

Banorte
P\$4,073.5m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$2,800.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$468.1m
HR A+ (E)
Perspectiva
Estable

2023

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@hrratings.com

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas Estructuradas e Infraestructura
Analista Responsable



Diego Blancas

diego.blancas@hrratings.com

Analista



Adrián Díaz González

adrian.diaz@hrratings.com

Asociado



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas

HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AAA (E) y de HR A+ (E) con Perspectiva Estable para tres créditos bancarios estructurados, contratados por el Estado de Zacatecas, con Banorte y Banobras

La ratificación de las calificaciones para los tres créditos bancarios estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Zacatecas (y/o el Estado) es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada crédito:

1. Banorte¹ por P\$4,073.5 millones (m), contratado en 2017, con una TOE de 84.6% (vs. 84.9% de la revisión anterior de la calificación), equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras² por P\$2,800.0m, contratado en 2017, con una TOE de 79.7% (vs. 80.1% de la revisión anterior de la calificación), equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Banobras por P\$468.1m, contratado en 2017, con una TOE de 46.0% (vs. 47.0% de la revisión anterior de la calificación). La calificación de la estructura incorpora un ajuste cualitativo positivo, debido a que la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas es superior a la del financiamiento³. La estructura se ratifica en un nivel de HR A+ (E) con Perspectiva Estable.

La disminución en las métricas se debe a una reducción en las estimaciones de la fuente de pago asignada a los financiamientos, la cual se compone por el Fondo de General de Participaciones (FGP) y el Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) correspondientes al Estado de Zacatecas. En específico, la Tasa Media

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

² Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

³ De acuerdo con el contrato de crédito, en caso de que los recursos asignados a la estructura no fueran suficientes para cubrir el servicio de la deuda y/o cualquier otro monto exigible, el Estado tiene la obligación de aportar recursos adicionales.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anual de Crecimiento (TMAC) de 2024 a 2037 nominal del FGP de Zacatecas sería de 1.9% y del FAFEF del estado sería de 2.0%, ambos en un escenario de estrés (vs. 2.2% y 2.1% proyectada en la revisión anterior en un escenario de estrés).

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP del Estado de Zacatecas).** De enero a mayo de 2025, el monto acumulado que recibió el Estado por FGP fue P\$5,415.2m, lo que representó un crecimiento de 10.7% con respecto al mismo periodo de 2024 y 6.0% superior en comparación con lo estimado en la revisión previa. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) para el ejercicio fiscal 2025 y estimaciones de HR Ratings, se espera que el FGP estatal en 2025 sea de P\$11,572.3m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 8.0%. Adicionalmente, la TMAC₂₄₋₃₇ nominal del FGP de Zacatecas en un escenario base es de 5.6%.
- **Fuente de Pago Subsidiaria (FAFEF del Estado de Zacatecas).** En 2024, el FAFEF del Estado fue por un monto total de P\$896.5m, lo cual representó un crecimiento de 2.9% respecto a la cifra observada al cierre de 2023. Dicho crecimiento se debió a que el FAFEF Nacional presentó un crecimiento de 2.7% con respecto al monto observado en 2023 y que la proporción que recibió el Estado sobre el total del fondo nacional aumentó a 1.404% vs (1.402% en 2023). Por otro lado, con base en el PEF 2025, cifras observadas hasta mayo de 2025 y estimaciones propias, HR Ratings esperaba que el FAFEF del Estado sea por un monto total de P\$967.2m. Esto representaría un crecimiento nominal de 7.9% respecto al año previo y de 90.0% respecto a 2017 (año de contratación de los financiamientos). Finalmente, la TMAC nominal de 2024 a 2037 sería de 5.6% en un escenario base.
- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Zacatecas es de HR A+ con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 1 de julio de 2024.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** De acuerdo con nuestras estimaciones actuales, para el cierre de 2025 se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 7.8%. Por otro lado, en los próximos cinco años, es decir, de 2026 a 2030, se esperaría un nivel de TIIE₂₈ promedio de 7.3% en un escenario base y 6.5% en un escenario de estrés.
- **Cobertura de tasa de interés.** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, el crédito Banorte P\$4,073.5m es la única estructura que tiene la obligación de contratar una cobertura de tasa de interés. A pesar de ello, el Estado optó por celebrar contratos de operación de intercambio de tasas (SWAP) que cubren los tres financiamientos con las siguientes características:
 - **SWAP con Banorte.** Ampara el 84.2% del saldo insoluto del crédito Banorte P\$4,073.5m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.9377%, vigente desde febrero de 2021 hasta enero de 2026. La calificación de largo plazo (LP) de Banorte es de HR AAA con Perspectiva Estable revisada el 18 de octubre de 2024.
 - **SWAP con Santander⁴ (A).** Ampara el 100.0% del saldo insoluto del crédito Banobras P\$2,800.0m y el 15.8% del saldo insoluto del crédito Banorte P\$4,073.5m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.7075%, vigente desde febrero de 2021 hasta enero de 2026. La calificación de LP otorgada por otra agencia calificadora a Santander es equivalente a HR AAA.
 - **SWAP con Santander (B).** Ampara el 100.0% del saldo insoluto del crédito con Banobras P\$468.1m. La cobertura se pactó a una tasa de 5.6%, vigente desde febrero de 2021 hasta enero de 2026.

⁴ Banco Santander México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Fondo de Reserva (FR).** Las tres estructuras cuentan con un FR cuyo saldo objetivo es equivalente a 2.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso No. 1121⁵, hasta mayo de 2025, los saldos de las reservas cumplen con lo estimado por HR Ratings.

Factores Adicionales Considerados

- **Afectación del FAFEF.** De acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), el FAFEF se distribuye mediante 12 ministraciones mensuales iguales durante el año. 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% del FAFEF del Estado del año en curso, o ii) el 25% del FAFEF del año de contratación de los créditos; en todos los casos, la fecha de contratación fue 2017. Cabe mencionar que la TOE de los financiamientos considera esta condición al momento de su cálculo.

Factores que Podrían Subir la Calificación del Crédito Banobras P\$468.1m

- **Comportamiento de la DSCR⁶ primaria.** En caso de que, en los próximos doce meses proyectados, de junio de 2025 a mayo de 2026, el nivel promedio de la DSCR primaria fuera superior a 3.0x, la calificación del crédito podría revisarse al alza. Actualmente se espera en un nivel de 2.3x.
- **Calificación quirografaria.** En caso de que, la calificación del Estado se revisara al alza, la calificación del crédito se revisaría en el mismo sentido.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Comportamiento de la DSCR primaria.** En caso de que, en los próximos doce meses proyectados, de junio de 2025 a mayo de 2026, el nivel promedio de la DSCR primaria presentara las siguientes desviaciones, la calificación de los créditos se podría modificar.
 - **Banorte P\$4,073.5m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.5x, la calificación del financiamiento se podría revisar a la baja. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.1x.
 - **Banobras P\$2,800.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.9x, la calificación del financiamiento se podría revisar a la baja. Actualmente se espera un nivel promedio de 5.5x.
- **Calificación quirografaria.** Para el crédito Banobras P\$468.1m, en caso de que la calificación del Estado se revisara a la baja en un nivel de HR A, la calificación del crédito se podría revisar en el mismo sentido.

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121 (el Fideicomiso) cuyo fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Invex y/o el Fiduciario).

⁶ 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	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los créditos Banorte P\$4,073.5m y Banobras P\$2,800.0m. HR A+ (E) con Perspectiva Estable para el crédito Banobras P\$468.1m.
Fecha de última acción de calificación	1 de julio de 2024 para los créditos Banorte P\$4,073.5m y Banobras P\$2,800.0m. 4 de julio de 2024 para el crédito Banobras P\$468.1m.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a junio de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, el Fiduciario y fuentes de información públicas.
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 Santander 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 calificador 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