

Banorte
P\$1,022.8m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

BBVA
P\$2,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Santander
P\$2,000.0m (A)
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Santander
P\$2,000.0m (B)
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2026

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



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



Fernando Orozco
fernando.orozco@hrratings.com
Analista



Diego Paz
diego.paz@hrratings.com
Asociado



Roberto Ballinez
roberto.balinez@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 Veracruz con Banorte, BBVA y Santander

La ratificación de las calificaciones de los cuatro Créditos Bancarios Estructurados (CBES), contratados por el Estado de Veracruz (Veracruz y/o el Estado) con diversas instituciones financieras es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento:

1. Banorte¹ por P\$1,022.8 millones (m), contratado en 2020, con una TOE de 100.0% (vs. 100.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. BBVA² por P\$2,000.0m, contratado en 2020, con una TOE de 100.0% (vs. 100.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Santander³ por P\$2,000.0m (A), contratado en 2020, con una TOE de 100.0% (vs. 100.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
4. Santander por P\$2,000.0m (B), contratado en 2020, con una TOE de 100.0% (vs. 100.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

La magnitud de la TOE de cada crédito se debe a las estimaciones de HR Ratings en el corto y largo plazo del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado; el nivel esperado de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIE₂₈); del perfil de amortización correspondiente a cada estructura, y de la Garantía de Pago Oportuno (GPO) vinculada a cada uno de

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

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

³ Banco Santander México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).



los financiamientos. De acuerdo con las estimaciones de flujos de HR Ratings, el mes de mayor debilidad para todas las estructuras sería octubre de 2032, con una DSCR⁴ primaria mínima de 3.8 veces (x). Finalmente, los cuatro CBES se encuentran inscritos en el Fideicomiso No. F/851-01936⁵.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Veracruz).** El FGP recibido por el Estado al cierre de 2025 fue por P\$59,108.9m. Este monto representó una desviación positiva de 2.6% frente a lo esperado en la revisión previa y un crecimiento anual nominal de 8.5% en comparación con el monto observado en 2024. Dicho incremento resultó de una mayor participación estatal en el fondo nacional (6.02% observado vs. 5.99% estimado) y del desempeño del FGP nacional, el cual creció 6.5% en comparación con 2024. Por otro lado, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2026 y en estimaciones propias de HR Ratings, se proyecta un FGP estatal de P\$62,934.6m para dicho ejercicio, cifra que implicaría un crecimiento anual nominal de 6.5%. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal del fondo estatal entre 2021 y 2025 se ubicó en 9.7%.
- **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 y de acuerdo con las estimaciones actuales de HR Ratings, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 6.8%.
- **Fondo de Reserva (FR).** Conforme con los contratos de crédito, el Estado debe mantener y, de ser necesario, restituir un FR para cada uno de los financiamientos con un saldo objetivo equivalente a la suma del Servicio de la Deuda (SD) de los tres meses inmediatos siguientes. Los recursos de este fondo podrán ser utilizados si el porcentaje del FGP asignado a cada estructura resulta insuficiente para cubrir las obligaciones de pago en la fecha correspondiente; en cuyo caso, el Estado deberá reconstituir el fondo mediante el FGP asignado o con recursos propios, en un plazo de 25 días naturales, o bien, antes de la siguiente fecha de pago. De acuerdo con los reportes del Fideicomiso, el FR de los créditos en febrero de 2026 se encuentra en línea con lo estimado por HR Ratings.
- **GPO.** Los cuatro financiamientos cuentan con una GPO celebrada con Banobras⁶, por un monto de hasta 15.0% del saldo insoluto de cada uno de los créditos. Esta garantía posee el carácter de incondicional, irrevocable y no revolvente. Su activación ocurre únicamente si los recursos del FR resultan insuficientes para cubrir el SD mensual. La calificación de LP de Banobras, otorgada por otra agencia calificadora, es equivalente a HR AAA.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado de Veracruz.** La calificación quirografaria vigente del Estado es de HR A con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 18 de junio de 2025.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR primaria.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados, de marzo de 2026 a febrero de 2027, la cobertura primaria promedio fuera inferior a 3.2x en un Escenario Base, HR Ratings podría revisar a la baja la calificación de los CBES. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.6x para todos los financiamientos.

⁴ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01936 (el Fideicomiso), cuyo Fiduciario es Banco Regional, S.A. Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero (Banregio y/o el Fiduciario).

⁶ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).



@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. Garantías Parciales para Emisiones de Deuda Estructuradas y Quirografarias, Metodología de Deuda, agosto de 2023. Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para: Banorte P\$1,022.8m, BBVA P\$2,000.0m, Santander P\$2,000.0m (A) y Santander P\$2,000.0m (B).
Fecha de última acción de calificación	15 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 proporcionada por el Estado, estados de cuenta del Fiduciario y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Fitch Ratings de AAA(mex) a Banobras.
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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra 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 ("HR Ratings").

**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