereses se pagan a una tasa que resulte de sumar la  $TIIE_{28}$  más una sobretasa. Asimismo, se considera un fondo de reserva con un saldo objetivo de 2.5x el servicio de la deuda del mes en curso.

<sup>4</sup> Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).

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

<sup>6</sup> La tasa ponderada de los doce instrumentos de cobertura tipo SWAP es de 6.8%.

<sup>7</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/2004588 (Fideicomiso), celebrado con Banco Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Fiduciario).

## 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 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.

**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.



Credit  
Rating  
Agency

A NRSRO Rating\*

Estado de Oaxaca  
Crédito Bancario Estructurado  
Banobras (P\$362.9m, 2020)

HR AAA (E)

Finanzas Públicas  
28 de abril 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 (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 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) con 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 2012 a febrero de 2023.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Oaxaca, 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 S&P de mx AAA a Banamex y a Banobras.
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).