

# Estado de Morelos

## Créditos Bancarios Estructurados



Credit  
Rating  
Agency

Finanzas Públicas y Estructuradas  
15 de agosto de 2025  
A NRSRO Rating\*\*

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

Banobras  
P\$1,039.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

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

Banobras  
P\$2,900.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

2023

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

2024

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable



**Natalia Sales**

[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)

Subdirectora de Finanzas Públicas  
Estructuradas  
Analista Responsable



**Melissa Caraveo**

[melissa.caraveo@hrratings.com](mailto:melissa.caraveo@hrratings.com)

Analista



**Diego Paz**

[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)

Analista Senior



**Roberto Ballinez**

[roberto.ballinez@hrratings.com](mailto: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 cuatro créditos bancarios estructurados contratados por el Estado de Morelos con Banobras

La ratificación de la calificación de los cuatro Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Morelos (y/o el Estado) es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento. Para el cálculo de la TOE se consideraron escenarios de estrés cíclico y crítico.

1. Banobras<sup>1</sup> por P\$1,000.0 millones (m), contratado en 2021, con una TOE de 85.4% (vs. 84.0% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras por P\$1,039.0m, contratado en 2021, con un TOE de 86.0% (vs. 84.7% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Banobras por P\$1,500.0m, contratado en 2021, con una TOE de 85.4% (vs. 84.0% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
4. Banobras por P\$2,900.0m, contratado en 2021, con una TOE de 85.4% (vs. 84.0% de la revisión previa de la calificación), equivalente a HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El movimiento observado en la TOE de los créditos fue resultado de un cambio en el escenario de estrés entre revisiones, esto como resultado del ajuste de las estimaciones de HR Ratings respecto al Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado, del nivel esperado de las tasas de interés (TIIE<sub>28</sub>) y del perfil de amortización correspondiente a cada estructura.

<sup>1</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras y/o el Banco).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP<sup>2</sup> del Estado de Morelos).** Al cierre de 2024, el FGP del Estado fue por un monto total de P\$12,631.1m, lo que representó un crecimiento nominal de 5.3% respecto al monto observado en el año previo. Por otro lado, durante el primer semestre de 2025, el FGP del Estado fue 13.8% superior al estimado en la revisión previa de la calificación en un escenario base y 10.8% mayor al observado en el mismo periodo de 2024. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) para el ejercicio fiscal de 2025 y estimaciones de HR Ratings, se espera que el FGP de Morelos sea de P\$13,713.1m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 8.6%. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2020 a 2024 fue de 10.1%, mientras que la TMAC<sub>24-41</sub> nominal en un escenario base sería de 5.6%.
- **Tasa de Interés (TIIE<sub>28</sub>).** Al cierre de 2024, el nivel observado de la tasa de interés fue de 10.2%. Por otro lado, para el cierre de 2025 y de acuerdo con las estimaciones actuales de HR Ratings, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 7.8%.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones y con base en los últimos convenios modificatorios, cada estructura cuenta con la obligación de construir un FR, cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a la suma de los dos meses siguientes del Servicio de la Deuda (SD). De acuerdo con los reportes del Fiduciario<sup>3</sup> hasta junio de 2025, las reservas de los cuatro financiamientos están ligeramente por encima del saldo objetivo estimado por HR Ratings.

## Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado de Morelos.** La calificación quirografaria vigente del Estado es de HR AA- con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 20 de junio de 2025.

## Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR<sup>4</sup> primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de julio de 2025 a junio de 2026, los financiamientos presentan los siguientes movimientos en el nivel promedio de la DSCR primaria, su calificación se podría revisar a la baja:
  - **Banobras P\$1,000.0m, Banobras P\$1,500.0m y Banobras P\$2,900.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.2 veces (x). Actualmente, se espera a un nivel promedio de 6.8x en un escenario base.
  - **Banobras P\$1,039.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.1x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 7.1x en un escenario base.

<sup>2</sup> Fondo General de Participaciones (FGP).

<sup>3</sup> Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat (Scotiabank y/o el Fiduciario) es el Fiduciario del Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/11041845 (el Fideicomiso).

<sup>4</sup> 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.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los cuatro financiamientos: Banobras P\$1,000.0m, Banobras P\$1,039.0m, Banobras P\$1,500.0m y Banobras P\$2,900.0m.
Fecha de última acción de calificación	29 de agosto de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a julio de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Fiduciario, el Estado de Morelos y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
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/](http://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](http://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](http://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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)

