

Calificación

Banobras P\$5,000.0m HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

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

**Luis Fernando Bolaños**  
Analista de Finanzas Públicas  
luis.bolanos@hrratings.com

**Natalia Sales**  
Subdirectora de Finanzas Públicas  
natalia.sales@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito del Estado de Nayarit con Banobras por un monto inicial de P\$5,000m

La ratificación de la calificación al crédito bancario estructurado contratado por el Fideicomiso de Contratación<sup>1</sup> con Banobras<sup>2</sup>, bajo la comparecencia del Estado de Nayarit<sup>3</sup>, es resultado del análisis de los flujos futuros asignados a la estructura como fuente de pago, estimados por HR Ratings bajo un escenario de estrés cíclico y crítico. Este último determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>4</sup> de 79.7% (vs 78.0% en la revisión anterior). La mejora en la métrica es resultado de una revisión a la baja de la tasa de interés (TIIE<sub>28</sub>) de 2024 al resto de la vigencia del crédito respecto de la revisión anterior (7.5% vs 7.8%). 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 2025, con una DSCR<sup>5</sup> primaria de 2.9 veces (x).

**Variables Relevantes: CBE Estado de Nayarit con Banobras P\$5,000.0m**  
(cifras en millones de pesos nominales)

Variable	2021	2022	TMAC <sup>4</sup> <sub>2018-2022</sub>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2023	2024	TMAC <sub>2022-2043</sub>	2023	2024	TMAC <sub>2022-2043</sub>
TOE Actual: 79.7%									
TOE Anterior: 78.0%									
Saldo Insoluto	4,905.9	4,852.4		8,237	25,224	6.4%	8,237	17,979	4.7%
FGP Estatal	6,178	6,867	3.8%						
TIIE <sub>28</sub> <sup>5</sup>	5.7%	10.8%		11.5%	7.2%		11.5%	8.5%	
DSCR Primaria <sup>6</sup>		Observada <sup>2</sup> 3.8x	Proyectada <sup>3</sup> 3.5x	Min 4.4x	Prom 12.5x	Max 28.9x	Min 3.8x	Prom 9.2x	Max 20.5x

Notas: 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

- Durante los primeros nueve meses observados de 2023, el Fondo General de Participaciones (FGP) estatal tuvo un incremento nominal de 23.5% respecto al mismo periodo de 2022. El FGP recibido por el Estado en 2022 fue de P\$6,867.2 millones (m), lo que representó un incremento nominal de 11.2% respecto a 2021 (vs 16.9% a nivel nacional). El crecimiento del FGP del Estado por debajo del FGP nacional para 2022 se debió a una contracción en coeficiente de distribución C<sub>1</sub> de la fórmula distribución del Fondo General de Participaciones. De 2018 a 2022, el FGP estatal tuvo una TMAC nominal de 3.8%.
- La DSCR primaria observada en los últimos doce meses (UDM), de octubre de 2022 a septiembre de 2023, fue de 3.8x (vs 3.5x proyectada). La diferencia observada se debió a una fuente de pago (FGP del Estado) 7.4% mayor a la esperada.

Expectativas para Periodos Futuros

- Para 2023, se espera que el FGP del Estado crezca 20.0% respecto a 2022 (P\$8,237.2m) FGP del Estado de Nayarit. La TMAC<sub>2022-2043</sub> esperada de la fuente de

<sup>1</sup> Fideicomiso Público de Contratación de Financiamientos, Sin Estructura, Maestro, Irrevocable y de Administración No. CIB/3150 (Fideicomiso de Contratación).  
<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> Estado de Nayarit (Nayarit y/o el Estado).  
<sup>4</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>5</sup> DSCR (Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés).

pago, en un escenario base, sería de 6.4%, mientras que en un escenario de estrés sería de 4.7%.

- **La DSCR primaria esperada para 2023 es de 3.7x.** La cobertura promedio del servicio de la deuda esperada para los próximos cinco años (2024-2028) es de 4.8x en un escenario base, mientras que, en un escenario de estrés, esta sería de 4.1x.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con altos niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la  $TMAC_{2022-2043}$  esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 4.2% (vs. 3.5% en un escenario base). Por otro lado, el promedio esperado al cierre de año de la  $TIIE_{28}$  durante el periodo de 2023 a 2043 sería de 8.8% en un escenario de estrés, mientras que en un escenario base sería de 7.6%.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Disminución de la DSCR primaria.** Si la DSCR primaria de octubre de 2023 a septiembre de 2024 fuera inferior a 3.1x, la calificación del crédito podría revisarse a la baja. Actualmente esperamos que en un escenario base, la DSCR promedio tenga un nivel de 3.7x
- **Calificación Quirografaria.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado fuera menor a HR BBB-, HR Ratings considerará un ajuste cualitativo negativo a la calificación del crédito. La calificación quirografaria vigente del Estado de Nayarit es HR BBB- con Perspectiva Estable, revisada el 7 de agosto de 2023.

### Características de la Estructura

El 14 de noviembre de 2018, CIBanco<sup>6</sup> (como Fiduciario del Fideicomiso de Contratación) y Banobras celebraron el contrato de crédito simple, bajo la comparecencia del Estado de Nayarit, por un monto de P\$5,000.0m<sup>7</sup>. El crédito tiene asignado el 38.5% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo el porcentaje destinado a los municipios. El pago de capital se realizaría a través de 300 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a tasa variable, donde la primera amortización se realizó en diciembre de 2018 y la última se espera en noviembre de 2043. Los intereses ordinarios que se calculan con base en una tasa que resulte de sumar la  $TIIE_{28}$ , más una sobretasa que estará en función de la calificación crediticia que represente el mayor nivel de riesgo. La estructura considera un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a la suma de los tres meses siguientes del servicio de la deuda. El saldo insoluto del crédito a septiembre de 2023 fue de P\$4,792.6m.

<sup>6</sup> CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple (CIBanco).

<sup>7</sup> Clave de registro dentro del Registro Público Único P18-1118111

## 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>8</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>8</sup> FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



**Credit  
Rating  
Agency**

**Estado de Nayarit**  
**Crédito Bancario Estructurado**  
**Banobras (P\$5,000m, 2018)**

**HR AAA (E)**

Finanzas Públicas  
14 de noviembre de 2023

A NRSRO Rating\*

## 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



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 calificadora:

Metodología de Calificación de Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Deuda Apoyada por Ingresos Federales, agosto 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	9 de agosto de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2012 a septiembre de 2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Nayarit, reportes del fiduciario y fuente de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N.A.
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 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 calificadora 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.