Estado de Oaxaca

Créditos Bancarios Estructurados

Banobras	Banobras	Santander
P$362.9m	P$2,000.0m	P$1,000.0m
HR AAA (E)	HR AAA (E)	HR AAA (E)
Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
14 de abril de 2025
*A NRSRO Rating***

2023	2024	2025
HR AAA (E)	HR AAA (E)	HR AAA (E)
Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable

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

Carlos Herrera
carlos.herrera@hrratings.com
Analista

Diego Paz
diego.paz@hrratings.com
Analista Senior

Adrián Díaz González
adrian.diaz@hrratings.com
Asociado

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para tres créditos bancarios estructurados, contratados por el Estado de Oaxaca con Banobras y Santander, cuya fuente de pago es el FAFEF

La ratificación de las calificaciones de los créditos bancarios estructurados (CBE) contratados por el Estado de Oaxaca (y/o el Estado) es resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. La obtención de esta métrica fue parte del análisis cuantitativo de los flujos futuros asignados como fuente de pago de los financiamientos y del servicio de la deuda (SD) proyectado para cada uno de los CBE. Dicho análisis se realizó bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. En este último, se determinó el valor de la TOE de cada crédito:

- Banobras[1] por P$362.9 millones (m), contratado en 2020, cuya TOE fue de 91.0% (vs. 90.4% en la revisión anterior). De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, durante la vigencia del financiamiento, el mes de mayor debilidad con base en la razón de cobertura del servicio de la deuda primaria (DSCR, por sus siglas en inglés) sería octubre de 2026, con un nivel de 2.2 veces (x). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P$2,000.0m, contratado en 2020, cuya TOE fue de 86.5% (vs. 86.6% en la revisión anterior). De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, durante la vigencia del financiamiento, el mes de mayor debilidad con base en la DSCR primaria mínima sería octubre de 2026, con un nivel de 1.6x. Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander[2] por P$1,000.0m, contratado en 2020, cuya TOE fue de 88.0% (vs. 86.7% en la revisión anterior). De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, durante la vigencia del financiamiento, el mes de mayor debilidad con base en la

[1] Banco Nacional de Obras y Servicios, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras y/o el Banco).
[2] Banco Santander, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).

DSCR primaria mínima sería agosto de 2026, con un nivel de 1.8x. Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El incremento en la TOE del financiamiento Santander P$1,000.0m se debe a una mejora en la fuente de pago. En específico, el monto que recibiría el Estado por concepto del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios (FAFEF) en 2026 sería 1.9% superior a lo esperado en el escenario de estrés de la revisión anterior. De igual manera, el aumento en la métrica del crédito Banobras P$362.9m se debe a esta misma causa; además, la reducción en el pago de intereses como resultado del Evento de Aceleración también favoreció a la métrica. Por último, la ligera reducción en la TOE del financiamiento Banobras P$2,000.0m se debe a que este crédito tiene la tasa promedio ponderada de ejercicio de intercambio de tasas más alta de las tres estructuras.

Principales Elementos Considerados

- **FAFEF del Estado de Oaxaca.** En 2024, el FAFEF del Estado fue por un monto total de P$2,826.8m, lo cual se traduce en un crecimiento de 2.4% respecto a la cifra observada al cierre de 2023. Dicho crecimiento se debe a que el FAFEF Nacional también presentó un crecimiento de 2.7% con respecto al monto observado en 2023. Asimismo, la proporción que recibió el Estado sobre el total del fondo nacional se mantuvo en niveles muy similares (4.44% en 2023 y 4.43% en 2024). Por otro lado, y con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2025 (PEF), cifras observadas hasta febrero de 2025 y estimaciones propias, HR Ratings esperaría que el FAFEF del Estado sea por un monto total de P$2,885.2m, lo que representaría un crecimiento nominal de 2.1% respecto al año pasado. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2024 a 2035 del Estado de Oaxaca sería de 5.3% en un escenario base y de 1.5% en el escenario de estrés.
- **Tasa de Interés ($TIIE_{28}$).** 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 8.2%. Por último, en los próximos cinco años, es decir, de 2026 a 2030, se esperaría un nivel de $TIIE_{28}$ promedio de 7.2% en un escenario base y 6.5% en un escenario de estrés.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, cada estructura considera un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.5x el SD del mes en curso. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso F/2004588[3], el saldo de este fondo en febrero de 2025 para cada uno de los créditos se encontró en línea con los saldos estimados por HR Ratings.
- **Evento de Aceleración Parcial - CBE Banobras P$362.9m.** El 28 de noviembre de 2022, Banobras le envío al Fiduciario una Notificación de Aceleración del financiamiento, en la cual se menciona que el Estado incumplió con la obligación referida a la comprobación de recursos establecida en el contrato de crédito. El día 26 de noviembre de 2022 concluyó el plazo de 30 días naturales para remediar el incumplimiento, por lo que, en términos del contrato de crédito, dicho incumplimiento constituye una Causa de Aceleración Parcial. En este sentido, Banobras tendrá derecho a recibir con cargo al porcentaje de aportaciones asignado al crédito el SD del mes correspondiente multiplicado por un factor de 1.3x. De acuerdo con información proporcionada por el Estado, el evento de aceleración parcial sigue vigente y es considerado por

[3] Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 2004588 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Banco Santander (Santander y/o el Fiduciario).

Banobras como un pago anticipado al crédito. A la fecha de publicación del presente reporte, el Estado ha realizado 26 pagos que se han abonado a capital, estos se realizaron desde enero de 2023 y hasta febrero de 2025 por un monto total acumulado de P$29.8m.

- **Cobertura de tasa de interés.** Para todos los financiamientos, el Estado tiene la obligación de celebrar una operación de intercambio de tasas (SWAP) por cada disposición realizada. En ese sentido, cada estructura cuenta con una serie de SWAPs que en conjunto cubren el 100.0% del saldo insoluto durante toda la vigencia de cada financiamiento. A continuación, se describen las operaciones vinculadas a cada crédito:
  - **Banobras P$362.9m.** El Estado mantiene vigente doce operaciones de tipo SWAP celebradas: i) cinco con Banamex[4] que en conjunto cubren el 24.5% del saldo insoluto, ii) cuatro con Monex[5] que en conjunto cubren el 52.3% del saldo insoluto, y iii) tres con Banobras que cubren el 23.2% del saldo insoluto restante. En conjunto, las doce operaciones cubren el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa ponderada de 6.8% durante toda la vigencia del financiamiento. La calificación de largo plazo (LP) otorgada por otra agencia calificadora a Banamex y a Banobras es equivalente a HR AAA, y la calificación de LP otorgada a Monex por HR Ratings es de HR AA+[6].
  - **Banobras P$2,000.0m.** El Estado mantiene vigente quince operaciones de tipo SWAP celebradas: i) siete con Banamex, que en conjunto cubren el 41.5% del saldo insoluto; ii) tres con Monex, que en conjunto cubren el 14.8% del saldo insoluto; iii) tres con Banobras, que cubren el 23.0% del saldo insoluto y iv) dos con Banorte[7], que cubren el 20.7% del saldo insoluto restante. En conjunto, las quince operaciones cubren el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa ponderada de 8.3% durante toda la vigencia del financiamiento. La calificación de LP otorgada a Banorte por HR Ratings es de HR AAA.
  - **Santander P$1,000.0m.** El Estado mantiene siete operaciones de tipo SWAP celebradas: i) cuatro con Banamex, que en conjunto cubren el 49.2% del saldo insoluto, y ii) tres con Monex, que en conjunto cubren el 50.8% del saldo insoluto restante. En conjunto, las siete operaciones cubren el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa ponderada de 6.9% durante toda la vigencia del financiamiento.

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 25.0% del FAFEF del Estado del año en curso, o ii) el 25.0% del FAFEF del año de contratación de los créditos, que en los tres casos la fecha de contratación fue 2020. Es importante recordar que el FAFEF se distribuye mediante 12 ministraciones mensuales iguales durante el año. En conjunto, los tres financiamientos tienen asignado como fuente de pago el 25.0% del FAFEF correspondiente a Oaxaca.
- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Oaxaca es de HR AA- con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 6 de noviembre de 2024.

[4] Banco Nacional de México, S. A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).
[5] Banco Monex, S.A. Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero (Monex).
[6] De acuerdo con nuestra metodología, el beneficio de la cobertura de tasa de interés proveniente de los SWAPs celebrados con Monex no se considera debido a que la calificación crediticia de Monex es inferior a la calificación de los financiamientos.
[7] Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

Factor que Podría Bajar Las Calificaciones

- **Revisión a la baja de la calificación quirografaria del Estado.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado de Oaxaca fuera inferior a HR BBB-, la calificación de los financiamientos se podría revisar a la baja.

Metodologías utilizadas para el análisis*	Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024. Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	Banobras P$362.9m, Banobras P$2,000.0m, y Santander P$1,000.0m: HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	Banobras P$362.9m, Banobras P$2,000.0m, y Santander P$1,000.0m: 29 de abril de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a marzo 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)	Calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's de Aaa.mx a Banamex y a Banobras.
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 calificadora 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