

Calificación

Estado de Campeche HR AAA (E)  
Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings.

Contactos

**Angel Medina**  
Subdirector de Infraestructura  
Analista Responsable  
angel.medina@hrratings.com

**Yamileth Montaña**  
Analista de Infraestructura  
yamileth.montano@hrratings.com

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Campeche con Banco Santander por un monto de P\$800.0m

La ratificación de la calificación se basa en las métricas financieras de la estructura con una Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 3.77%. La DSCR primaria promedio estimada durante el plazo restante de la deuda alcanzó un nivel de 3.96 veces (x), mientras que la DSCR Secundaria (al incorporar el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda) promedio durante los próximos tres años resulta de 3.22x. Como factor adicional, al considerar únicamente la fuente de pago subsidiaria del Crédito, misma que corresponde al 4.0% del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Campeche, se calcula una DSCR primaria promedio de 4.17x. El nivel de métricas se vio beneficiado como resultado de un nivel de cruces durante 2022 equivalente a un crecimiento de 9.1% con respecto a 2021. En específico, durante 2022 se observó una mayor apertura de actividades económicas y el desarrollo de importantes proyectos de infraestructura en la región, con lo que el TPDA (Tráfico Promedio Diario Anual) llegó a un nivel máximo de 4,844 cruces, principalmente por mayores cruces de camiones. En los primeros tres meses del 2023, el aforo y los ingresos reales continúan con un crecimiento de 4.1% y de 2.5%, respectivamente, comparados con el periodo de enero a marzo de 2022.

Comparativo Observado vs. Proyecciones										
TEA Actual: 3.77%	2021	2022	Crec. Obs. 2021-2022	Crec. Proy. 2021-2022 <sup>1</sup>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>2</sup>		
TEA Anterior: 3.83%					2023	2037	TMAC <sub>22-37</sub>	2023	2037	TMAC <sub>22-37</sub>
TPDA	4,439	4,844	9.1%	10.0%	5,040	5,983	1.4%	4,710	2,032	-5.6%
IPDA Real <sup>3</sup>	724.9	824.4	13.7%	19.0%	870.6	1,033.2	1.5%	800.2	351.0	-5.5%
Liquidación / Vencimiento legal					mayo 2037 / mayo 2037			mayo 2037 / mayo 2037		

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por el Estado y estimaciones propias.  
 (1) Esperado en el Escenario Base de la Revisión anterior.  
 (2) Bajo Crecimiento y Baja Inflación.  
 (3) Información presentada en miles de pesos a precios de enero de 2023.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Comportamiento del TPDA e IPDA (Ingreso Promedio Diario Anual) en 2022 y primer trimestre del 2023.** Durante 2022, el TPDA presentó un incremento de 9.1% con respecto al nivel observado en 2021 y con ello se mantuvo en línea con el estimado en el escenario base de la revisión anterior. Esto debido principalmente al crecimiento en el aforo de los camiones, a causa del desarrollo de proyectos de infraestructura en la región. En línea con lo anterior, durante 2022 el IPDA Real mostró un crecimiento de 13.7% en comparación al IPDA Real de 2021. Por otro lado, en los primeros tres meses del 2023 el aforo y los ingresos reales presentaron crecimientos de 4.1% y 2.5%, respectivamente, derivado de un aumento del tráfico de camiones y autobuses.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Comportamiento estimado del TPDA e IPDA Real.** En un escenario base, se estima un crecimiento para 2023 de 4.0% en el TPDA y de 5.6% en el IPDA Real, de acuerdo con el crecimiento del aforo en el primer trimestre de 2023, la ausencia de un ajuste tarifario y la composición vehicular. Los crecimientos dentro del escenario base resultarían en una  $TMAC_{22-37}$  de 1.4% para el TPDA y de 1.5% para el IPDA Real, mientras que, en el escenario de estrés, considerando la máxima reducción aplicable antes de presentar un evento de incumplimiento, los crecimientos resultarían en una  $TMAC_{22-37}$  de -5.6% para el TPDA y de -5.5% para el IPDA Real.
- **Comportamiento del Crédito en un escenario base.** En el escenario base, el flujo disponible sería suficiente para cubrir el principal programado y los intereses devengados, sin hacer uso del Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda (FRSD), en donde el flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 3.96x el Servicio de Deuda, en promedio, durante el resto de la vigencia del Crédito.
- **Comportamiento del Crédito en un escenario de estrés.** La reducción asumida en el aforo y, por tanto, en los ingresos permitiría cumplir con las obligaciones de pago del Servicio de Deuda hasta febrero de 2034. Posteriormente, se tendría que recurrir al FRSD por un monto de P\$159.9 millones (m) para liquidar el Crédito en la fecha de vencimiento. En este escenario, el flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 1.97x el Servicio de Deuda, en promedio, durante el plazo restante del Crédito.

## Factores adicionales considerados

- **Fuente de Pago Subsidiaria.** El Financiamiento está respaldado por el 4.0% del FGP del Estado de Campeche. En caso de que la fuente primaria de pago correspondiente a los ingresos por cobro de cuotas de peaje del Nuevo Puente La Unidad fuese insuficiente para cubrir las obligaciones del pago del Crédito y del Fideicomiso No. 0205 (Fideicomiso del Financiamiento), se puede recurrir a los recursos del FGP. HR Ratings no considera los recursos de la fuente de pago subsidiaria en el análisis de los escenarios; sin embargo, considera que tal característica brinda fortaleza adicional a la Estructura.
- **Contrato de Cobertura de Tasa (CAP).** Con base en el Contrato de Crédito, el Estado tiene la obligación de contratar un CAP que cubra al menos 30.0% del saldo insoluto del Financiamiento hasta su vigencia. Actualmente, la entidad cuenta con dos coberturas de tasa que, en su conjunto, cubren el porcentaje requerido, la primera corresponde a un *strike* (precio del ejercicio) de 5.5% con vencimiento en diciembre de 2023, y con Citibanamex como contraparte; mientras que, la segunda cobertura consiste en un precio del ejercicio de 9.0% con vencimiento en junio de 2025 contratado con Santander México. Ambos bancos cuentan con una calificación otorgada, por otra agencia calificadora, equivalente a HR AAA en escala local.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro en el Activo.** Deficiencias en el mantenimiento del Nuevo Puente La Unidad podría afectar el aforo vehicular y podría implicar un requerimiento de recursos adicionales, lo cual se podría ver reflejado en una baja de la calificación.
- **Activación de un Evento de Incumplimiento.** El incumplimiento de cualquiera de las obligaciones establecidas en la documentación legal que aumentase el riesgo podría derivar en un ajuste a la baja de la calificación del Crédito.

## Glosario

**TPDA:** Tráfico Promedio Diario Anual (Tráfico Total Anual / Días Operados).

**IPDA:** Ingreso Promedio Diario Anual (Ingresos Total Anual / Días Operados).

**VNA:** Valor Nominal Ajustado:

$$VNA_t = \frac{\text{Saldo Insoluto}_t}{\text{Monto Emitido}}$$

**TEA:** Tasa de Estrés Anualizada:

$$TEA = \left| \left( \frac{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Estrés}_t}{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Base}_t} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right| = \left| \left( \frac{\text{Ingreso Real Acumulado Estrés}}{\text{Ingreso Real Acumulado Base}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right|$$

**Razón de Cobertura Promedio Durante el Plazo Restante de la Deuda:** Esta Razón toma en cuenta el plazo restante de la deuda según lo establecido en el Calendario de Amortización y sólo considera el flujo disponible para el Servicio de la Deuda sin considerar las Reservas disponibles para el pago del Servicio de Deuda.

$$RCS\text{D Primaria Promedio} = \frac{\sum_{t=1}^n RCS\text{D}_t}{n}$$

Donde:

$$RCS\text{D Primaria} = \frac{\text{Flujo disponible para Servicio de Deuda}}{\text{Servicio de Deuda}}$$

**Razón de Cobertura para el Servicio de la Deuda Secundaria de Corto Plazo:** Esta Razón toma como base el promedio de los siguientes tres años de proyección, con un cálculo anual, para capturar un posible riesgo de liquidez del proyecto.

$$RCS\text{D Promedio de Corto Plazo} = \frac{\sum_{t=1}^{i+2} RCS\text{D Secundaria}_t}{3}$$

Donde:

$$RCS\text{D Secundaria} = \frac{FDS\text{D} + \text{Flujo disponible para Servicio de Deuda}}{\text{Servicio de Deuda}}$$



## 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

#### 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

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

#### Corporativos / ABS

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

Luis Miranda +52 52 1500 3146  
luis.miranda@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 para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, enero de 2023.  
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 AAA (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	21 de junio de 2022
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2010 – marzo de 2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información presentada por el Estado de Campeche
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación vigente de Seguros Ve por Más, S.A., Grupo Financiero Ve por Más de A (mex) en escala local otorgada por Fitch Ratings en su última revisión del 8 de septiembre del 2022. Calificación vigente de Seguros Atlas, S.A. de AAA (mex) en escala local otorgada por S&P Ratings en su última revisión del 25 de mayo de 2022
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)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto, ya está reflejado en la calificación asignada

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 of 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 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 varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).