

Créditos Bancarios Estructurados

Finanzas Públicas Estructuradas
18 de febrero de 2026

BBVA P\$250.0m HR AAA (E) Perspectiva Estable	BBVA P\$911.9m HR AAA (E) Perspectiva Estable	COFIDAN P\$300.0m HR AAA (E) Perspectiva Estable	Banobras P\$1,634.0m HR AAA (E) Perspectiva Estable	Banobras P\$952.6m HR AAA (E) Perspectiva Estable
Banorte P\$1,000.0m (A) HR AAA (E) Perspectiva Estable	Banorte P\$1,000.0m (B) HR AAA (E) Perspectiva Estable	Banorte P\$946.5m HR AAA (E) Perspectiva Estable		



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Asociado

Analista Responsable



Adrián Díaz González

adrian.diaz@hrratings.com

Asociado



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 asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para ocho créditos bancarios estructurados contratados por SADM con BBVA, COFIDAN, Banobras y Banorte

La asignación de la calificación para los ocho Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados en 2025 por SADM¹ es resultado del comportamiento observado y esperado de los Ingresos Propios² afectos como fuente de pago al Fideicomiso No. F/025517-9 (1050)³. Para el cálculo de las métricas que determinaron la calificación de los financiamientos se consideraron escenarios de estrés cíclico y crítico.

1. BBVA⁴ por P\$250.0 millones (m), contratado en 2025, con una DSCR⁵ Primaria promedio ponderada⁶ de 2027 a 2031 de 4.2 veces (x) y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el Fondo de Reserva (FR) disponible de 4.4x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago⁷ promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

¹ Servicios de Agua y Drenaje de Monterrey (SADM y/o el Organismo).

² Los Ingresos Propios utilizados como fuente de pago comprenden la totalidad de los recursos percibidos por SADM por (i) servicios de agua, (ii) servicios de drenaje, (iii) obras de infraestructura, y (iv) conexiones y reparaciones, de conformidad con el artículo 43 de la Ley de Agua Potable y Saneamiento para el Estado de León. No obstante, cabe precisar que solo una parte de estos ingresos se encuentra afecta al Fideicomiso No. F/025517-9 (1050); al cierre de septiembre de 2025, el flujo destinado a dicho Fideicomiso representó el 62.4% del total recaudado por el Organismo.

³ Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Pago No. F/025517-9 (1050) cuyo Fiduciario es Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Fiduciario).

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

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

⁶ Ponderación entre el escenario base y el de estrés.

⁷ Razón de Años de Pago. Es el saldo insoluto de toda la deuda de largo plazo vigente del Organismo disminuido por los FR sobre el flujo generado por el ingreso afectado del Organismo Operador de Agua (OOA) en los próximos doce meses proyectados.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

2. BBVA por P\$911.9m, contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.5x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.6x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. COFIDAN⁸ por P\$300.0m, contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.6x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.8x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
4. Banobras⁹ por P\$1,634.0m, contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.6x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.7x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
5. Banobras por P\$952.6m, contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.7x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.9x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
6. Banorte por P\$1,000.0m (A), contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.7x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.9x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
7. Banorte por P\$1,000.0m (B), contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.5x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.7x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
8. Banorte por P\$946.5m, contratado en 2025, con una DSCR Primaria promedio ponderada de 2027 a 2031 de 4.6x y una DSCR Secundaria promedio ponderada al incorporar el FR disponible de 4.8x durante dicho periodo. Asimismo, durante este mismo periodo, el Organismo presentaría una razón de Años de Pago promedio ponderada de 1.7. Con base en la metodología aplicable, se asigna la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

La calificación de los créditos considera la calificación crediticia vigente del Organismo debido a la relación que existe entre las actividades operativas, la generación de ingresos y la fuente de pago de los créditos. La calificación vigente del Organismo corresponde a HR AA- con Perspectiva Estable, revisada por HR Ratings el 18 de diciembre de 2025.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (Ingresos Propios afectos al Fideicomiso).** De enero a septiembre de 2025, los Ingresos Propios afectos al Fideicomiso del Organismo ascendieron a P\$6,328.8m, cifra que representó el 62.4%¹⁰ del total de los

⁸ Corporación Financiera de América del Norte, S.A. de C.V. (COFIDAN).

⁹ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

¹⁰ El porcentaje de los Ingresos Propios no afecto al Fideicomiso No. F/025517-9 (1050) corresponde a otros ingresos recaudados a través de canales dirigidos a un fideicomiso distinto al de los presentes financiamientos.



Ingresos Propios del Organismo. Este resultado representa un incremento del 10.6% frente al mismo periodo de 2024. Al respecto, HR Ratings estima crecimientos nominales del 5.0% y 9.3% para los cierres de 2025 y 2026, respectivamente. Con base en estas estimaciones, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de la Fuente de Pago Primaria para el periodo 2021-2025¹¹ sería de 13.7%, mientras que la expectativa para el periodo proyectado (2025-2050) es del 6.6% en el Escenario Base y del 5.6% en el escenario de estrés.

- **Tasa de Interés (TIEF_{CAD28}).** De acuerdo con los contratos de crédito, los intereses ordinarios de las estructuras se calcularán sobre saldos insolutos a una tasa que resulte de la suma de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio de Fondeo Compuesta por Adelantado a 28 días (TIEF_{CAD28}) y un margen aplicable. Dicho margen estará en función de la calificación crediticia más riesgosa que los CBEs tengan asignada. En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de 7.1%, mientras que para 2026 sería de 6.3% en el Escenario Base.
- **Fondo de Reserva (FR).** Cada una de las estructuras considera la constitución de un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.0x el Servicio de la Deuda (SD) del mes en curso. La constitución inicial de estos fondos se realizaría con recursos de los créditos a ser refinanciados, y para los créditos destinados a proyectos de inversión pública productiva, con recursos propios de SADM y que no deriven del financiamiento.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** De acuerdo con los contratos de crédito, el Organismo tiene la obligación de adherir a los financiamientos algún instrumento derivado de cobertura para amparar el riesgo de la tasa de interés. Dicho instrumento en todos los casos deberá renovarse durante toda la vigencia de los financiamientos, debiendo cubrir al menos el 50.0% del saldo insoluto de cada uno. Actualmente, el Organismo se encuentra en proceso de contratación de dichos instrumentos. HR Ratings dará seguimiento a este proceso.
- **Destino de los Recursos.** Los recursos obtenidos a través de la contratación de las estructuras fueron destinados al refinanciamiento de la deuda bancaria directa que el Organismo tenía contratada, y a proyectos de inversión pública productiva de SADM.
- **Análisis Legal.** Como parte del proceso de calificación de HR Ratings, se solicitó una revisión legal a un despacho jurídico externo para evaluar la fortaleza jurídica del Fideicomiso, de los contratos de crédito y de su fuente de pago. El resultado de este análisis fue que los documentos de todas las estructuras cuentan con condiciones válidas, exigibles, oponibles ante terceros y que su instrumentación fue adecuada.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Revisión a la baja en la calificación del Organismo.** Al ser estructuras catalogadas como dependientes y de acuerdo con la metodología aplicable, en caso de presentarse un deterioro que afecte la calidad crediticia y operacional del Organismo y su calificación baje hasta un nivel igual o inferior a HR A-, la calificación de los CBEs se ajustaría a la baja.
- **Desempeño de la Fuente de Pago.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de enero a diciembre de 2026, los Ingresos Propios afectos al Fideicomiso fueran en promedio 49.0% menores a nuestras estimaciones actuales en el Escenario Base y de Estrés, la calificación de los financiamientos se podría revisar a la baja.

¹¹ Se consideran cifras observadas hasta septiembre de 2025 y estimaciones de HR Ratings para el último trimestre de dicho año.



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*	Metodología de Calificación de Organismos Operadores de Agua, agosto de 2021.
Calificación anterior	n.a.
Fecha de última acción de calificación	n.a.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a diciembre 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)	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/

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 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, (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