

Banorte
P\$4,073.5m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$2,800.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$468.1m
HR A (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
1 de julio de 2024
A NRSRO Rating**

2022

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2023

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@hrratings.com

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas e Infraestructura
Analista Responsable



Paloma Sánchez

paloma.sanchez@hrratings.com

Analista



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Analista Senior



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas

HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AAA (E) y de HR A (E), todas con Perspectiva Estable, para tres créditos bancarios estructurados contratados por el Estado de Zacatecas con Banorte y Banobras

La ratificación de las calificaciones para los tres créditos bancarios estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Zacatecas (y/o el Estado) es resultado del análisis de los flujos futuros estimados por HR Ratings para cada una de las estructuras bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. En este último, se determinó el valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada crédito:

1. Banorte¹ por P\$4,073.5 millones (m), contratado en 2017, con una TOE de 84.9% (vs. 84.0% de la revisión anterior de la calificación), equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras² por P\$2,800.0m, contratado en 2017, con una TOE de 80.1% (vs. 78.9% de la revisión anterior de la calificación), equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Banobras por P\$468.1m, contratado en 2017, con una TOE de 47.0% (vs. 45.8% de la revisión anterior de la calificación), equivalente a una calificación de HR A (E) con Perspectiva Estable.

El incremento en las métricas se debe a una mejora en las estimaciones de largo plazo de la fuente de pago asignada a los financiamientos, la cual se compone por el Fondo de General de Participaciones (FGP) y Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF). En específico, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2023 a

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

² Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

2037 nominal del FGP sería de 6.4% y del FAFEF sería de 5.8% en un escenario base, respecto a las estimadas en la revisión anterior de 5.9% y 5.4% respectivamente.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP del Estado de Zacatecas).** En 2023, el Estado recibió P\$9,689.8m por concepto de FGP, lo que significó una disminución anual nominal de 3.6%. Por otro lado, durante los primeros cuatro meses de 2024, el Estado ha recibido un monto de P\$3,807.8m, lo cual fue 9.9% superior a lo observado en el mismo periodo de 2023. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2024, así como estimaciones propias, se esperaría que el FGP de Zacatecas en 2024 sea de P\$10,604.9m, lo que significaría un crecimiento nominal de 9.4% con respecto al año anterior. Adicionalmente, la TMAC₁₉₋₂₃ nominal de este fondo fue de 7.0%.
- **Fuente de Pago Subsidiaria (FAFEF del Estado de Zacatecas).** Durante los últimos doce meses (UDM) observados, de mayo de 2023 a abril de 2024, el FAFEF del Estado presentó una variación positiva de 1.4% respecto a lo esperado en un escenario base en la revisión anterior. Dicha variación se debe a que el monto observado y esperado para 2024 del FAFEF estatal sería 4.4% superior a lo proyectado en la revisión previa. En ese sentido y con base en el PEF de 2024 y estimaciones propias, HR Ratings esperaría que el FAFEF del Estado sea por un monto total de P\$896.5m, lo que representaría un crecimiento nominal de 2.9% respecto al monto observado al cierre de 2023.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** Al cierre de 2023, el nivel de la TIIE₂₈ fue de 11.5%. Para 2024, se espera que el nivel de la tasa de interés cierre el año en 10.75%. El nivel promedio esperado para los próximos cinco años, es decir, de 2025 a 2029, sería de 7.6% en un escenario base y de 6.8% en un escenario de estrés.
- **Cobertura de tasa de interés.** Únicamente para el crédito de Banorte P\$4,073.5m se tiene la obligación de contar con una cobertura de tasa de interés que cubra al financiamiento por periodos mínimos de tres años durante la vigencia del mismo. A pesar de lo anterior, el Estado optó por celebrar contratos de operación de intercambio de tasas (SWAP) que cubren los tres financiamientos con las siguientes características:
 - **SWAP con Banorte.** Esta cobertura ampara el 84.2% del saldo insoluto del crédito con Banorte P\$4,073.5m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.9377%, vigente desde febrero de 2021 y hasta enero de 2026. La calificación de largo plazo (LP) de Banorte es de HR AAA con Perspectiva Estable revisada el 2 de octubre de 2023.
 - **SWAP con Santander³ (A).** Esta cobertura ampara el 100.0% del saldo insoluto del crédito con Banobras P\$2,800.0m y el 15.8% del saldo insoluto del crédito con Banorte P\$4,073.5m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.7075%, vigente desde febrero de 2021 y hasta enero de 2026. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Santander es equivalente a HR AAA.
 - **SWAP con Santander (B).** Esta cobertura ampara el 100.0% del saldo insoluto del crédito con Banobras P\$468.1m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.6%, vigente desde febrero de 2021 y hasta enero de 2026.
- **Fondo de Reserva (FR).** Las tres estructuras cuentan con un FR cuyo saldo objetivo es equivalente a 2.0 veces (x) el servicio de la deuda (intereses ordinarios más capital) del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso No. 1121⁴, hasta abril de 2024, los saldos las reservas cumplen con lo estimado por HR Ratings.

³ Banco Santander México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).

⁴ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121 (el Fideicomiso) cuyo fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Invex y/o el Fiduciario).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores Adicionales Considerados

- **Afectación del FAFEF.** De acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), en el artículo 50 se establece que las entidades federativas no podrán afectar más del 25% de los recursos de FAFEF que anualmente les corresponden. El monto máximo asignable del FAFEF corresponde al monto máximo entre: i) el 25% del FAFEF del Estado del año en curso, o ii) el 25% del FAFEF del año de contratación de los créditos; en todos los casos, la fecha de contratación fue 2017. Es importante recordar que el FAFEF se distribuye mediante 12 ministraciones mensuales iguales durante el año.
- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Zacatecas es de HR A con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 3 de octubre de 2023.

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Calificación Quirografaria.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas fuera inferior a HR BBB- la calificación de los financiamientos se podría revisar a la baja.
- **Comportamiento de la DSCR⁵ primaria.** En caso de que, en los próximos doce meses proyectados, de mayo de 2024 a abril de 2025, el nivel promedio de la DSCR primaria presentara las siguientes desviaciones, la calificación de los créditos se podría revisar a la baja.
 - Banorte P\$4,073.5m: Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.4x. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.3x.
 - Banobras P\$2,800.0m: Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.8x. Actualmente se espera un nivel promedio de 5.6x.
 - Banobras P\$468.1m: Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 2.3x. Actualmente se espera un nivel promedio de 2.4x. Lo anterior sujeto a que la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas se revisara a la baja.

Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Calificación Quirografaria y comportamiento de la DSCR primaria.** Para el crédito de Banobras P\$468.1m, en caso de que la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas se revise al alza la calificación del financiamiento se podría revisar al alza. O bien, si durante los próximos doce meses proyectados el nivel promedio de la DSCR primaria fuera superior a 2.7x, la calificación del financiamiento también se podría revisar al alza.

⁵ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés).



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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Deuda Estructurada de Estados Mexicanos, Metodología de Deuda Apoyada por Ingresos Federales, agosto de 2023. Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023.
Calificación anterior	Banorte P\$4,073.5m: HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Banobras P\$2,800.0m: HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Banobras P\$468.1m: HR A (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	3 de julio de 2023.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2012 a abril de 2024.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Zacatecas, por el Fiduciario fuentes de información propia.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Para los créditos de Banorte P\$4,073.5m, Banobras P\$2,800.0m y Banobras P\$468.1m: Calificación de largo plazo otorgada a Santander por Moody's Local de AAA.mx 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)	
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** 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) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una 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) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor 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 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, y (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 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.

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. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, 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, 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, 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 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (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 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS