

Banobras  
P\$1,000.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

Banobras  
P\$1,039.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

Banobras  
P\$1,500.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

Banobras  
P\$2,900.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas  
29 de agosto 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](mailto:roberto.ballinez@hrratings.com)

Analista Responsable  
Director Ejecutivo Senior de  
Finanzas Públicas e Infraestructura



**Adrián Díaz González**

[adrian.diaz@hrratings.com](mailto:adrian.diaz@hrratings.com)

Analista Senior



**Diego Paz**

[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)

Analista Senior



**Natalia Sales**

[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)

Subdirectora de Finanzas Públicas  
Estructuradas

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para cuatro créditos bancarios estructurados contratados por el Estado de Morelos con Banobras

La ratificación de las calificaciones de los cuatro créditos bancarios estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Morelos (y/o el Estado) es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento. Para el cálculo de la TOE se consideraron escenarios de estrés cíclico y crítico.

1. Banobras<sup>1</sup> por P\$1,000.0 millones (m), contratado en 2021, con una TOE de 84.0% (vs. 84.1% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras por P\$1,039.0m, contratado en 2021, con una TOE de 84.7% (vs. 84.8% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Banobras por P\$1,500.0m, contratado en 2021, con una TOE de 84.0% (vs. 84.3% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
4. Banobras por P\$2,900.0m, contratado en 2021, con una TOE de 84.0% (vs. 84.3% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

<sup>1</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP<sup>2</sup> del Estado de Morelos).** En 2023, el FGP del Estado de Morelos fue de P\$11,996.3m, lo que representó un crecimiento nominal de 9.2% respecto al monto observado en el año previo. Por su parte, durante el primer semestre de 2024, el monto que ha recibido el Estado por este concepto fue de P\$6,944.6m, lo que ha sido 6.6% mayor a lo observado en el mismo periodo de 2023. Este crecimiento se registró a pesar de que durante este mismo periodo la proporción que recibió el Estado del fondo nacional disminuyó, ya que pasó de 1.44% observada de enero a junio de 2023 a 1.35% observada durante el primer semestre de 2024. En ese sentido, lo que ha motivado el crecimiento del fondo estatal es el crecimiento observado en el FGP nacional, el cual ha presentado un crecimiento nominal de 13.6% en este mismo periodo analizado. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2019 a 2023 del FGP estatal fue de 6.7%, mientras que la esperada en un escenario base para el periodo de 2023 a 2041 sería de 6.1% y de 4.1% en un escenario de estrés.
- **Tasa de Interés (TIIE<sub>28</sub>).** Al cierre de 2023, el nivel observado de la tasa de interés fue de 11.5%. Por otro lado, para el cierre de 2024 y de acuerdo con nuestras estimaciones actuales, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 10.8%.
- **Evento Relevante sobre los cuatro financiamientos.** El Estado y Banobras celebraron el 13 de septiembre de 2023 el Primer Convenio Modificatorio sobre los cuatro contratos de crédito originales. En dichos convenios se acordó: i) disminuir los márgenes aplicables para el cálculo de los intereses ordinarios de cada uno de los financiamientos, y ii) disminuir el saldo objetivo del fondo de reserva para cada estructura. Los presentes convenios surtieron efecto a partir de diciembre de 2023.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones y con base en los últimos convenios modificatorios, cada estructura cuenta con la obligación de constituir un FR, cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a la suma de los dos meses siguientes del servicio de la deuda. De acuerdo con los reportes del Fiduciario<sup>3</sup> hasta junio de 2024, las reservas de los cuatro financiamientos cumplen con su saldo objetivo.

## Factores Adicionales Considerados

- **Evento Relevante sobre el Fideicomiso.** El Estado y el Fiduciario celebraron el 5 de diciembre de 2023 el Primer Convenio Modificatorio sobre el contrato de Fideicomiso original. En dicho convenio se acordó: i) añadir la definición de ciertas cuentas, y ii) modificar la redacción y definiciones en las cláusulas que proceda la inclusión de los nuevos conceptos.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Morelos.** La calificación quirografaria vigente del Estado es de HR A+ con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 17 de junio de 2024.

## Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR<sup>4</sup> primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de julio de 2024 a junio de 2025, los financiamientos presentan los siguientes movimientos en el nivel promedio de la DSCR primaria, su calificación se podría revisar a la baja:

<sup>2</sup> Fondo General de Participaciones (FGP).

<sup>3</sup> Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat (Scotiabank y/o el Fiduciario) es el Fiduciario del Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/11041845 (el Fideicomiso).

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Banobras P\$1,000.0m y Banobras P\$1,500.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.9 veces (x). Actualmente, se espera un nivel promedio de 4.9x en un escenario base.
- **Banobras P\$1,039.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.9x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 5.1x en un escenario base.
- **Banobras P\$2,900.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.8x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 4.9x en un escenario base.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**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.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los cuatro financiamientos: Banobras P\$1,000.0m, Banobras P\$1,039.0m, Banobras P\$1,500.0m, y Banobras P\$2,900.0m.
Fecha de última acción de calificación	14 de septiembre de 2023.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2012 a junio de 2024.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Fiduciario, el Estado de Morelos y fuentes 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.
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/](http://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](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, 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 calificadora [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, 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 (cuatro 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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS