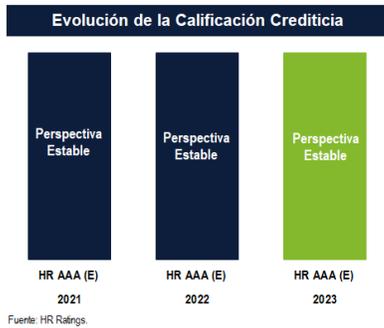


A NRSRO Rating\*

Calificación

Banobras P\$752.8m 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 Banobras, por un monto de inicial de P\$752.8m

La ratificación de calificación al crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Oaxaca<sup>1</sup> con Banobras<sup>2</sup> es resultado del análisis de los flujos futuros asignados a la estructura como fuente de pago y estimados por HR Ratings bajo un escenario base y un escenario de estrés. Este último determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 95.6% (vs. 94.7% obtenido en la revisión anterior). El incremento en la métrica es resultado de una mejora en nuestras estimaciones para el Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Oaxaca. Al cierre de 2023 se esperaba que el FGP estatal tenga un incremento nominal de 4.3%, mismo que representaría una variación positiva de 9.6% con respecto a la cifra proyectada en la revisión anterior. De igual forma, el perfil de amortización constante del crédito reflejaría una tendencia decreciente en el servicio de la deuda del para los siguientes periodos. 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 en octubre de 2024 con una DSCR<sup>4</sup> primaria de 12.5 veces (x).

Variables Relevantes: CBE Estado de Oaxaca con Banobras P\$752.8m (cifras en millones de pesos nominales)									
TOE Actual: 95.6%	2021	2022	TMAC <sup>4</sup> 2018-2022	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
TOE Anterior: 94.7%				2023	2031	TMAC <sup>4</sup> 2022-2031	2023	2031	TMAC <sup>4</sup> 2022-2031
Saldo Insoluto	243.6	217.9	9.4%	23,873	39,723	6.3%	23,873	27,108	1.9%
FGP del Edo. de Oaxaca	17,292	22,885							
TIIE <sup>5</sup> <sub>28</sub>	5.7%	10.8%		11.8%	7.1%		11.8%	5.8%	
DSCR Primaria <sup>6</sup>		Observada <sup>2</sup> 14.6x	Proyectada <sup>3</sup> 13.6x	Min 18.1x	Prom 30.4x	Max 49.3x	Min 16.7x	Prom 23.7x	Max 33.7x

Nota: 1) Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación, 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 de Oaxaca tuvo un crecimiento nominal de 32.3% en 2022 con respecto a 2021.** En 2022, el Estado recibió P\$22,885 millones (m) por concepto de FGP. Esta cifra fue 6.8% superior al monto esperado en la revisión previa. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2018 a 2022 del FGP del Estado fue de 9.4%, cifra superior al comportamiento observado a nivel nacional (6.2%).
- **DSCR primaria observada en los Últimos Doce Meses (UDM) fue de 14.6x.** Durante el mismo periodo, de marzo de 2022 a febrero de 2023, la DSCR proyectada en la revisión previa alcanzó un nivel promedio de 13.6x. La diferencia observada en las coberturas primarias es resultado de una fuente de pago del crédito de 8.0% superior a nuestras estimaciones en la revisión anterior.

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

<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 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.

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

## Expectativas para Periodos Futuros

- **FGP estatal esperado para 2023 con un incremento nominal de 4.3%, respecto al monto recibido en 2022.** Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2023, cifras observadas en febrero y estimaciones propias, el FGP que recibiría el Estado sería de P\$23,873m. La  $TMAC_{2022-2031}$  del FGP estatal en un escenario base sería de 6.3%, mientras que en un escenario de estrés sería de 1.9%.
- **DSCR primaria esperada para 2023 de 16.2x.** La DSCR promedio para los próximos cinco años (de 2024 a 2028) sería de 23.8x en un escenario base (vs. el 20.2x en un escenario de estrés). Dichas DSCR primarias representan la fortaleza de la estructura, dado la fuente de pago asignada, la disposición y el perfil de pago del crédito.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con bajos niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la  $TMAC_{2022-2031}$  esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 3.3% (vs. 3.9% en un escenario base) y el nivel promedio anual esperado de la  $TIIE_{28}$ , de 2023 a 2031, sería 6.8% (vs. 7.9% esperado en un escenario base).

## Factores adicionales considerados

- **Cobertura de tasa de interés.** Actualmente, la estructura cuenta con una operación de cobertura de tipo CAP celebrada con Banamex<sup>5</sup> a un precio de ejercicio de 4.5%, la cual cubre el 5.7% del saldo insoluto del financiamiento. La fecha de vencimiento del derivado sería en abril de 2026. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Banamex es equivalente a HR AAA.
- **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

- **Reducción en la DSCR primaria.** Si la DSCR primaria del servicio de la deuda de marzo de 2023 a febrero de 2024, llegara a un nivel promedio de 3.2x o inferior, la calificación del crédito podría revisarse a la baja. Actualmente, esperamos que, durante dicho periodo, la DSCR primaria sea, en promedio, de 16.7x.

## Características de la estructura

El 14 de agosto de 2014, el Estado y Banobras celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$752.8m. El 30 de marzo de 2017, las partes firmaron la reexpresión del contrato de crédito con la finalidad de establecer las condiciones actuales del financiamiento. Actualmente, el Estado ha realizado diez desembolsos al financiamiento por un total de P\$308.6m, cifra que corresponde al 41.0% del monto contratado. El pago de capital se realizaría por medio de 150 amortizaciones mensuales, consecutivas y constantes, contadas a partir de enero de 2019 y con fecha de vencimiento en junio de 2031. El pago de intereses se calcula con base en lo establecido en cada ficha de admisión y compromiso del crédito (esquema de tasa fija y variable). La estructura considera un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes correspondiente. El saldo insoluto del crédito a febrero de 2023 es de P\$213.6m.

---

<sup>5</sup> Banco Nacional de México, S.A. Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).

## 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>6</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>6</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



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: 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.**

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, 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 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](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, (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](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 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.