

Banobras
P\$752.8m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$2,636.6m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$4,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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

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

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

Banorte
P\$1,000.0m
HR AAA (E)
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



Luis Fernando Bolaños

luis.bolanos@hrratings.com

Analista



Adrián Díaz González

adrian.diaz@hrratings.com

Asociado

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para siete créditos bancarios estructurados, contratados por el estado de Oaxaca con Banobras, Banorte y Santander, cuya fuente de pago es el FGP estatal

La ratificación de las calificaciones de los siete créditos bancarios estructurados (CBE) contratados por el estado de Oaxaca (y/o el Estado) con diversas instituciones bancarias es resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. La TOE de cada financiamiento fue:

- Banobras¹ por P\$752.8 millones (m), contratado en 2017, con una TOE de 96.7% (vs. 96.2% en la revisión anterior). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$2,636.6m, contratado en 2024, con una TOE de 87.2% (vs. 87.3% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$4,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 87.3% (vs. 87.5% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander² por P\$1,500.0m (A), contratado en 2024, con una TOE de 87.3% (vs. 87.5% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander por P\$1,500.0m (B), contratado en 2024, con una TOE de 88.5% (vs. 87.5% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander por P\$1,500.0m (C), contratado en 2024, con una TOE de 88.7% (vs. 87.7% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

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

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



- Banorte³ por P\$1,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 88.5% (vs. 87.5% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

Los movimientos en la TOE de los financiamientos fueron resultado del ajuste de nuestras estimaciones del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado, así como del nivel esperado de las tasas de interés (TIIE₂₈). El crédito de Banobras P\$752.8m se encuentra inscrito en el Fideicomiso No. 11581⁴, mientras que el resto de los financiamientos están inscritos en el Fideicomiso No. F/2004587⁵.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del estado de Oaxaca).** Al cierre de 2024, el FGP del estado de Oaxaca fue por un monto de P\$27,633.6m, lo que representó un crecimiento nominal de 17.8% con respecto a 2023. Asimismo, este monto fue 1.3% mayor a lo estimado en la revisión previa. Por su parte, en el primer bimestre de 2025, el FGP estatal fue de P\$5,102.7m, lo que significó una reducción de 10.5% con respecto al mismo periodo de 2024. De acuerdo con los Pre-Criterios Generales de Política Económica 2026 y estimaciones propias, para 2025 se espera que el FGP del Estado sea de P\$28,348.5m, lo que representaría un crecimiento anual de 2.6%. Finalmente, se espera una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2024 a 2049 de 5.3% en un escenario base.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2024, la tasa de interés cerró en un nivel de 10.2%. Al cierre de 2025, 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 esperarían un nivel promedio de TIIE₂₈ al cierre anual de 7.2% en un escenario base.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, cada estructura cuenta con la obligación de constituir un FR cuyo saldo objetivo deberá encontrarse en línea con lo estipulado en los contratos de crédito de cada financiamiento. En ese sentido, el crédito de Banobras P\$752.8m cuenta con un saldo objetivo equivalente a 3.0 veces (x) el servicio de la deuda (SD) del mes correspondiente. Por su parte, los seis financiamientos restantes tienen la obligación de mantener un FR equivalente a la suma de los siguientes tres meses del SD. De acuerdo con los estados de cuenta de cada fideicomiso, hasta febrero de 2025, los saldos de los FR se encontraron en línea con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** En el crédito Banobras P\$752.8m, el Estado tiene la obligación de contratar una cobertura de tipo CAP por periodos mínimos de un año. Por su parte, en el resto de las estructuras el Estado tiene la opción, mas no la obligación, de adherir instrumentos derivados de cobertura a los créditos. Los financiamientos cuentan con el amparo de los siguientes instrumentos:
 - **Banobras P\$752.8m.** Actualmente, el crédito cuenta con un CAP que celebró con Banamex⁶ a una tasa de ejercicio de 4.5% con un vencimiento esperado en abril de 2026 y que cubre el 5.7% del saldo insoluto del financiamiento. La calificación de largo plazo (LP) otorgada por otra agencia calificadora a Banamex es equivalente a HR AAA.
 - **Portafolio de Coberturas tipo SWAP.** En noviembre de 2024, el Estado celebró la contratación de seis instrumentos cobertura de tasa interés tipo SWAP a manera de Portafolio, cuyo notional cubre el 74.6% del saldo insoluto de los siguientes créditos: Banobras P\$2,636.6m, Banobras P\$4,000.0m, Santander P\$1,500.0m (A), Santander P\$1,500.0m

³ Banco Mercantil del Norte S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

⁴ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/11581 cuyo fiduciario es Banorte.

⁵ Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/2004587 cuyo fiduciario es Santander.

⁶ Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).



(B), Santander P\$1,500.0m (C) y Banorte P\$1,000.0m. Las características de las coberturas se describen a continuación.

- **SWAPs con Banobras.** El Estado celebró tres instrumentos de cobertura tipo SWAP con esta institución a una tasa de 9.27%, 9.19% y 9.195%, los cuales vencen en diciembre de 2027, diciembre de 2028 y diciembre de 2029, respectivamente. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Banobras es equivalente a HR AAA.
- **SWAPs con Santander.** El Estado celebró dos instrumentos de cobertura tipo SWAP con esta institución a una tasa de 9.27% y 9.255%, los cuales vencen en diciembre de 2027. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Santander es equivalente a HR AAA.
- **SWAP con Scotiabank⁷.** El Estado celebró un instrumento de cobertura tipo SWAP con esta institución a una tasa de 9.2450%, el cual vence en diciembre de 2027. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Scotiabank es equivalente a HR AAA.

Factores Adicionales Considerados

- **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.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR⁸ Primaria.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados, de marzo de 2025 a febrero de 2026, la cobertura primaria promedio fuera inferior a los niveles señalados a continuación, la calificación de los créditos se podría revisar a la baja:
 - **Banobras P\$752.8m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.7x en un escenario base. Actualmente se espera un nivel promedio de 22.6x.
 - **Banobras P\$2,636.6m, Banobras P\$4,000.0m y Santander P\$1,500.0m (A):** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.6x en un escenario base. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.1x.
 - **Santander P\$1,500.0m (B), Santander P\$1,500.0m (C) y Banorte P\$1,000m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.1x en un escenario base. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.0x.

⁷ Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat (Scotiabank).

⁸ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés).



@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. Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	Banobras P\$752.8m*, Banobras P\$2,636.6m**, Banobras P\$4,000.0m**, Santander P\$1,500.0m (A)**, Santander P\$1,500.0m (B)**, Santander P\$1,500.0m (C)** y Banorte P\$1,000.0m**: HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	* 29 de abril de 2024. ** 23 de septiembre 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)	La calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Fitch Ratings a Banamex, Banobras, Santander y Scotiabank es AAA(mex).
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 of 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 (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