

Banobras
P\$470.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

BBVA
P\$230.0m
HR AA+ (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
29 de enero de 2025
A NRSRO Rating**

2023

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@hrratings.com

Analista Responsable

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas Estructuradas e Infraestructura



Luis Fernando Bolaños

luis.bolanos@hrratings.com

Analista



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) del financiamiento con Banobras por P\$470.0m y revisó a la baja la calificación desde HR AAA (E) a HR AA+ (E) del financiamiento con BBVA por P\$230.0m, ambos con Perspectiva Estable, contratados por el Municipio de Ecatepec

La ratificación y la baja de la calificación de los Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados por el Municipio¹ es resultado del análisis de los flujos proyectados de las estructuras bajo escenarios de estrés cíclico y crítico, así como de un ajuste cualitativo negativo para el crédito de BBVA. Dentro de nuestros escenarios de estrés cíclico y crítico, se determinó el valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada crédito:

1. Banobras² por un monto inicial de P\$470.0 millones (m) contratado en 2014 cuya TOE fue de 88.7% (vs. 88.3% en la revisión anterior), equivalente a una calificación de HR AAA (E).
2. BBVA³ por un monto inicial de P\$230.0m contratado en 2014 cuya TOE fue de 88.1% (vs. 87.6% en la revisión anterior) lo que equivalente a una calificación de HR AA+ (E) considerando un ajuste cualitativo negativo.

El incremento en las métricas de ambos créditos se debe a una mejora en nuestras estimaciones en el corto plazo del Fondo General de Participaciones (FGP) que les corresponde a los municipios del Estado de México⁴. En ese sentido, esperaríamos que la fuente de pago de los créditos al cierre de 2025 sea 3.1% superior al monto estimado en la revisión anterior en un

¹ Municipio de Ecatepec de Morelos, Estado de México (el Municipio y/o Ecatepec).

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

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

⁴ Estado de México y/o el Estado.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

escenario base. Adicionalmente, en esta revisión se consideró un ajuste cualitativo a la baja debido al saldo objetivo del Fondo de Reserva (FR) del CBE del Municipio con BBVA. Con base en lo observado dentro de los estados de cuenta del Fideicomiso⁵ dentro de los Últimos Doce Meses (UDM), el valor promedio del FR de 2025 a 2035 resulta ser inferior a 2.0 veces (x) del Servicio de la Deuda (SD) en el escenario base. Por este motivo, HR Ratings incorporó un ajuste cualitativo negativo al CBE mencionado.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP correspondiente a los municipios del Estado de México).** Al cierre de 2024, el monto anual que recibirían los municipios del Estado por concepto de FGP sería de P\$25,765.1m, cifra que se encontraría 10.0% por arriba de lo observado en 2023, con base en cifras observadas hasta noviembre. Dicho crecimiento se explicaría por la variación positiva observada y esperada en el FGP nacional de 2024, ya que este sería 9.9% mayor a lo observado al cierre de 2023. Para 2025, HR Ratings estima que el FGP correspondiente a los municipios del Estado sea de P\$27,366.3m, lo que se traduciría en un crecimiento nominal de 6.2% respecto a 2024 (9.2% mayor al previsto para ese año en la revisión anterior).
- **Fuente de Pago Subsidiaria (FEFOM⁶).** Para 2024, el monto asignado al Municipio se mantuvo constante, en términos nominales, con lo observado al cierre de 2023 (P\$102.3m). Asimismo, de acuerdo con el Presupuesto de Egresos del Estado de México para 2025, no esperaríamos una variación en el monto total que recibiría el Municipio en 2025 ni durante el periodo proyectado en un escenario base. Por otro lado, se estima que la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2024 a 2036 nominal sea de -1.2% en el escenario de estrés. Finalmente, la proporción que representaría el FEFOM sobre ambas fuentes de pago en un escenario base sería en promedio 7.0% para el CBE con Banobras y 4.4% para el CBE con BBVA.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2024, la tasa de interés cerró en un nivel de 10.2%. Por otro lado, para el cierre de 2025 y de acuerdo con nuestras estimaciones actuales, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 8.3% en un escenario base.
- **DSCR⁷ Primaria.** Para los próximos cinco años, de 2026 a 2030, HR Ratings estima que el nivel promedio de la cobertura primaria considerando ambas fuentes de pago en un escenario base sea de 10.9x para el CBE con Banobras y 9.6x para el CBE con BBVA. Por su parte, en un escenario de estrés se espera que las DSCR primaria promedio sean de 9.9x y 8.5x, respectivamente.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de la operación, cada estructura tendrá un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 3.0x el servicio de la deuda del mes siguiente. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso, el saldo del FR del financiamiento con Banobras en noviembre de 2024 fue de P\$14.5m; mientras que para el caso de BBVA es de P\$3.4m. Cabe mencionar que el monto de BBVA ha estado por debajo de la definición establecida en el contrato de crédito durante los UDM, por lo que, con base en nuestra metodología, HR Ratings consideró este monto para sus proyecciones sobre el comportamiento del FR.

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/1734 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Banco Invex, S. A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero (el Fiduciario).

⁶ Fondo Estatal de Fortalecimiento Municipal.

⁷ Razón de cobertura del servicio de la deuda primaria (DSCR por sus siglas en ingles).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores Adicionales Considerados

- **Fuente de Pago Subsidiaria (FEFOM).** El financiamiento tiene como fuente de pago subsidiaria los recursos asignados anualmente al Municipio por concepto de FEFOM. HR Ratings dará seguimiento a la publicación de los Lineamientos del FEFOM para 2025⁸.
- **Calificación Quirografaria del Municipio de Ecatepec.** La calificación quirografaria vigente del Municipio de Ecatepec es de HR BBB con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 23 de agosto de 2024.
- **Ajuste Cualitativo Negativo por el FR esperado.** De acuerdo con el comportamiento observado en los UDM, el saldo en el FR se encuentra por debajo de su saldo objetivo. Por esta razón el comportamiento del FR en el escenario base y escenarios de estrés consideró la misma dinámica. Debido a esto, el promedio esperado del FR en el escenario base se encontró por debajo de 2.0x el SD. De tal forma que, con base en nuestra metodología, se consideró un ajuste cualitativo negativo sobre la calificación del crédito. Asimismo, HR Ratings dará seguimiento al comportamiento del saldo observado en el FR en los próximos meses y a sus posibles implicaciones.

Factor que Podría Bajar la Calificación de los Créditos

- **Desempeño de la DSCR primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de diciembre de 2024 a noviembre de 2025, los financiamientos presentan los siguientes movimientos en el nivel promedio de la DSCR primaria, su calificación se podría revisar a la baja:
 - **Banobras P\$470.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 6.2x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 8.3x en un escenario base.

BBVA P\$230.0m. Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 6.1x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 7.6x en un escenario base.

⁸ A la fecha de publicación del presente reporte, no se han publicado los Lineamientos de Distribución del FEFOM para 2025.



@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 Entidades Subnacionales, noviembre de 2024.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para Banobras P\$470.0m y BBVA P\$230.0m.
Fecha de última acción de calificación	21 de febrero de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2012 a noviembre de 2024.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada el Municipio, el Fiduciario 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/

** 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 calificador 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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS