

Calificación

Santander P\$3,200.0m HR AA+ (E)

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

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

**Diego Blancas**  
Analista de Finanzas Públicas  
diego.blancas@hrratings.com

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para el crédito contratado por el Estado de Durango con Santander, por un monto inicial de P\$3,200.0m

La ratificación de la calificación del crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Durango<sup>1</sup> con Santander<sup>2</sup> es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 82.3% (vs. 80.2% de la revisión previa). El incremento en la métrica se debe al impacto de la cobertura tipo SWAP que el financiamiento tiene adherida. Al cierre de 2023, se estima que el servicio de la deuda de la estructura será 4.0% inferior respecto a lo proyectado en la revisión previa. Por otro lado, la TIIE<sub>28</sub> esperada de 2024 a 2037 sería en promedio de 8.7% (vs. 9.0% en la revisión anterior de la calificación en un escenario de estrés). Alrededor de este mes, se realizó el periodo de estrés crítico y se obtuvo la TOE. Adicionalmente, según nuestra metodología, la calificación mantuvo un ajuste cualitativo negativo, ya que la calificación quirografaria vigente del Estado es inferior a HR BBB-.

Variables Relevantes: CBE Estado de Durango con Santander P\$3,200.0m (cifras en millones de pesos nominales)

Variable	2022	2023 <sup>7</sup>	TMAC <sup>4</sup> <sub>2019-2023</sub>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2024	2037	TMAC <sub>2023-2037</sub>	2024	2037	TMAC <sub>2023-2037</sub>
TOE Actual: 82.3%									
TOE Anterior: 80.2%									
Saldo Insoluto	3,010	2,956		2024	2037	TMAC <sub>2023-2037</sub>	2024	2037	TMAC <sub>2023-2037</sub>
FGP Estatal	10,363	11,293	8.7%	11,944	25,534	6.0%	11,944	15,042	2.1%
TIIE <sub>28</sub> <sup>5</sup>	10.8%	11.5%		9.2%	7.2%		9.2%	6.0%	
DSCR Primaria <sup>6</sup>		Observada <sup>2</sup>	Proyectada <sup>3</sup>	Min	Prom	Max	Min	Prom	Max
		4.1x	4.0x	5.0x	6.8x	7.5x	4.4x	5.2x	5.9x

Fuente: HR Ratings con base en información del Fiduciario, fuentes de información pública y estimaciones propias.

Notas: 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 7) Cifras observadas de enero a septiembre y proyectadas de octubre a diciembre.

Desempeño Histórico / Comparativo vs Proyecciones

- **El Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Durango, de enero a septiembre de 2023, fue 8.9% mayor a lo observado en el mismo periodo de 2022.** Durante los primeros nueve meses de 2023, el Estado ha recibido P\$8,894.9m por concepto de FGP. La TMAC<sub>2019-2023</sub> de dicho fondo sería de 8.7%.
- **DSCR primaria observada en los Últimos Doce Meses (UDM), de octubre de 2022 a septiembre de 2023, fue 4.1x, superior a la proyectada de 4.0x en la revisión anterior.** Esto se atribuye a la disminución en el pago del servicio de la deuda de P\$339.6m (vs. P\$362.8m proyectado en la revisión anterior). Durante este periodo la TIIE<sub>28</sub> se observó en un nivel promedio de 11.1%, sin embargo, la contratación de coberturas tasas de interés permitieron contrarrestar este efecto.
- **Coberturas de tasas de interés.** En mayo de 2023, el Estado de Durango contrató una cobertura tipo SWAP con Santander, por un periodo de tres años, a una tasa *strike* de 9.4%, que cubre el 50.1% del saldo insoluto del crédito. Este instrumento benefició al pago de los intereses y representó una disminución del 4.9% respecto a nuestras estimaciones. La calificación de largo plazo otorgada a Santander por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.

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

<sup>2</sup> Banco Santander México, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander 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, 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

- **En 2023, se estima un aumento nominal de 8.9% del FGP Estatal respecto a 2022.** De acuerdo con nuestras proyecciones, al cierre de 2023, este fondo sería de P\$11,292.6m. La  $TMAC_{2023-2037}$  esperada de 6.0% y de 2.1% en un escenario base y un escenario de estrés respectivamente.
- **Se esperaría una DSCR primaria de 4.7x para 2024.** La DSCR promedio estimada para los próximos cinco años de la estructura es de 6.0x en un escenario base y de 5.5x en un escenario de estrés.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con bajos niveles de inflación y bajos niveles de crecimiento económico.** El cambio de escenario respecto al año anterior se debe a las condiciones macroeconómicas que HR Ratings espera para periodos futuros, donde la disminución sobre la fuente de pago reflejaría el mayor estrés en la estructura. La  $TMAC_{2023-20237}$  esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 2.8% (vs. 3.6% en escenario base) y el promedio de la  $TIIE_{28}$  para 2024 hasta 2037 sería 6.3% (vs. 7.5% en escenario base).

## Factores que podrían modificar la calificación

- **Calificación quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Durango es HR BB con Perspectiva Estable, revisada el 25 de agosto de 2023. Al ser menor a HR BBB-, según nuestra metodología, la calificación del crédito tiene un ajuste negativo. Por ello, si la calificación aumentara a un nivel de HR BBB- o superior, la calificación del crédito se revisaría al alza.
- **Disminución de la DSCR primaria.** Si la DSCR primaria mensual promedio en los próximos doce meses (de octubre de 2023 a septiembre de 2024) fuera de 3.5x o inferior, HR Ratings podría revisar a la baja la calificación. Actualmente, se espera una DSCR primaria de 4.5x para dicho periodo.

## Características de la Estructura

El 28 de septiembre de 2017, el Estado de Durango y Santander firmaron el contrato de crédito por un monto de hasta P\$3,200.0m<sup>4</sup>, a un plazo de hasta 20 años. El financiamiento está inscrito en el Fideicomiso No. 851-01513 y tiene asignado el 18.2% del FGP correspondiente al Estado, excluyendo el porcentaje destinado a los municipios. El pago de capital se realizaría mediante 238 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.35%. Con respecto al pago de intereses, este se realiza considerando la  $TIIE_{28}$  más el margen aplicable de acuerdo con las calificaciones otorgadas al crédito. El saldo insoluto del crédito en septiembre de 2023 fue de P\$2,970.3m. Por último, el Estado está obligado a mantener un fondo de reserva para el crédito equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes inmediato anterior. El financiamiento se dispuso en dos exhibiciones, el primer pago fue en diciembre de 2017 y esperamos que el último pago sea en septiembre de 2037.

<sup>4</sup> Clave de Inscripción ante el Registro Público Único (RPU): P10-1117068.

## 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 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.

**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.

**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>5</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>5</sup> FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



Credit  
Rating  
Agency

A NRSRO Rating\*

Estado de Durango  
Crédito Bancario Estructurado  
Santander (P\$3,200.0m, 2017)

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas  
01 de diciembre 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 Ballínez +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



Credit  
Rating  
Agency

# Estado de Durango

## Crédito Bancario Estructurado Santander (P\$3,200.0m, 2017)

# HR AA+ (E)

Finanzas Públicas  
01 de diciembre de 2023

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:

**Deuda Estructurada de Estados Mexicanos, Metodología de Deuda Apoyada por Ingresos Federales, agosto de 2023.  
Criterios Generales Metodológicos, enero 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 AA+ (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	30 de noviembre de 2022
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 Durango, 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 largo plazo otorgada por Moody's Local a Santander de AAA.mx
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 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).