

BBVA
P\$4,728.8m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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

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

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

Banorte
P\$1,500.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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

Santander
P\$494.7m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Analista Responsable
Asociado



Fernanda Ángeles

fernanda.angeles@hrratings.com

Analista Senior



Diego Blancas

diego.blancas@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) con Perspectiva Estable, para siete créditos bancarios estructurados contratados por el Estado de Chihuahua con BBVA, Santander y Banorte, cuya fuente de pago es el FGP estatal

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

- BBVA¹ P\$4,728.8 millones (m), contratado en 2024, con una TOE de 83.8% (vs. 82.0% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander² P\$500.0m (A), contratado en 2024, con una TOE de 83.8% (vs. 81.8% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander P\$500.0m (B), contratado en 2024, con una TOE de 83.7% (vs. 81.8% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- BBVA P\$1,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 83.7% (vs. 81.9% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banorte³ P\$1,500.0m, contratado en 2024, con una TOE de 83.4% (vs. 81.3% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

¹ BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- Santander P\$494.7m, contratado en 2024, con una TOE de 81.3% (vs. 81.6% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander P\$1,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 80.4% (vs. 80.8% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación en un nivel de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El movimiento en la TOE de cada financiamiento se debe a diversos factores como lo son: i) las estimaciones de HR Ratings en el Corto Plazo (CP) del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado, ii) al nivel esperado de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE₂₈), iii) al plazo con el que cada financiamiento cuenta para liquidar sus obligaciones y, iv) a un ajuste positivo en el nivel de sobretasa aplicable a los financiamientos debido a una mejora en la calificación de mercado de los financiamientos.

Principales Factores Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP del Estado de Chihuahua).** Al cierre de 2025, el FGP estatal ascendió a P\$29,982.1m, lo que representó un incremento anual nominal de 5.8% con respecto al monto recibido en 2024 y fue 1.2% superior a lo estimado en la asignación de las calificaciones. 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\$30,465.3m, lo que representaría un crecimiento anual nominal de 1.6%. Adicionalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2021 a 2025 del FGP de Chihuahua fue de 11.2%.
- **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%.
- **Coberturas de Tasa de Interés.** De acuerdo con los contratos de crédito, el Estado está obligado a contratar una cobertura de tasa de interés para cada financiamiento, con el fin de mitigar el riesgo de fluctuaciones futuras. Dicha cobertura debe mantenerse vigente durante toda la vida de los créditos, cubriendo el 100.0% del saldo insoluto con una vigencia mínima de un año, y la contraparte debe contar con una calificación igual o superior a HR BB+. A la fecha de publicación de este reporte y con base en el Acta de Fallo publicada por el Estado, los créditos cuentan con una serie de coberturas de tasa tipo *CAP Spread* pactadas con Banorte a un *strike* de entre 8.5% y 9.5% a un plazo de un año, que cubren el 100.0% del saldo insoluto de cada estructura. La calificación de Largo Plazo (LP) de Banorte es HR AAA.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, cada estructura tiene la obligación de constituir un Fondo de Reserva (FR) cuyo saldo objetivo debe ser equivalente a 2.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes en curso. Este fondo se utilizará en caso de que los recursos derivados del porcentaje asignado resulten insuficientes para que el Fiduciario cubra el SD. De utilizarse dichos recursos, el Estado deberá restituir el fondo en un plazo de 30 días naturales a partir de su uso. Con base los estados de cuenta de mayo de 2026, los FR de las estructuras se encontraron en línea con las estimaciones de HR Ratings

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente del Estado es de HR A+ con Perspectiva Negativa. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación que fue el 28 de abril de 2026.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR⁴ primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de junio de 2026 a mayo de 2027, la cobertura primaria promedio de los siete financiamientos se comportara de la siguiente manera, la calificación se podría revisar a la baja:
 - a. Para los CBEs de **Banorte P\$1,500.0m**, **BBVA P\$1,000.0m**, **BBVA P\$4,728.8m**, **Santander P\$500.0m (A)** y **Santander P\$500.0m (B)** en caso de que la DSCR primaria promedio fuera inferior a 3.6x en un Escenario Base. Actualmente esperamos una DSCR promedio de 5.7x.
 - b. Para los CBEs de **Santander P\$1,000.0m** y **Santander P\$494.7m** en caso de la DSCR primaria promedio fuera inferior a 4.3x en un Escenario Base. Actualmente esperamos una DSCR promedio de 5.4x.

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



@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.
Calificación anterior	Para los 7 CBEs la calificación fue de: HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	21 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 de Chihuahua 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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS