

Banorte
P\$1,400.0m
HR AA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
24 de noviembre de 2025
A NRSRO Rating**

2023
HR AA (E)
Perspectiva Estable

2024
HR AA (E)
Perspectiva Estable

2025
HR AA (E)
Perspectiva Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com
Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas
Analista Responsable



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com
Analista Senior



Roberto Ballinez

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA (E) con Perspectiva Estable para el crédito bancario estructurado contratado por el STC Metrorrey con Banorte, por un monto total de P\$1,400.0m

La ratificación de la calificación para el Crédito Bancario Estructurado (CBE), contratado en 2019 por el Sistema de Transporte Colectivo Metrorrey (STC Metrorrey y/o el Organismo) con Banorte¹ por un monto total de P\$1,400.0 millones (m), es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 68.7% (vs. 70.6% en la revisión anterior). El cálculo de esta métrica es resultado del análisis cuantitativo de los flujos asignados como fuente de pago del financiamiento y del Servicio de la Deuda (SD) proyectado, bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. En específico, la fuente de pago del financiamiento se compone de los Ingresos Tarifarios² del STC Metrorrey y de un porcentaje de los remanentes del Fideicomiso F/4584³, cuyo fideicomitente es el Estado de Nuevo León (Nuevo León y/o el Estado). La diversificación de la fuente de pago del crédito se considera como una fortaleza para la estructura; debido a lo anterior, y con base en la metodología de calificación de HR Ratings⁴, esto representó un ajuste cualitativo positivo en la calificación del crédito.

La ligera disminución en la métrica se debe a las diferencias identificadas por HR Ratings en algunos meses entre los ingresos observados y los transferidos al Fideicomiso. Debido a lo anterior, a partir de 2026, se realizó un ajuste sobre el porcentaje fideicomitado de los Ingresos Tarifarios estimados con base en los ingresos fideicomitados efectivamente observados.

¹ Banco Mercantil del Banorte, S.A., Institución de Banca Múltiple (Banorte y/o el Banco).

² En esta revisión se consideran únicamente los ingresos generados por las líneas 1, 2 y 3 del Metro, así como los ingresos del Transmetro, mismo que se compone de 33 estaciones.

³ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago F/4584, cuyo fiduciario es Banco Monex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero (Monex).

⁴ Metodología de "Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales" publicada por HR Ratings el 28 de noviembre de 2024. La metodología se puede consultar en: https://www.hrratings.com/docs/metodologia/Metodologia_Deuda_Estructurada_Subnacionales.pdf



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Finalmente, durante la vigencia del financiamiento, el mes de mayor debilidad con base en la razón de cobertura del SD primaria (DSCR⁵ primaria) sería abril de 2039, con un nivel de 2.0 veces (x).

Principales Elementos Considerados

- **Diversificación de la Fuente de Pago.** La Fuente de Pago Primaria del crédito corresponde al 60.34% de los Ingresos Tarifarios generados por la operación del STC Metrorrey, los cuales deben ser transferidos al Fideicomiso F/78465⁶. Asimismo, como Fuente de Pago Secundaria se encuentra afectado el 3.10% de los flujos remanentes del Fideicomiso No. F/4584, cuyos flujos provienen del Fondo General de Participaciones (FGP) de Nuevo León⁷. Dicha fuente de pago secundaria serviría para reconstituir el Fondo de Reserva (FR), cubrir algún faltante del SD, o bien se usaría en caso de que se activará un Evento de Aceleración o de Vencimiento Anticipado. Debido a esto, para el cálculo de las coberturas del SD se considera únicamente los Ingresos Tarifarios, pero para determinar la TOE se consideran ambas fuentes de pago. Por último, bajo un escenario base, el porcentaje esperado de remanentes representarían al menos el 20.0% de la fuente de pago total del crédito. Con base en lo anterior, esta diversificación de la Fuente de Pago se considera como una fortaleza para la estructura, y por ende, representó un ajuste cualitativo positivo en la calificación del crédito.
- **Comportamiento de los Ingresos Fideicomitados al Fideicomiso F/78465.** El Organismo, a través del Agente de Cobro⁸, tiene la obligación de transferir el 60.34% de los Ingresos Tarifarios generados por la operación del STC Metrorrey. En los Últimos Doce Meses (UDM), de octubre de 2024 a septiembre de 2025, con base en los reportes del Fiduciario, HR Ratings ha identificado diferencias entre los ingresos observados y los transferidos al Fideicomiso. Es importante mencionar que esta situación podría derivar en la activación de un Evento de Aceleración, en caso de que el Banco así lo notificará al Organismo. Sin embargo, cabe mencionar que tanto el Banco como el Organismo son conscientes de esta situación, aunque no a través de un acuerdo formal. No obstante, para HR Ratings este hecho representa una desviación de lo establecido en los documentos legales y, por lo tanto, se consideró dentro del proceso de análisis cuantitativo.
- **Fuente de Pago Primaria (Ingresos Tarifarios).** De enero a septiembre de 2025, los Ingresos Tarifarios del Organismo han sido 29.2% superiores a lo estimado por HR Ratings para el mismo periodo y 71.0% mayores a los observados en el mismo periodo de 2023. El crecimiento observado durante este periodo se debe a que los ingresos provenientes del Metro, considerando sus tres líneas, así como el Transmetro presentaron un crecimiento de 35.6% y de 155.1% respectivamente. En conjunto, los ingresos de ambos sistemas de transporte representan el 98.2% del total de los Ingresos Tarifarios. El porcentaje restante corresponde a la venta de boletos a través de tarjetas sin contacto. En general, el crecimiento en los Ingresos Tarifarios obedece tanto a una mayor afluencia en el número de usuarios como resultado de la apertura de nuevas rutas, como al incremento tarifario que han tenido en los últimos años ambos sistemas de transporte. De acuerdo con información compartida por el STC Metrorrey y cifras observadas hasta septiembre de 2025, se estima que los Ingresos Tarifarios al cierre de 2025 sean por un monto total de P\$1,465.1m, lo que se traduciría en un crecimiento anual de 49.5%. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2021 a 2025 de los Ingresos Tarifarios fue de 49.7%.

⁵ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, por sus siglas en inglés).

⁶ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago F/78465 (el Fideicomiso), cuyo Fiduciario es Banca Afirme S.A., Institución de Banca Múltiple, Afirme Grupo Financiero, División Fiduciaria (Afirme y/o el Fiduciario).

⁷ La calificación de largo plazo otorgada al Estado de Nuevo León es de HR A+ con Perspectiva Estable, revisada el 11 de agosto de 2025.

⁸ Servicios de Apoyo Metropolitano, S.A. de C.V. (Agente de Cobro).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Fuente de Pago Secundaria (Remanentes del Fideicomiso F/4584).** Los financiamientos inscritos en el Fideicomiso No. F/4584 tienen asignado como fuente de pago un porcentaje del FGP que recibe el Estado, por lo que los flujos remanentes que se generan de este fideicomiso provienen de este fondo federal. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2025, cifras observadas hasta septiembre de 2025 y estimaciones de HR Ratings, el FGP del Estado al cierre del año sería por P\$48,957.2m, lo que representaría un crecimiento nominal de 6.9% respecto a 2024. Por su parte, en 2026, el Estado recibiría por este mismo concepto P\$52,099.3m, lo que se traduciría en un crecimiento de 6.4% respecto a la cifra estimada para el cierre de 2025. Finalmente, la TMAC₂₁₋₂₅ nominal del FGP estatal fue de 10.7%.
- **Tasa de Interés (TIE₂₈).** Para el cierre de 2025, HR Ratings estima que la tasa de interés se encontraría en un nivel de 7.5%. Por otro lado, en 2026 y de acuerdo con las estimaciones actuales, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 7.0% en un escenario base.
- **Fondo de Reserva (FR).** La estructura considera un FR cuyo saldo objetivo corresponde a 2.0x el SD del mes inmediato anterior a la fecha de cálculo. De acuerdo con los estados de cuenta emitidos por el Fiduciario correspondientes a septiembre de 2025, el saldo de dicho fondo fue de P\$25.4m, mismo que se encuentra en línea con lo estimado por HR Ratings.

Factores Adicionales Considerados

- **Cobertura de Tasa de Interés.** El Organismo tiene la obligación de adherir al financiamiento un instrumento derivado de cobertura de tasa de interés que ampare al menos el 50.0% del saldo insoluto por una vigencia mínima de un año. En ese sentido, el financiamiento cuenta con una operación de tipo CAP celebrada con BBVA⁹ en mayo de 2025 a un *strike* de 11.0% que cubre el 50.0% del saldo insoluto, y con un vencimiento en abril de 2026. La calificación de largo plazo (LP) otorgada a BBVA por otra agencia calificadoras es equivalente a HR AAA. Es importante mencionar que el presente instrumento no cumple con la vigencia mínima establecida en el contrato de crédito, debido a lo anterior, el Banco podría llegar a activar un Evento de Aceleración. HR Ratings dará seguimiento a esta situación.
- **Calificación Quirografaria del Organismo.** La calificación de largo plazo otorgada a STC Metrorrey es HR A+ con Perspectiva Estable, revisada el 24 de noviembre de 2025.

Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Regularización de los Ingresos Tarifarios Fideicomitados.** En caso de que, durante los próximos doce meses, de octubre de 2025 a septiembre de 2026, se regularice la transferencia de los ingresos fideicomitados de acuerdo con el porcentaje establecido en la documentación legal, HR Ratings podría revisar al alza la calificación del financiamiento.

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Disminución de los Ingresos Tarifarios.** Si durante los próximos doce meses proyectados, los Ingresos Tarifarios fueran 15.8% inferiores a nuestras estimaciones, la calificación se podría revisar a la baja.

⁹ BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).



@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 AA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	23 de diciembre de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a septiembre de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Organismo 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 Moody's a BBVA es de AAA.mx.
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 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).

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 (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