Estado de Zacatecas

Créditos Bancarios Estructurados

Banorte	Banobras	Banobras
P$4,073.5m	P$2,800.0m	P$468.1m
HR AAA (E)	HR AAA (E)	HR A+ (E)
Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Positiva

Finanzas Públicas Estructuradas
13 de julio de 2026
*A NRSRO Rating**

2024	2025	2026
HR AAA (E)	HR AAA (E)	HR AAA (E)
Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable



Diego Paz
diego.paz@hrratings.com
Asociado
Analista Responsable



Melissa Caraveo
melissa.caraveo@hrratings.com
Analista



Natalia Sales
natalia.sales@hrratings.com
Directora Asociada de Finanzas Públicas Estructuradas



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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable, para dos CBEs y ratificó la calificación de HR A+ (E) con Perspectiva Positiva para otro CBE, todos contratados por el Estado de Zacatecas con Banorte y Banobras

La ratificación de las calificaciones sobre los tres Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Zacatecas (Zacatecas y/o el Estado) son resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. La TOE de cada financiamiento fue:

1. Banorte[1] por P$4,073.5 millones (m), contratado en 2017, con una TOE de 85.5% (vs. 84.6% de la revisión anterior), se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras[2] por P$2,800.0m, contratado en 2017, con una TOE de 81.0% (vs. 79.7% de la revisión anterior), se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. Banobras por P$468.1m, contratado en 2017, con una TOE de 49.6% (vs. 46.0% de la revisión anterior), se ratifica la calificación en un nivel de HR A+ (E) con Perspectiva Positiva. Conforme a la metodología de HR Ratings[3], se considera relevante la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas, debido a que según el contrato de crédito, el Estado responderá del cumplimiento de las obligaciones de pago con todos los bienes y derechos que conforman su hacienda pública.

El crecimiento en las métricas se debe a una mejora en las estimaciones de la fuente de pago asignada a los financiamientos, la cual se compone por el Fondo de General de Participaciones (FGP) y el Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de

[1] Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).
[2] Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).
[3] Para mayor información, favor de consultar: https://www.hrratings.com/docs/metodologia/Metodologia_Deuda_Estructurada_Subnacionales.pdf

las Entidades Federativas (FAFEF) correspondientes al Estado de Zacatecas. En la sección de cada crédito se describen dichos movimientos.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP del Estado de Zacatecas).** Al cierre de 2025, el FGP estatal ascendió a P$11,439.5m, lo que representó un incremento anual nominal de 6.8% con respecto al monto recibido en 2024 y fue 1.1% inferior a lo estimado en la revisión previa. Este avance derivó de un crecimiento del 6.5% del FGP nacional en ese mismo periodo. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) para el ejercicio fiscal 2026 y estimaciones de HR Ratings, se espera que el FGP estatal en 2026 sea de P$13,600.5m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 18.9%. Adicionalmente, la $TMAC_{21\text{-}35}$ nominal del FGP de Zacatecas en un Escenario Base fue de 10.0%.
- **Fuente de Pago Subsidiaria (FAFEF[4] del Estado de Zacatecas).** En 2025, el FAFEF del Estado fue por un monto total de P$967.2m, lo cual representó un crecimiento de 7.9% respecto a la cifra observada al cierre de 2024. Dicho crecimiento respondió tanto al crecimiento de 7.2% que registró el FAFEF Nacional respecto a 2024, como al hecho de que la proporción recibida por el Estado sobre el total del fondo nacional fue mayor a la prevista (1.41% en 2025 vs. 1.40% en 2024). Por otro lado, con base en el PEF 2026, cifras observadas hasta mayo de 2026 y estimaciones de HR Ratings, se prevé que el FAFEF del Estado sea por un monto total de P$1,016.2m. Esto representaría un crecimiento nominal de 5.1% respecto al año previo. Finalmente, la TMAC nominal de 2021 a 2025 fue de 8.8% en un Escenario Base.
- **Tasa de Interés ($TIIE_{28}$).** De acuerdo con las estimaciones actuales de HR Ratings, para el cierre de 2026 se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 6.8%. Por otro lado, hasta la vigencia restante de los financiamientos, es decir, de 2027 a 2037, se esperaría un nivel de $TIIE_{28}$ promedio de 6.6% en un Escenario Base y 6.1% en un Escenario de Estrés.
- **Cobertura de tasa de interés de Banorte P$4,073.5m.** De acuerdo con los documentos legales del crédito, el Estado tiene la obligación de contratar una cobertura de tasa de interés. Actualmente, el crédito no cuenta con ningún instrumento vinculado, debido a que este venció en enero de 2026. A partir de la notificación del incumplimiento, el Estado cuenta con un plazo de doce meses para subsanar dicha situación. Posterior a esto se podría activar un Evento de Aceleración. No obstante, el Estado solicitó una prórroga para su contratación, HR Ratings le dará seguimiento a lo anterior.
- **Fondo de Reserva (FR).** Las tres estructuras cuentan con un FR cuyo saldo objetivo es equivalente a 2.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso No. 1121[5], hasta mayo de 2026, los saldos de las reservas tuvieron una desviación positiva promedio de 6.7% en comparación con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.

Factores Adicionales Considerados

- **Afectación del FAFEF.** De acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), el FAFEF se distribuye mediante 12 ministraciones mensuales iguales durante el año. En el artículo 50 se establece que las entidades federativas no podrán afectar más del 25.0% de los recursos de FAFEF que anualmente les corresponden. El monto máximo asignable del

[4] Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas.
[5] Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121 (el Fideicomiso) cuyo fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Invex y/o el Fiduciario).

FAFEF corresponde al monto máximo entre: i) el 25.0% del FAFEF del Estado del año en curso, o ii) el 25.0% del FAFEF del año de contratación de los créditos; en todos los casos, la fecha de contratación fue 2017. Cabe mencionar que la TOE de los financiamientos considera esta condición al momento de su cálculo.

Factores que Podrían Subir la Calificación del crédito Banobras P$468.1m

- **Desempeño de la Fuente de Pago.** En caso de que, en los próximos doce meses proyectados, de junio de 2026 a mayo de 2027, se cumplieran las estimaciones de HR Ratings sobre la Fuente de Pago, la calificación del crédito se revisaría al alza.
- **Calificación Quirografaria del Estado.** Actualmente, la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas es de HR A+ con Perspectiva Positiva. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 29 de julio de 2025. En caso de que se materialice la Perspectiva Positiva del Estado, la calificación del crédito se revisaría al alza.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR[6] primaria.** En caso de que, en los próximos doce meses proyectados, de junio de 2026 a mayo de 2027, el nivel promedio de la DSCR primaria presentara las siguientes desviaciones, la calificación de los créditos se podría modificar:
  - **Banorte P$4,073.5m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 3.9x, la calificación del financiamiento se podría revisar a la baja. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.8x.
  - **Banobras P$2,800.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 4.2x, la calificación del financiamiento se podría revisar a la baja. Actualmente se espera un nivel promedio de 5.9x.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Zacatecas y desempeño de la Fuente de Pago.** Para el crédito de Banobras P$468.1m, en caso de que el FGP del Estado fuera 0.7% inferior a las estimaciones actuales y, de manera simultánea, la calificación quirografaria del Estado de Zacatecas fuera igual o inferior a un nivel de HR A-, la calificación del CBE se podría revisar a la baja.

[6] Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*DSCR*, por sus siglas en inglés).

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.
Calificación anterior	*HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los créditos Banorte P$4,073.5m y Banobras P$2,800.0m. **HR A+ (E) con Perspectiva Positiva para el crédito Banobras P$468.1m.
Fecha de última acción de calificación	*15 de julio de 2025. **31 de julio de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a mayo de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, el Fiduciario 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.

***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 de 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 calificadora 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