

BBVA
P\$1,900.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
20 de marzo de 2025
A NRSRO Rating**

2023
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2024
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025
HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Analista Responsable
Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas



Fernanda Ángeles

fernanda.angeles@hrratings.com

Analista Senior



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@hrratings.com

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas e Infraestructura

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para un Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Chihuahua con Santander, por un monto inicial de P\$1,900.0m

La ratificación de la calificación del Crédito Bancario Estructurado (CBE) contratado por el Estado de Chihuahua¹ con Santander² en 2019 es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE), cuyo nivel fue de 88.8% (vs. 86.8% en la revisión anterior). Este incremento se debe a una mejora en las estimaciones del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado. En particular, al cierre de 2024, dicho fondo fue 3.2% superior a lo estimado en la revisión previa de la calificación. En este sentido, para 2025, HR Ratings estima que el Estado reciba por concepto de FGP P\$29,503.9 millones (m), cifra 3.2% superior a nuestras estimaciones previas. Adicionalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2024-2039 sería de 1.7% en un escenario de estrés.

De acuerdo con nuestras proyecciones, el mes de mayor debilidad de la estructura sería octubre de 2031, con una razón de cobertura primaria (DSCR por sus siglas en inglés) de 2.3 veces (x). Es importante mencionar que la estructura tiene vinculada una GPO que se celebró con Banobras³ en 2019 y cubre el 15.0% del saldo insoluto de financiamiento.

¹ Estado de Chihuahua (el Estado y/o Chihuahua).

² Banco Santander México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander (Santander).

³ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).



Principales Elementos Considerados

- **FGP del Estado de Chihuahua.** Al cierre de 2024, el FGP del Estado fue por un monto total de P\$28,350.8m, lo cual se tradujo en un crecimiento de 12.1% respecto al cierre de 2023. Dicha variación se debió a que el FGP nacional presentó un crecimiento de 10.1% en este mismo periodo. En ese sentido, la proporción que recibió el Estado sobre el fondo nacional se encontró en línea con la proyectada previamente por HR Ratings, que fue 3.05%. Finalmente, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2025 (PEF) y estimaciones propias, HR Ratings espera que el FGP del Estado sea por un monto total de P\$29,509.9m, lo que representaría un crecimiento nominal de 4.1%.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2024, la tasa de interés cerró en un nivel de 10.25%. 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 8.25%.
- **Garantía de Pago Oportuno (GPO).** El financiamiento cuenta con una GPO celebrada con Banobras por un monto de hasta 15.0% el saldo insoluto del crédito. Dicha garantía es incondicional, irrevocable y no revolvente. Es importante mencionar que la GPO sería utilizada únicamente si los recursos del fondo de reserva fueran insuficientes para cubrir el servicio de la deuda mensual del financiamiento. La calificación de Largo Plazo (LP) de Banobras, otorgada por otra agencia calificadora, es equivalente a HR AAA.
- **Fondo de Reserva (FR).** La estructura cuenta con un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los reportes del fiduciario a la fecha de publicación de este reporte, los montos de las reservas cumplen con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** En cumplimiento con las obligaciones de hacer establecidas en la documentación legal, el Estado celebró en 2019 un contrato de cobertura de tasa de interés tipo SWAP con Santander, cuyo vencimiento fue en septiembre de 2024. Dicho instrumento cubría el 100.0% del saldo insoluto a una tasa fija de 6.61%. A la fecha de publicación de este reporte, el Estado se encuentra en proceso de renovar dicha cobertura. HR Ratings dará seguimiento a su contratación.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado de Chihuahua.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Chihuahua es de HR A con Perspectiva Positiva. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 29 de abril de 2024.

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **DSCR Primaria.** Si durante los próximos doce meses de febrero de 2025 a enero de 2026, la DSCR primaria observada fuera de 2.5x; la calificación del financiamiento podría revisarse a la baja. Actualmente esperamos una DSCR primaria de 3.6x.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Análisis de Escenarios

Figura 1. Características del financiamiento del Estado de Chihuahua

Financiamiento	Fideicomiso ¹	Fuente de Pago (FGP) ²	Plazo (meses) ³	Vencimiento	Perfil de Amortización	Fondo de Reserva	GPO ³	Margen Aplicable ⁴
Santander P\$1,900.0m	851-01869	3.19%	238	Jun-39	Creciente a tasa variable	2.0x el SD del mes siguiente	15.0% del saldo insoluto	0.75%

Fuente: HR Ratings con base en información del contrato de crédito.

Notas: 1) Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01869 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Banco Regional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero (el Fiduciario), 2) El porcentaje no considera la proporción correspondiente a los municipios del Estado de Chihuahua (20.0%), 3) El financiamiento cuenta con una Garantía de Pago Oportuno (GPO) que cubre el 15.0% del saldo insoluto y, 4) Corresponde al nivel de HR AAA (E), de acuerdo con el contrato de crédito.

El análisis del financiamiento se realizó bajo un escenario base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas. El escenario que reflejó la menor cobertura primaria del servicio de la deuda mensual durante la vigencia del crédito fue el de Bajo Crecimiento Económico y Baja Inflación (BCBI); además, en dicho escenario se calculó la TOE. La Figura 2 muestra los supuestos sobre las variables más relevantes que fueron utilizadas en nuestros escenarios base y de estrés, considerando la vigencia del crédito.

Figura 2. Escenarios

	Observado TMAC ₂₀₋₂₄	Esc. Base TMAC ₂₄₋₃₉	Esc. BCBI TMAC ₂₄₋₃₉
FGP Nominal Nacional	10.9%	5.6%	2.7%
FGP Real Nacional	4.6%	1.9%	-0.6%
FGP Nominal Estado de Chihuahua	12.0%	5.6%	1.7%
INPC	6.0%	3.7%	3.3%
TIIE ₂₈ ¹	8.5%	7.3%	6.6%

Fuente: HR Ratings con base en información pública y estimaciones propias.

Nota: 1) Para la TIIE₂₈ en el periodo observado se considera el promedio anual al cierre de 2020 a 2024, y para el periodo proyectado se considera el promedio de 2025 a 2039.

Como resultado de nuestro análisis de flujos del financiamiento, se obtuvieron las siguientes métricas:

Figura 3. Métricas para la determinación de la calificación crediticia

Financiamiento	TOE ₂₀₂₅	TOE ₂₀₂₄	DSCR primaria mínima ₂₀₂₅	DSCR primaria mínima ₂₀₂₄	Calificación ₂₀₂₅	Perspectiva ₂₀₂₅	Esc. de estrés ₂₀₂₅
Santander P\$1,900.0m	88.8%	86.8%	2.3x (Oct-31)	2.2x (Oct-25)	HR AAA (E)	Estable	BCBI

Fuente: HR Ratings con base en cálculos propios.

La TOE del financiamiento refleja la máxima reducción que los flujos asignados como fuente de pago podrían soportar durante un periodo de 13 meses (Periodo de Estrés Crítico), alrededor de la DSCR primaria mínima mensual, y seguir cumpliendo con sus obligaciones crediticias. Debido a que la estructura cuenta con un FR, en el cálculo de la TOE se consideran estos recursos, además de su reconstitución al término del Periodo de Estrés Crítico. De igual forma, es importante mencionar que este cálculo



incorpora el uso de los flujos de la GPO contratada por el Estado para cada una de las estructuras. Dicha GPO sería utilizada en caso de que los recursos del fondo de reserva fueran insuficientes para cubrir el servicio de la deuda de cada uno de los financiamientos.

Es importante mencionar que con base en la Metodología de Garantías Parciales⁴, la estructura podrá hacer uso de la GPO bajo la condición de que los remanentes proyectados, en la extensión al Periodo de Estrés Poscrítico, puedan pagar los recursos usados de la garantía, incluyendo los intereses devengados y, en su caso, los intereses capitalizados. En este caso, se presenta una restricción adicional en la cual los recursos utilizados de la GPO, es decir, pago de capital, intereses, así como intereses capitalizados, deben ser cubiertos en un periodo no mayor a tres meses posterior a la reconstitución total del fondo de reserva. Es decir, que por cada cinco por ciento (5%) garantizado se extienda un periodo adicional.

Análisis de la Fuente de Pago

En esta sección se analiza el comportamiento observado y proyectado de la fuente de pago del financiamiento en un escenario base y en uno de estrés. El FGP es el fondo más importante dentro de las Participaciones Federales (Ramo 28) debido a la proporción que representa respecto al resto de los fondos que integran el Ramo 28. De 2020 a 2024, la TMAC del FGP nacional fue de 10.9%, lo cual fue inferior a la observada en el FGP del Estado (12.0%). Esta diferencia se debió a que la proporción que el Estado ha recibido del total nacional del FGP ha presentado una tendencia creciente, ya que pasó de 2.96% en 2020 a 3.07% en 2024. En particular, este crecimiento se debe a la evolución de los coeficientes⁵ del FGP de Chihuahua.

Por su parte, los movimientos más significativos en los últimos cinco años fueron en los coeficientes C_2 y C_3 , los cuales representan un 30.0% y un 10.0% sobre la fórmula de distribución del FGP. Durante 2024, el nivel promedio de ambos coeficientes tuvo una variación positiva con respecto al 2023. Lo anterior se debe al crecimiento observado en la recaudación de Impuestos y Derechos locales de 2024 del Estado Chihuahua, la cual mostró un crecimiento de 18.7% respecto al monto observado al cierre de 2023. Por su parte, el coeficiente C_1 se ha mantenido constante en un nivel de 3.02%.

Figura 4. Proporción histórica y coeficientes del FGP del Estado de Chihuahua

Año	Proporción (Edo. vs Nac.)	C_1 : Crec. PIB estatal 2 años	C_2 : Recaudación local 3 años	C_3 : Recaudación local 1 año
2020	2.96%	3.02%	3.05%	2.83%
2021	2.96%	3.02%	3.04%	2.80%
2022	2.99%	3.03%	3.02%	2.89%
2023	3.02%	3.01%	3.11%	3.22%
2024	3.07%	3.08%	3.15%	3.37%

Fuente: HR Ratings con base en información de la SHCP y estimaciones propias.

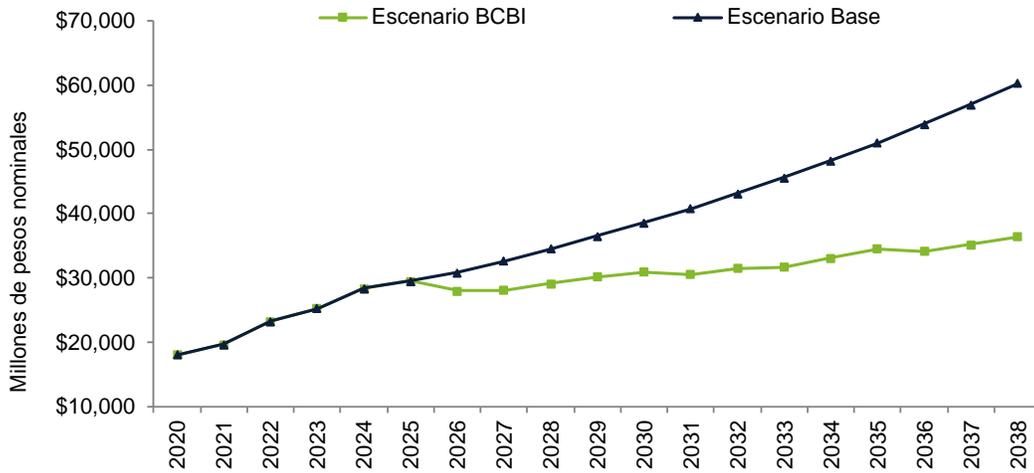
⁴ Para más información consultar https://www.hrratings.com/docs/metodologia/Metodologia_de_Garantias_Parciales_2023.pdf

⁵ Los tres coeficientes consideran la población de la entidad; sin embargo, cada coeficiente toma en cuenta otras variables. El coeficiente C_1 considera los datos del Producto Interno Bruto Estatal nominal de los últimos dos años reportados por el INEGI; mientras que el coeficiente C_2 considera el promedio móvil de los crecimientos anuales de la recaudación local de impuestos y derechos de los últimos tres años. Por último, el coeficiente C_3 considera los datos nominales de la recaudación de impuestos y derechos locales reportada en la última cuenta pública oficial.



En la Figura 5, se muestran los flujos de FGP que el Estado ha recibido de 2020 a 2024, así como nuestras proyecciones anuales de 2025 y hasta 2039 en nuestros escenarios base y de estrés. De acuerdo con el PEF de 2025 y estimaciones propias, para 2025 se espera que el Estado reciba por concepto de FGP un monto de P\$29,503.9m. Esto representaría un crecimiento nominal de 4.1% respecto al monto observado al cierre de 2024.

Figura 5. FGP del Estado de Chihuahua



Fuente: HR Ratings con base en información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Se considera el FGP que se distribuye entre los municipios del Estado.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Santander P\$1,900.0m (2019), HR AAA (E) con Perspectiva Estable

Durante los Últimos Doce Meses (UDM) observados, de febrero de 2024 a enero de 2025, el FGP asignado como fuente de pago del financiamiento fue 2.9% superior a lo esperado en un escenario base en la revisión de la calificación. Lo anterior se debió a que el FGP nacional, durante este mismo periodo, presentó una variación positiva de 2.6% respecto a lo estimado previamente.

En cuanto a los intereses ordinarios observados en los UDM, estos fueron 4.7% superiores a los esperados en la revisión previa. La razón de esto es que durante este periodo de tiempo la TIIE₂₈ fue 54pb mayor a la esperada (10.9% observada vs. 10.4% estimada). Como resultado de las variaciones previamente descritas, la DSCR Primaria promedio se observó 0.1x por encima de nuestras proyecciones.

Figura 6. Comparativo de cifras observadas vs. Proyectadas

(Cifras en millones de pesos nominales, porcentajes y veces)

	Observado ¹	Proyectado ²
Fuente Primaria de Pago (FGP asignado al crédito) (Acumulado)	\$712.9	\$692.8
Capital (Acumulado)	\$17.9	\$17.9
Intereses Ordinarios (Acumulado)	\$165.8	\$158.3
TIIE ₂₈ (Promedio)	10.9%	10.4%
DSCR Primaria (Promedio)	4.1x	4.0x

Notas: 1) Cifras observadas en los últimos doce meses (febrero de 2024 a enero 2025), 2) Cifras proyectadas en un escenario base, y 3) Los intereses ordinarios consideran los flujos de la cobertura contratada hasta septiembre de 2024.

El 15 de julio de 2019 el Estado y Santander celebraron la apertura de un contrato de crédito simple por un monto de hasta P\$1,900.0m. Posteriormente, el Estado realizó una única disposición el 19 de septiembre de 2019 por un monto total contratado. El Estado no contó con periodo de gracia, por lo que el primer pago se realizó en septiembre de 2019 y el último se esperarían en junio de 2039. El perfil de amortización del crédito corresponde a 238 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a una tasa variable. El saldo insoluto del financiamiento en enero de 2025 fue de P\$1,851.4 m.

Por otra parte, los intereses ordinarios se calculan sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la TIIE₂₈ más una sobretasa que estará en función de la calificación del crédito de mayor riesgo. Es importante mencionar que, hasta el mes de septiembre de 2024, el financiamiento contaba con el amparo de una cobertura de tasa de interés tipo SWAP contratada con Santander a una tasa fija de 6.61% que cubría el 100.0% del saldo insoluto y cuya vigencia fue de cinco años. Actualmente, el Estado se encuentra en proceso de renovación de dicha cobertura. HR Ratings dará seguimiento a su contratación.

Asimismo, la estructura considera la existencia de un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.0x del servicio de la deuda del mes inmediato siguiente. Con base en los reportes del Fiduciario, el saldo del fondo de reserva en enero de 2025 fue de P\$40.3m, el cual se encuentra en línea con el saldo objetivo estimado por HR Ratings. Finalmente, el financiamiento tiene asignado como fuente de pago el 3.19% del FGP correspondiente al Estado, por lo que dicho porcentaje no considera el FGP transferido a los municipios de la entidad.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 7. Desempeño financiero de Santander P\$1,900.0m en un Escenario de BCBI

(Cifras en millones de pesos nominales, y veces)

Año	FGP del Estado ¹	Fuente de Pago (3.19%) ²	Capital	Intereses sin SWAP	Intereses con SWAP ³	SD	DSCR Primaria	TIIE ₂₈	FR	Flujo del FR	Remanentes	Saldo Insoluto
2020	\$14,435.3	\$456.6	\$4.5	\$132.9	\$152.9	\$157.4	2.9x	4.5%	1.7x	\$8.2	\$307.3	\$1,894.1
2021	\$15,684.3	\$497.4	\$5.5	\$102.6	\$141.7	\$147.2	3.4x	5.7%	1.5x	(\$3.0)	\$347.1	\$1,888.6
2022	\$18,560.2	\$588.7	\$7.4	\$161.0	\$140.7	\$148.1	4.0x	10.8%	2.4x	(\$19.1)	\$421.5	\$1,881.3
2023	\$20,224.1	\$642.2	\$10.9	\$232.5	\$141.0	\$151.8	4.3x	11.5%	3.2x	\$0.4	\$490.9	\$1,870.4
2024	\$22,680.6	\$719.5	\$17.2	\$226.4	\$160.8	\$178.0	4.2x	10.3%	2.8x	\$1.0	\$542.6	\$1,853.3
2025	\$23,603.2	\$750.1	\$28.0	\$186.8	\$186.8	\$214.8	3.5x	8.3%	2.0x	\$7.7	\$543.1	\$1,825.3
2026	\$22,386.1	\$711.4	\$44.8	\$142.9	\$142.9	\$187.7	3.8x	6.5%	2.0x	\$0.0	\$523.7	\$1,780.4
2027	\$22,476.4	\$713.3	\$67.8	\$130.6	\$130.6	\$198.4	3.6x	6.5%	2.0x	(\$3.4)	\$511.6	\$1,712.6
2028	\$23,306.3	\$740.9	\$93.8	\$125.0	\$125.0	\$218.8	3.4x	6.5%	2.0x	(\$3.1)	\$519.0	\$1,618.8
2029	\$24,147.7	\$767.9	\$117.9	\$116.8	\$116.8	\$234.7	3.3x	6.5%	2.0x	(\$2.1)	\$531.1	\$1,500.9
2030	\$24,710.4	\$785.2	\$136.4	\$107.3	\$107.3	\$243.7	3.2x	6.5%	2.0x	(\$0.8)	\$540.7	\$1,364.5
2031	\$24,423.6	\$777.1	\$148.6	\$96.7	\$96.7	\$245.3	3.2x	6.5%	2.0x	\$0.3	\$532.2	\$1,215.9
2032	\$25,195.6	\$802.0	\$155.9	\$85.6	\$85.6	\$241.5	3.3x	6.5%	2.0x	\$1.1	\$561.6	\$1,060.1
2033	\$25,337.0	\$806.2	\$159.9	\$73.6	\$73.6	\$233.5	3.4x	6.5%	2.0x	\$1.5	\$574.2	\$900.1
2034	\$26,465.0	\$843.0	\$162.1	\$61.6	\$61.6	\$223.7	3.8x	6.5%	2.0x	\$1.8	\$621.1	\$738.0
2035	\$27,642.9	\$880.8	\$163.3	\$49.4	\$49.4	\$212.7	4.1x	6.5%	2.0x	\$1.9	\$670.0	\$574.7
2036	\$27,305.0	\$870.0	\$163.9	\$37.4	\$37.4	\$201.3	4.3x	6.5%	2.0x	\$2.0	\$670.7	\$410.8
2037	\$28,195.4	\$898.9	\$164.2	\$25.0	\$25.0	\$189.2	4.7x	6.5%	2.0x	\$2.0	\$711.7	\$246.6
2038	\$29,112.9	\$928.4	\$164.4	\$12.8	\$12.8	\$177.1	5.2x	6.5%	2.0x	\$2.1	\$753.4	\$82.2
2039	\$16,039.8	\$511.6	\$82.2	\$1.8	\$1.8	\$84.0	6.1x	6.5%	1.7x	\$28.4	\$456.1	\$0.0

Fuente: HR Ratings con base en información del Fiduciario y estimaciones propias.

Nota: 1) El FGP no considera la parte correspondiente a los municipios, 2) La fuente de pago considera los cargos por la cobertura tipo CAP proyectada durante la vigencia del crédito así como el pago de la GPO, 3) Intereses efectivamente pagados en el periodo, considerando los flujos del SWAP de septiembre de 2019 a septiembre de 2024 y, 4) En 2039 se consideran seis meses.

De acuerdo con nuestras proyecciones del escenario de estrés, el mes de mayor debilidad de la estructura sería octubre de 2031, donde se presentaría una DSCR primaria mensual de 2.3x. Alrededor de este mes se construyó el periodo de estrés crítico que determinó una TOE de 88.8% (vs. 86.8% en la revisión anterior). Este incremento se debe a una mejora en las estimaciones del FGP del Estado. En particular, al cierre de 2024, dicho fondo fue 3.2% superior a lo estimado en la revisión previa de la calificación. En este sentido, para el cierre de 2025, HR Ratings estima que el Estado recaude por concepto de FGP P\$29,503.9m, cifra 3.2% superior a nuestras estimaciones previas. Adicionalmente, la TMAC₂₀₂₄₋₂₀₃₉ sería de 1.7% en un escenario de estrés.

La siguiente figura muestra el periodo de estrés crítico del financiamiento. Es importante mencionar que el efecto de la TOE se observa en la fuente de pago en los seis meses antes y seis meses después de donde se ubique la cobertura primaria mensual mínima proyectada durante la vigencia restante del crédito. Es importante recordar que, de acuerdo con nuestra metodología, la DSCR primaria mensual mínima se busca a partir del primer año de estrés. En este caso, el primer año de estrés es 2026. Finalmente, durante los próximos cinco años, de 2026 a 2030, se espera que el promedio de las coberturas anuales sea de 3.5x en el escenario de estrés y de 3.9x en un escenario base.



Figura 8. Periodo de Estrés Crítico de Santander P\$1,900.0m

(cifras en millones de pesos nominales, y veces)

Mes	Servicio de la Deuda	Fuente de Pago Estrés Cíclico ¹	DSCR Primaria Estrés Cíclico	Fuente de Pago Estrés Crítico ²	DSCR Primaria Estrés Crítico	Diferencias Fuentes de Pago	Saldo Final del FR	Monto utilizado GPO	Intereses Ordinarios GPO	Intereses Capitalizados GPO	Intereses pagados GPO	Pago de Principal GPO ³	Saldo Insoluto Final GPO	Saldo Final del FR con GPO
feb.-31	\$20.6	\$85.8	4.2x	\$85.8	4.2x		\$41.3	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
mar.-31	\$19.8	\$56.5	2.8x	\$56.5	2.8x		\$40.7	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
abr.-31	\$20.6	\$84.8	4.1x	\$9.5	0.5x	88.8%	\$29.6	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
may.-31	\$20.4	\$70.9	3.5x	\$7.9	0.4x	88.8%	\$17.1	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
jun.-31	\$20.6	\$64.5	3.1x	\$7.2	0.3x	88.8%	\$3.7	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
jul.-31	\$20.3	\$60.1	3.0x	\$6.7	0.3x	88.8%	(\$10.0)	\$10.0	\$0.1	\$0.1	\$0.1	\$0.0	\$10.0	\$0.0
ago.-31	\$20.6	\$64.2	3.1x	\$7.2	0.3x	88.8%	(\$13.4)	\$13.4	\$0.2	\$0.2	\$0.2	\$0.0	\$23.6	\$0.0
sep.-31	\$20.6	\$58.0	2.8x	\$6.5	0.3x	88.8%	(\$14.1)	\$14.1	\$0.3	\$0.3	\$0.3	\$0.0	\$38.0	\$0.0
oct.-31	\$20.3	\$45.9	2.3x	\$5.1	0.3x	88.8%	(\$15.2)	\$15.2	\$0.3	\$0.3	\$0.3	\$0.0	\$53.5	\$0.0
nov.-31	\$20.5	\$60.6	3.0x	\$6.8	0.3x	88.8%	(\$13.8)	\$13.8	\$0.5	\$0.5	\$0.5	\$0.0	\$67.7	\$0.0
dic.-31	\$20.2	\$62.4	3.1x	\$7.0	0.3x	88.8%	(\$13.3)	\$13.3	\$0.5	\$0.5	\$0.5	\$0.0	\$81.5	\$0.0
ene.-32	\$20.5	\$65.5	3.2x	\$7.3	0.4x	88.8%	(\$13.2)	\$13.2	\$0.6	\$0.6	\$0.6	\$0.0	\$95.3	\$0.0
feb.-32	\$20.4	\$88.6	4.3x	\$9.9	0.5x	88.8%	(\$10.6)	\$10.6	\$0.7	\$0.7	\$0.7	\$0.0	\$106.6	\$0.0
mar.-32	\$19.9	\$58.3	2.9x	\$6.5	0.3x	88.8%	(\$13.4)	\$13.4	\$0.8	\$0.8	\$0.8	\$0.0	\$120.8	\$0.0
abr.-32	\$20.4	\$87.5	4.3x	\$9.8	0.5x	88.8%	(\$10.6)	\$10.6	\$0.9	\$0.9	\$0.9	\$0.0	\$132.3	\$0.0
may.-32	\$20.1	\$73.1	3.6x	\$73.1	3.6x		\$40.0	\$0.0	\$0.9	\$0.0	\$0.9	\$12.2	\$120.1	\$13.0
jun.-32	\$20.3	\$66.6	3.3x	\$66.6	3.3x		\$40.4	\$0.0	\$0.8	\$0.0	\$0.8	\$45.2	\$74.9	\$46.0
jul.-32	\$20.0	\$62.0	3.1x	\$62.0	3.1x		\$40.3	\$0.0	\$0.5	\$0.0	\$0.5	\$41.6	\$33.3	\$42.1
ago.-32	\$20.2	\$66.2	3.3x	\$66.2	3.3x		\$39.7	\$0.0	\$0.2	\$0.0	\$0.2	\$33.3	\$0.0	\$33.5
sep.-32	\$20.1	\$59.9	3.0x	\$59.9	3.0x		\$40.1	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
Total/TOE*	n.a.	\$871.2	n.a.	\$97.2	n.a.	88.8%	n.a.	\$127.4	n.a.	\$4.8	n.a.	\$132.3	n.a.	n.a.

Fuente: HR Ratings con base en estimaciones propias.

Notas: 1) El estrés cíclico se refiere a la simulación periódica de una crisis económica nacional, la cual se incorpora en los escenarios de estrés macroeconómicos, 2) El estrés crítico se refiere al 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, y 3) El pago de principal de la GPO considera el pago de los intereses capitalizados.

*Los totales se calculan con base del periodo de estrés crítico de trece meses. La TOE es la reducción porcentual de la fuente de pago del crédito.



Contrato de Crédito de Santander P\$1,900.0m

El contrato de crédito de Santander se firmó en julio de 2019 por un monto inicial de P\$1,900.0m a un plazo de 20 años a partir de la celebración del contrato y sin exceder la fecha de vencimiento, 9 de julio de 2039. A la fecha de publicación del presente reporte, el Estado ha celebrado cuatro convenios modificatorios al contrato de crédito original. El primer convenio modificatorio se firmó el 15 de agosto de 2019 con el objetivo de modificar las siguientes cláusulas: i) antecedentes, ii) definiciones y reglas de interpretación, e iii) intereses. Posteriormente, el 8 de enero de 2020 se llevó a cabo el cuarto convenio modificatorio al contrato de crédito, el cual sustituye al segundo y tercer convenio, modificando algunas definiciones y reglas de interpretación del contrato de crédito original. Por otro lado, el 23 de agosto de 2019 se firmó el contrato de garantía parcial, incondicional e irrevocable, con cobertura proporcional y sin revolvencia con Banobras. Posteriormente, el 22 de noviembre de 2019 se celebró el primer convenio modificatorio a dicho contrato, por medio del cual se corrigió la redacción del apartado de antecedentes.

Obligaciones de Hacer y No Hacer

En el contrato de crédito se establecen algunas obligaciones que el Estado deberá cumplir durante toda la vigencia del financiamiento.

1. Pagar puntualmente, directamente o a través del Fiduciario del Fideicomiso, la totalidad de las cantidades que correspondan de acuerdo con lo estipulado en el contrato de crédito.
2. Proporcionar al Banco cuando así lo solicite, la información y documentación financiera que razonablemente le sea solicitada, en un plazo no mayor a quince días hábiles contados a partir de recibir la solicitud.
3. Mantener, durante toda la vigencia, al menos dos calificaciones crediticias otorgadas a cada uno de los financiamientos en un nivel mínimo de HR AA (E), o su equivalente.
4. Cumplir en todo momento con las obligaciones establecidas en el Convenio de Coordinación Fiscal, cuyo incumplimiento pueda traer o traiga como consecuencia que el Estado deje de formar parte del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal (SNCF).
5. El Estado deberá realizar todos los hechos y/o actos jurídicos que se requieran de tiempo en tiempo, a efecto de mantener la afectación de los derechos sobre las participaciones.
6. Crear, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva con un saldo objetivo equivalente a 2.0x el servicio de la deuda del mes inmediato siguiente.
7. Celebrar un instrumento derivado que cubra los riesgos de incrementos de tasa dentro de los 90 días naturales a partir de la fecha de la primera disposición y realizar la renovación tres meses antes de su vencimiento hasta la total liquidación de cada uno de los créditos. Dicho instrumento deberá ser por un plazo mínimo de tres años.
8. Contratar y mantener vigente una GPO, por un monto de hasta 15.0% del saldo insoluto del financiamiento.
9. Abstenerse de celebrar contratos o compromiso alguno o llevar a cabo hechos y/o actos jurídicos de cualquier naturaleza que dañen la constitución del patrimonio del Fideicomiso y/o la afectación de las participaciones afectadas y/o el Fideicomiso.



Eventos de Aceleración

El incumplimiento por parte del Estado respecto a la siguiente obligación y, bajo el supuesto de que dicho incumplimiento subsiste por un plazo mayor a 120 días naturales contados a partir de la fecha en la que debió haberse cumplido con dicha obligación, constituirá un evento de aceleración:

1. Si el Estado no proporciona al Banco una copia de su cuenta pública anual dentro de un plazo de 20 días hábiles siguientes a partir de su presentación al Congreso del Estado, una copia de su cuenta pública anual, en donde se desprenda el control y evaluación del gasto público.

En caso de que se presente un evento de aceleración y, si el Estado no subsana el incumplimiento dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha en que el Banco haya notificado la aceleración, el Fiduciario deberá aplicar la aceleración del crédito correspondiente. Dicha aceleración consistirá en multiplicar por un factor de 1.25x el servicio de la deuda del mes que se trate. En ese sentido, el monto excedente será aplicado al pago anticipado de las últimas amortizaciones.

Eventos de Vencimiento Anticipado

En el contrato de crédito se señala que el Banco se reserva la facultad de vencer anticipadamente el financiamiento en caso de que el Estado incumpla con cualquiera de las siguientes obligaciones:

1. Si el Estado no realiza el pago oportuno de cualquier amortización de principal y/o pago de intereses, que se causen de acuerdo con lo estipulado en el contrato crédito.
2. Si el Estado admite por escrito su imposibilidad de, o esté imposibilitado para pagar la generalidad de sus deudas al momento en que éstas se vuelvan exigibles.
3. Si el Estado realiza cualquier acto tendiente a invalidar o dar por terminado el Fideicomiso y/o la instrucción irrevocable a la SHCP para afectar los recursos provenientes de las participaciones que en ingresos federales provenientes del FGP le corresponden al Estado.
4. Si durante un plazo de 60 días hábiles las cantidades recibidas por el Fiduciario derivadas de las participaciones afectadas son inferiores a las cantidades requeridas para dicho periodo, siempre y cuando el Estado no aporte cantidades suficientes a fin de cubrir dicha cantidad dentro del plazo que se establezca en la notificación que envíe el Fiduciario del Fideicomiso.
5. Si el Estado omite consignar en el Presupuesto de Egresos del Estado, las partidas presupuestales necesarias y suficientes para cumplir con sus obligaciones de pago derivadas del Crédito.
6. Si el Estado realiza cualquier acto tendiente a invalidar o dar por terminado el Fideicomiso o la Instrucción Irrevocable a la SHCP.
7. Si el Estado no reconstituye el Fondo de Reserva en un plazo que no exceda los 60 días naturales.

A partir del acontecimiento de cualquiera de los eventos de vencimiento anticipado mencionados anteriormente, el Banco podrá, a su entera discreción, notificar al Estado de la existencia de una causa de vencimiento anticipado, para lo cual proporcionará la información y documentación necesaria y conveniente que sustente, a fin de que el Estado entregue cualquier



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

información que considere importante para justificar que se encuentra en cumplimiento, dentro de los 20 días hábiles siguientes. Vencido el plazo y si el Estado no ha dado respuesta, el Banco podrá vencer anticipadamente el crédito.



@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 Metodología de Garantías Parciales, agosto 2023.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	1 de marzo de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a enero de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, estados de cuenta del 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).

Esta es una calificación no solicitada, por lo que HR Ratings no recibió pago alguno de sociedad o persona, para su emisión. Las calificaciones no solicitadas se emiten de acuerdo con las metodologías vigentes de la Institución y siguen las mismas políticas y procedimientos que para las calificaciones solicitadas, en lo que resulte aplicable. HR Ratings podrá retirar o cambiar esta calificación en cualquier momento, sin ningún tipo de responsabilidad

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