

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



Adrián Díaz González
adrian.diaz@hrratings.com
Asociado
Analista Responsable



Fernanda Ángeles
fernanda.angeles@hrratings.com
Analista Senior



Natalia Sales
natalia.sales@hrratings.com
Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas



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

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 la calificación de los siete créditos bancarios estructurados (CBES) 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 97.1% (vs. 96.7% 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 88.7% (vs. 87.2% en la revisión anterior). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$4,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 88.8% (vs. 87.3% en la en la revisión anterior). 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 88.8% (vs. 87.3% en la revisión anterior). 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 89.6% (vs. 88.5% en la revisión anterior). 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 89.8% (vs. 88.7% en la revisión anterior). 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 89.5% (vs. 88.5% en la revisión anterior). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El incremento en la TOE de cada CBE fue resultado de una mejora en las estimaciones de HR Ratings para el Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado, tanto en el corto como en el largo plazo (CP y LP respectivamente). Asimismo, influyó la reducción proyectada en el Servicio de la Deuda (SD) de los financiamientos para el periodo de 2026 a 2049, impulsada por las expectativas actuales de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (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 2025, el monto que recibió el Estado por este concepto fue de P\$28,629.4m, lo que representó un incremento nominal de 3.6% respecto a 2024. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2026 y estimaciones de HR Ratings, se espera que al cierre del presente año el FGP estatal ascienda a P\$30,508.9m, lo que significaría un incremento anual nominal de 6.6%. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal del FGP estatal de 2021 a 2025 fue de 13.4%, mientras que la TMAC₂₅₋₄₉ nominal en un Escenario Base sería de 6.2%.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de 7.3%. HR Ratings estima que, para el cierre de 2026, el nivel de la tasa de interés sea de 6.8%.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con la documentación legal, cada estructura está obligada a constituir un FR cuyo saldo objetivo deberá alinearse con lo estipulado en sus respectivos contratos de crédito. Específicamente, el saldo objetivo del FR de Banobras P\$752.8m deberá ser equivalente a 3.0 veces (x) el SD (interés ordinario más capital) del mes correspondiente. Por su parte, los seis financiamientos restantes deben mantener un FR equivalente a la suma de los siguientes tres meses del SD. Hasta febrero de 2026 y de acuerdo con los estados de cuenta de cada Fideicomiso, los saldos de los FR se encontraron en línea con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.
- **Coberturas de Tasa de Interés.** Con base en el contrato de crédito de 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, para el resto de las estructuras, la contratación de derivados es opcional. A la fecha de publicación del presente reporte, los financiamientos cuentan con el amparo de los siguientes instrumentos:
 - **Banobras P\$752.8m.** El financiamiento cuenta con un CAP que celebró con Banamex⁶ a una tasa de ejercicio de 4.5%, el cual cubre el 5.7% del saldo insoluto y tiene un vencimiento esperado a finales de abril de 2026. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadoras a Banamex es equivalente a HR AAA. Esta agencia calificadoras dará seguimiento a la renovación de este instrumento.
 - **Portafolio de Coberturas tipo SWAP.** En noviembre de 2024, el Estado integró un portafolio de seis instrumentos tipo SWAP que fueron contratados con Banobras, Santander, y Scotiabank⁷. En conjunto, el nocional de este portafolio

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).

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



cubre el 74.7% del saldo insoluto de los siguientes financiamientos: 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; con una tasa promedio ponderada de 9.2261%. La estructura de vencimientos es escalonada: cuatro instrumentos expiran en diciembre de 2027, uno en diciembre de 2028 y el último en diciembre de 2029. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a las contrapartes 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 2 de diciembre de 2025.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR⁸ Primaria.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados, de marzo de 2026 a febrero de 2027, 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 primaria fuera inferior a 2.7x en un Escenario Base. Actualmente se espera un nivel promedio de 25.5x.
 - **Banobras P\$2,636.6m, Banobras P\$4,000.0m y Santander P\$1,500.0m (A):** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 3.4x en un Escenario Base. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.7x.
 - **Santander P\$1,500.0m (B), Santander P\$1,500.0m (C) y Banorte P\$1,000.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 2.8x en un Escenario Base. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.8x.

⁸ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, 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	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para 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.
Fecha de última acción de calificación	14 de abril de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2017 a febrero de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Oaxaca, 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.

*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).

**Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

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, 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