

Banobras
P\$362.9m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$2,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Santander
P\$1,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
13 de abril de 2026
A NRSRO Rating*

2024
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2026
HR AAA (E)
Perspectiva Estable



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



Diego Blancas
diego.blancas@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 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 (CBES) contratados por el Estado de Oaxaca (y/o el Estado) con Banobras¹ y Santander² es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura:

- Banobras por P\$362.9 millones (m), contratado en 2020, con una TOE de 91.6% (vs. 91.0% en la revisión anterior); se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$2,000.0m, contratado en 2020, con una TOE de 88.1% (vs. 86.5% en la revisión anterior); se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander por P\$1,000.0m, contratado en 2020, con una TOE de 89.3% (vs. 88.0% en la revisión anterior); se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El movimiento en las TOE de los financiamientos es resultado de un incremento en las estimaciones de la fuente de pago de los CBES. HR Ratings espera que, al cierre de 2026, el monto que recibiría el Estado por concepto del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) sea 11.9% superior a lo esperado en la revisión anterior en un Escenario de Estrés, en términos nominales. Asimismo, el aumento en la métrica del crédito de Banobras P\$362.9m también está relacionado con la reducción en el pago de intereses como resultado del Evento de Aceleración que se mantiene vigente.

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).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Principales Elementos Considerados

- **FAFEF del Estado de Oaxaca.** Al cierre de 2025, el FAFEF del Estado ascendió a P\$2,885.2m, lo cual se tradujo en un crecimiento nominal de 2.1% respecto a la cifra observada al cierre de 2024. Dicho movimiento estuvo impulsado por el desempeño del FAFEF a nivel nacional, el cual presentó un crecimiento de 7.7% con respecto al monto observado en 2024. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2026 (PEF), al cierre de 2026, el FAFEF del Estado sería de P\$3,055.5m, lo que representaría un crecimiento nominal de 5.9% respecto al año previo. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2025 a 2035 del FAFEF del Estado de Oaxaca sería de 5.8% en un Escenario Base y de 1.8% en el Escenario de Estrés (Escenario de BCBI³).
- **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 los documentos legales de las operaciones, cada estructura considera un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.5 veces (x) el SD del mes en curso. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso F/2004588⁴, el saldo de este fondo en febrero de 2026 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 envió 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. El 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 tiene 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. A la fecha de publicación del presente reporte, el Estado ha realizado 38 pagos, cuyo monto remanente después de cubrir el SD se ha abonado a capital; estos se realizaron desde enero de 2023 y hasta febrero de 2026 por un monto total acumulado de P\$40.7m.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** Con base en la información proporcionada por el Estado, 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. La adquisición de estos instrumentos de cobertura no es una obligación contractual, sin embargo, representa una fortaleza para los financiamientos. A continuación, se describen las operaciones vinculadas a cada crédito:
 - **Banobras P\$362.9m.** El Estado mantiene celebradas doce operaciones de tipo SWAP: i) cinco con Banamex⁵ que en conjunto cubren el 24.5% del saldo insoluto, ii) cuatro con Monex⁶ 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 amparan el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa promedio ponderada de 6.8%. La calificación de largo plazo (LP) otorgada por otra agencia calificadoras 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+⁷.

³ Escenario de Bajo Crecimiento Económico y Baja Inflación (Escenario BCBI).

⁴ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 2004588 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Banco Santander (Santander y/o el Fiduciario).

⁵ Banco Nacional de México, S. A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).

⁶ Banco Monex, S.A. Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero (Monex).

⁷ De acuerdo con la metodología de HR Ratings, el posible beneficio de los SWAPS celebrados con Monex no se considera debido a que la calificación crediticia de dicha contraparte es inferior a la calificación de los financiamientos.



- **Banobras P\$2,000.0m.** El Estado mantiene vigentes quince SWAPS: 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 Banorte⁸, que cubren el 20.7% del saldo insoluto restante. En total, las operaciones de cobertura amparan el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa promedio ponderada de 8.3%. La calificación de LP otorgada a Banorte por HR Ratings es de HR AAA.
- **Santander P\$1,000.0m.** El Estado mantiene siete SWAPS: 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 total, las siete coberturas amparan el 100.0% del monto dispuesto del crédito a una tasa promedio ponderada de 6.9%.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado de Oaxaca.** 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.

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.

⁸ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).



@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\$362.9m, Banobras P\$2,000.0m, y Santander 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	De enero de 2021 a marzo de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, estados de cuenta del Fiduciario 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.

* 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).

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

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, 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

