

BBVA
P\$806.2m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
10 de abril de 2026
A NRSRO Rating*

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2026

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas
Analista Responsable



Melissa Caraveo

melissa.caraveo@hrratings.com

Analista



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@hrratings.com

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas e Infraestructura

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Campeche con BBVA, por un monto inicial de P\$806.2m

La ratificación de la calificación del Crédito Bancario Estructurado (CBE) contratado por el Estado de Campeche¹ con BBVA² en 2017, es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 73.6% (vs. 72.5% en la revisión anterior). El aumento en la métrica obedece principalmente a dos factores. El primer factor se debe al ajuste en nuestras estimaciones de largo plazo sobre la fuente de pago del crédito. Se espera que la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del FGP nominal de 2026 a 2037, en un Escenario de Estrés, sea de 2.8% (vs. 2.0% proyectado en la revisión anterior). El segundo factor se debe a una disminución en las estimaciones de HR Ratings sobre el nivel de la tasa de interés (5.8% actual vs. 6.5% estimada en la revisión anterior). Asimismo, se considera la incorporación de un ajuste cualitativo positivo derivado de la calificación quirografaria del Estado. De acuerdo con el análisis de flujos, el mes con mayor estrés de la estructura sería en octubre de 2036, con una DSCR³ primaria esperada de 2.2 veces (x).

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP⁴ del Estado de Campeche).** En 2025, el FGP que recibió el Estado fue de P\$8,327.3 millones (m). Esta cifra fue 21.2% mayor a lo observado en 2024 y 7.3% superior con respecto al monto estimado en la revisión previa de la calificación. Para 2026, de acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF), HR Ratings

¹ Estado de Campeche (y/o el Estado).

² BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA y/o el Banco).

³ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés

⁴ Fondo General de Participaciones (FGP).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

estima que el FGP del Estado sea de P\$6,784.6m, lo cual representaría una disminución de 18.5%. Esto se debe a una reducción en la proporción que le correspondería al Estado del FGP Nacional (0.85% en 2025 vs. 0.64% en 2026). La TMAC nominal de 2021 a 2025 del FGP estatal fue de 10.6%. Por su parte, la TMAC₂₅₋₃₇ nominal del FGP del Estado en un Escenario Base sería 4.8% y en uno de estrés sería 0.8%.

- **Tasa de interés (TIIE₂₈).** En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de 7.3%. Por otro lado, para el cierre de 2026 de acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, se espera que el nivel sea de 6.8%.
- **DSCR Primaria.** Para los próximos cinco años de vigencia del crédito (de 2027 a 2031), HR Ratings estima que el nivel promedio de la cobertura primaria sea de 4.4x en el Escenario Base y 4.0x en el Escenario de Estrés.
- **Fondo de Reserva (FR).** El contrato de crédito establece la obligación de constitución, mantenimiento y, en su caso, reconstitución de un FR, cuyo saldo objetivo debe equivaler el 2.5x el Servicio de la Deuda (SD) del periodo de pago inmediato siguiente, conforme a lo establecido en el Primer Convenio Modificadorio de 2023 (antes 3.5x). De acuerdo con los reportes del Fiduciario, el saldo observado al mes de enero de 2026 fue de P\$41.5m, el cual se encuentra por arriba del 2.5x establecido.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Campeche.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Campeche es HR AA+ con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 26 de mayo de 2025.
- **Ajuste cualitativo positivo.** De acuerdo con nuestra metodología, se considera un ajuste cualitativo positivo cuando la calificación de la Deuda Estructurada (DE) es igual a la calificación quirografaria del Estado y se cumple con lo siguiente: i) la DE cuenta con un análisis legal que confirma la validez, exigibilidad y oponibilidad del fideicomiso ante terceros, y que su instrumentación es adecuada; ii) la DE cuenta con una cobertura de servicio de la deuda (DSCR) primaria proyectada mínima anual de 2.0x a lo largo de su vigencia legal en un escenario de base; iii) la DE cuenta con un Fondo de Reserva mínimo anual proyectado equivalente a 1.0x el servicio de la deuda a lo largo de su vigencia en un escenario de base; y iv) la DE no contiene cláusulas contractuales que aumenten significativamente su riesgo de crédito. El financiamiento cumple con estos cuatro criterios, por lo que se incorpora un ajuste cualitativo positivo sobre la calificación.

Factores Adicionales Considerados

- **Cobertura de Tasa de Interés.** De acuerdo con la documentación legal del financiamiento, el Estado tiene la obligación de mantener una cobertura de tasa de interés durante la vigencia del crédito que cubra por lo menos el 30.0% del saldo insoluto y por periodos mínimos de un año. Actualmente, el financiamiento tiene contratado dos coberturas de tasa tipo CAP. La primera fue contratada con Santander⁵ en diciembre de 2023, a una tasa de 11.5%, cuya vigencia finaliza en noviembre de 2026. La segunda fue contratada con Banorte⁶ en octubre de 2025, a una tasa de 8.5% cuya vigencia finaliza el 25 de octubre de 2028. En conjunto, ambas coberturas amparan el 31.42% del saldo insoluto. La calificación de largo plazo de Banorte es de HR AAA, mientras que la calificación de largo plazo de Santander es equivalente a HR AAA.

⁵ Banco Santander México S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México.

⁶ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores que Podrían Bajar la Calificación del Financiamiento

- **Calificación Quirografaria del Estado.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado de Campeche se revise a la baja, la calificación del crédito también se degradaría.



@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.
Fecha de última acción de calificación	4 de abril de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a febrero de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información del Fiduciario, del Estado de Campeche y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación de deuda a largo plazo en escala nacional otorgada por Fitch Ratings de AAA(mex) a Santander.
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.

* 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).

**Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

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, 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