

BANORCB 23
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Instituciones Financieras
23 de febrero de 2026

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2026

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Mauricio Gómez

mauricio.gomez@hrratings.com

Analista Responsable
Asociado Sr.



Oscar Herrera, CFA

oscar.herrera@hrratings.com

Subdirector de Instituciones Financieras
/ ABS



Roberto Soto

roberto.soto@hrratings.com

Director Ejecutivo Sr. de Instituciones
Financieras / ABS



Angel García

angel.garcia@hrratings.com

Director Ejecutivo Sr. de Instituciones
Financieras / ABS

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra BANORCB 23, considerando las modificaciones realizadas en el colateral de la Estructura

La ratificación de la calificación para la emisión de Certificados Bursátiles (CEBURS) Fiduciarios con clave de pizarra BANORCB 23¹, con Banorte² como Fideicomitente, se basa en la calidad crediticia del portafolio de contratos que conforman el colateral de la Transacción, los cuales constituyen la fuente de pago de esta. El colateral está compuesto por 17 créditos estructurados de Banorte, otorgados a entidades subnacionales con fuente de pago de ingresos federales³, los cuales mantienen una elevada calidad crediticia. Al respecto, durante enero de 2026, el Fideicomitente incorporó cinco nuevos contratos de crédito, mientras que dio de baja cuatro (dos amortizaciones en fechas de pago anteriores y dos reversiones). La calificación considera la elevada capacidad operativa del Fideicomitente, el cual cuenta con una calificación de HR AAA con Perspectiva Estable otorgada por HR Ratings el 20 de octubre de 2025. Por su parte, la Emisión tiene un Aforo Objetivo de 1.10 veces (x), que se deberá mantener a través de amortizaciones objetivo y un Aforo Mínimo de 1.05x.

¹ Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra BANORCB 23 (los CEBURS Fiduciarios y/o la Emisión).

² Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Fideicomitente).

³ Así como el FAFEF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Análisis de Flujo de Efectivo y Características de la Transacción

- **Calidad crediticia de los Derechos de Cobro de la Emisión.** El colateral está compuesto por 17 créditos estructurados, otorgados a entidades subnacionales con fuente de pago de ingresos federales.
- **Escenario de estrés.** En el escenario de estrés no se considera el incumplimiento de los Derechos de Cobro subyacentes debido a su calidad crediticia; no obstante, se considera un entorno de bajo crecimiento y baja inflación. En el escenario de estrés se espera la liquidación de la Emisión en julio de 2047.
- **Razón de Aforo.** La Estructura considera una Razón Aforo Objetivo de 1.10x y Razón de Aforo Mínimo de 1.05x. Al cierre de enero de 2026, la Razón de Aforo se mantuvo en un nivel igual o superior a la Razón de Aforo Mínimo (1.05x) y la Razón de Aforo Objetivo (1.10x); no obstante, en abril, mayo y junio de 2025, así como noviembre y diciembre de 2025, dicha razón fue inferior a la Razón de Aforo Mínimo como consecuencia de prepagos de los Derechos de Cobro. Sin embargo, en dichos periodos existió una dispensa de la Razón de Aforo Mínimo. Es importante mencionar que la Razón de Aforo no considera en el cálculo el Efectivo Fideicomitado (a excepción del contenido en la Cuenta de Reserva).
- **Esquema de amortización.** La Estructura cuenta con un esquema de amortización objetivo, donde se permite la liberación de remanentes si se cumple la Razón de Aforo Objetivo de forma mensual.
- **Cobranza 12 meses (12m) en línea con la esperada por HR Ratings.** La cobranza programada (excluyendo prepagos) 12m acumula un monto de P\$3,339.7m al cierre de enero de 2026 (vs. P\$3,474.0m en el escenario base y P\$3,467.3m en el escenario de estrés).
- **Cuenta de Reserva.** La Transacción considera una Cuenta de Gastos Anuales, Cuenta de Reserva de Intereses y Cuenta de Reserva de Principal. Al cierre enero de 2026, la Estructura tenía un saldo de Efectivo Fideicomitado de P\$1,033.6 millones (m), el cual incluye la Cuenta de Cobranza.

Factores Adicionales Considerados

- **Fuente de Pago de los créditos subnacionales.** El portafolio propuesto tiene como fuente de pago el Fondo General de Participaciones del Ramo 28.
- **Dispensa de la Razón de Aforo Mínimo.** La documentación legal establece que, si durante tres Fechas de Cálculo consecutivas la Razón de Aforo es menor a la Razón de Aforo Mínimo, se activa un Evento de Amortización Anticipada Total. No obstante, el 7 de agosto de 2025 los Tenedores aprobaron una dispensa de seis meses (Periodo de Dispensa), a partir del 31 de julio de 2025, de la obligación de la Emisión de mantener una Razón de Aforo igual o superior a la Razón de Aforo Mínimo.
- **Ausencia de un Administrador Maestro.** El reporte de la Transacción es realizado por el Administrador del portafolio (Banorte), el cual tiene una calificación de HR AAA con Perspectiva Estable otorgada por HR Ratings el 20 de octubre de 2025.
- **Cartera concentrada.** Los cinco principales créditos del portafolio representan 49.4% del portafolio total, por lo que un deterioro en la calidad crediticia de los mismos podría modificar el perfil de riesgo de la Transacción.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Movimiento a la baja en la calidad crediticia ponderada de la cartera cedida.** La calificación de la Emisión considera el riesgo ponderado de los créditos cedidos al Fideicomiso. En caso de que alguna calificación presente un movimiento a la baja, esto podría impactar la calificación de la Emisión.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Razón de Aforo. $(\text{Saldo Total de los Activos} + \text{Saldo de la Cuenta de Reserva de intereses}) / (\text{Saldo de Principal de los CEBURS Fiduciarios} - \text{Cantidades por Utilizar para Amortizar el Principal conforme al Reporte Mensual})$.



@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*	Criterios Generales Metodológicos (México), Octubre 2024 Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respalhada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Enero 2023 Metodología de Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, Noviembre 2024
Calificación anterior	HR AAA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	4 de julio de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Noviembre de 2007 – Enero de 2026
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera y legal proporcionada por el Fideicomitente.
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)	La calificación ya considera dicho factor de riesgo.
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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

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, (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 de México, 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