

Créditos Bancarios Estructurados

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

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

BBVA
P\$500.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banorte
P\$500.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$5,000.0m (A)
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
25 de marzo de 2026
A NRSRO Rating**

Banobras
P\$5,000.0m (B)
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$4,416.5m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable



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



Melissa Caraveo
melissa.caraveo@hrratings.com
Analista



Fernanda Ángeles
fernanda.angeles@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 AAA (E) de cuatro créditos bancarios estructurados y revisó al alza la calificación de HR AA+ (E) a HR AAA (E) de tres créditos adicionales, todos con Perspectiva Estable y contratados por el Estado de Chihuahua

Las acciones de calificación para los siete Créditos Bancarios Estructurados (CBES) contratados por el Estado de Chihuahua (y/o el Estado) con diversas instituciones bancarias son resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. A continuación, se muestra el detalle de las calificaciones:

- Banobras¹ por P\$1,000.0 millones (m) (A), contratado en 2023, con una TOE de 88.6% (vs. 83.4% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$1,000.0m (B), contratado en 2023, con una TOE de 88.2% (vs. 83.4% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- BBVA² por P\$500.0m, contratado en 2023, con una TOE de 87.7% (vs. 83.1% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banorte³ por P\$500.0m, contratado en 2023, con una TOE de 87.6% (vs. 83.0% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$5,000.0m (A), contratado en 2019, con una TOE de 76.5% (vs. 74.3% en la revisión anterior); se revisa al alza la calificación crediticia de HR AA+ (E) a HR AAA (E) y se mantiene la Perspectiva Estable.

¹ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

² BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).

³ Banco Mercantil del Norte, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).



- Banobras por P\$5,000.0m (B), contratado en 2019, con una TOE de 76.4% (vs. 74.2% en la revisión anterior); se revisa al alza la calificación crediticia de HR AA+ (E) a HR AAA (E) y se mantiene la Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$4,416.5m, contratado en 2019, con una TOE de 76.4% (vs. 74.1% en la revisión anterior); se revisa al alza la calificación crediticia de HR AA+ (E) a HR AAA (E) y se mantiene la Perspectiva Estable.

El incremento observado en la TOE de cada crédito fue resultado de una mejora en las estimaciones de HR Ratings en el Largo Plazo (LP) del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado; también se consideró el nivel esperado de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIE₂₈); y el perfil de amortización correspondiente a cada estructura. Cabe mencionar que el movimiento de la TOE para los financiamientos de Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m y Banorte P\$500.0m también fue resultado de las disposiciones realizadas por el Estado durante 2024 y 2025. Los 7 CBES están inscritos en el Fideicomiso No. F/ 851-01869⁴.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Chihuahua).** Al cierre de 2025, el monto acumulado que recibió el Estado por este concepto fue de P\$29,982.1m, lo que representó un incremento nominal de 5.8% respecto a 2024. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2026 y estimaciones de HR Ratings, se espera que al cierre del presente año el FGP estatal ascienda a un monto de P\$32,006.3m, lo que representaría un incremento anual nominal de 6.8%. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal del FGP estatal de 2021 a 2025 fue de 11.2%, mientras que la TMAC₂₅₋₄₃ nominal en un Escenario Base sería de 6.2%.
- **Tasa de Interés (TIE₂₈).** 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).** Las estructuras cuentan con un FR cuyo saldo objetivo debe ser equivalente a 2.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los reportes del Fiduciario a la fecha de publicación de este reporte, los montos de las reservas cumplen con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.
- **Disposición de los Financiamientos.** Para los CBES de Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m y Banorte P\$500.0m, se realizaron un total de tres disposiciones para cada financiamiento durante 2024 y 2025. En el caso de Banobras P\$1,000.0 (A) se dispuso el 79.0%, para Banobras P\$1,000.0m (B) se dispuso el 81.6%, para BBVA P\$500.0m se dispuso el 84.9%, y finalmente para Banorte P\$500.0m se dispuso el 84.3%. Lo anterior respecto al monto total contratado de cada financiamiento.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** En cumplimiento con la documentación legal y las obligaciones establecidas en cada contrato de crédito, el Estado se encuentra obligado a celebrar coberturas de tasa para todos los financiamientos con la finalidad de que cada estructura se encuentre siempre cubierta ante los posibles movimientos que pueda tener la tasa de interés. A continuación, se describen los instrumentos con los que cuenta cada crédito:
 - **Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), y BBVA P\$500.0m:** El Estado vinculó a cada una de las disposiciones realizadas de estos financiamientos los siguientes instrumentos de cobertura:

⁴ Fideicomiso de Administración y Fuente de pago No. F/851-01869 cuyo Fiduciario es Banco Regional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero (Banregio y/o el Fiduciario).



- Para las primeras disposiciones se contrataron coberturas de tasa tipo *CAP Spread* a un *strike* entre 8.5% y 9.5% con una vigencia de julio de 2025 a julio de 2026. Los instrumentos amparan el 100.0% del saldo insoluto de las primeras disposiciones y fueron celebrados con BBVA, cuya calificación de LP vigente otorgada por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
- Para las segundas disposiciones se contrataron coberturas de tasa tipo *CAP*⁵, a un *strike* de 9.0% con una vigencia de junio de 2025 a junio de 2026. Los instrumentos amparan el 100.0% del saldo insoluto de las segundas disposiciones y fueron celebradas con Santander⁶, cuya calificación de LP vigente otorgada por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
- Para las terceras disposiciones se contrataron coberturas de tasa tipo *CAP Spread* a un *strike* entre 8.5% y 9.5% con una vigencia de agosto de 2025 a septiembre de 2026. Los instrumentos amparan el 100.0% del saldo insoluto de las terceras disposiciones. Finalmente, los derivados fueron celebrada con BBVA.
- **Banorte P\$500.0m:** El Estado vinculó a cada una de las disposiciones realizadas del financiamiento los siguientes instrumentos de cobertura:
 - Para la primera y segunda disposición se contrató una cobertura de tasa tipo *CAP*, a un *strike* de 9.0% con una vigencia de junio de 2025 a junio de 2026. El instrumento ampara el 100.0% del saldo insoluto de la primera y segunda disposición y fueron celebradas con Santander.
 - Para la tercera disposición se contrató una cobertura de tasa tipo *CAP Spread* a un *strike* entre 8.5% y 9.5% con una vigencia de septiembre de 2025 a agosto de 2026. El instrumento ampara el 100.0% del saldo insoluto de la disposición y fue celebrado con BBVA.
- **Banobras P\$5,000.0m (A) y Banobras P\$5,000.0m (B):** Los financiamientos cuentan con el amparo de una cobertura de tasa tipo *CAP Spread* a una tasa entre 7.75% y 8.75%, con una vigencia de octubre de 2025 a noviembre de 2026. Los instrumentos cubren el 100.0% del saldo insoluto de cada financiamiento y fueron celebrados con Banorte, cuya calificación de LP vigente es de HR AAA.
- **Banobras P\$4,416.5m:** El financiamiento cuenta con el amparo de una cobertura de tasa tipo *CAP Spread* a una tasa entre 7.75% y 8.75% con una vigencia de octubre de 2025 a noviembre de 2026. El instrumento cubre el 100.0% del saldo insoluto y fue celebrado con BBVA.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado de Chihuahua.** La calificación quirografaria del Estado es de HR A+ con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 16 de abril de 2025.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR⁷ Primaria promedio.** Bajo un Escenario Base, si durante los próximos doce meses, de febrero de 2026 a enero de 2027, la cobertura primaria promedio estimada fuera inferior a los niveles señalados a continuación, la calificación de los créditos se podría revisar a la baja:

⁵ Los CAPS contratados con Santander representan una Opción de Compra, lo que significa la opción donde el Estado tiene el derecho mas no a obligación de recibir en la fecha de liquidación una cantidad por parte de Santander, mientras que, Santander tiene la obligación de entregar, en caso de que el Estado ejerza su derecho, en una fecha de liquidación, otra cantidad.

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

⁷ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés).



- **Para Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m y Banorte P\$500.0m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.6x. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.6x en un Escenario Base.
- **Para Banobras P\$5,000.0m (A), P\$5,000.0m (B), y Banobras P\$4,416.5m.** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 4.2x. Actualmente se espera un nivel promedio de 4.5x en un Escenario Base.



@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. Para Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m, Banorte P\$500.0m, y Banobras P\$4,416.5m: Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	Para Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m, Banorte P\$500.0m la calificación anterior fue HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Para Banobras P\$5,000.0m (A), Banobras P\$5,000 (B), y Banobras P\$4,416.5m la calificación anterior fue HR AA+ (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	20 de marzo de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2021 a enero de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Chihuahua y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Para Banobras P\$1,000.0m (A), Banobras P\$1,000.0m (B), BBVA P\$500.0m, y Banorte P\$500.0m: Calificación de Largo Plazo en escala nacional otorgada a BBVA y Santander por Fitch Ratings de AAA(mex). Para Banobras P\$4,416.5m: Calificación de Largo Plazo en escala nacional otorgada a BBVA por Fitch Ratings de 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 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).

Esta es una calificación no solicitada, por lo que HR Ratings no recibió pago alguno de sociedad o persona, para su emisión. Las calificaciones no solicitadas se emiten de acuerdo con las metodologías vigentes de la Institución y siguen las mismas políticas y procedimientos que para las calificaciones solicitadas, en lo que resulte aplicable. HR Ratings podrá retirar o cambiar esta calificación en cualquier momento, sin ningún tipo de responsabilidad

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 directo 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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS