

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

Banobras
P\$5,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$3,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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

Banorte
P\$3,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
9 de marzo de 2026
A NRSRO Rating**

Banorte
P\$3,300.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$2,808.4m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas
Analista Responsable



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 Quintana Roo con Banobras, Banorte, BBVA y Santander

La ratificación de las calificaciones de los siete créditos bancarios estructurados (CBES) contratados por el Estado de Quintana Roo (Quintana Roo y/o el Estado) con diversas instituciones es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada crédito:

- Santander¹ P\$1,500.0 millones (m), contratado en 2024, con una TOE de 81.6% (vs. 81.9% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras² P\$5,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 81.3% (vs. 81.6% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras P\$3,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 81.1% (vs. 81.4% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- BBVA³ P\$1,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 81.1% (vs. 81.4% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banorte⁴ P\$3,000.0m, contratado en 2024, con una TOE de 81.0% (vs. 81.4% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

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

² Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

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

⁴ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- Banorte P\$3,300.0m, contratado en 2024, con una TOE de 81.0% (vs. 81.3% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras P\$2,808.4m, contratado en 2024, con una TOE de 80.9% (vs. 81.2% en la revisión anterior); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

El movimiento en las TOE de los financiamientos es resultado de dos factores; el primero se asocia con el incremento en el pago proyectado del Servicio de la Deuda (SD) y el segundo a una disminución en el corto plazo en el Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado. HR Ratings estima un aumento respecto a la revisión anterior en los flujos que el Estado tendría que liquidar por concepto de los SWAPS asociados a los créditos, mientras que para el FGP estatal se estima que, durante 2026 y 2027, este fondo sea en promedio 1.6% inferior a nuestras estimaciones de la revisión anterior, en un escenario base.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Quintana Roo).** Al cierre de 2025, el monto acumulado que recibió el Estado por este concepto fue de P\$14,543.3m, lo que representó un incremento del 13.6% respecto al monto observado en el mismo periodo del año previo. De acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2026 y estimaciones de HR Ratings, se espera que al cierre del 2026 el FGP de Quintana Roo ascienda a un monto de P\$14,427.6m, lo que representaría una disminución anual nominal de 0.8% respecto al cierre de 2025. En línea con lo anterior, se estima que la proporción del FGP estatal respecto al FGP nacional durante 2026, represente en promedio 1.36% (vs 1.47% promedio durante 2025). La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal del FGP estatal de 2021 a 2025 fue de 13.7%, mientras que la TMAC₂₅₋₅₃ nominal en un escenario base sería de 5.9%.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de 7.3%. HR Ratings estima que, para el cierre de 2026, el nivel de la tasa de interés sea de 6.5%.
- **Fondo de Reserva (FR).** Los siete financiamientos cuentan con la obligación de constituir un FR, cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.0 veces (x) el SD del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso⁵ proporcionados por el Fiduciario, hasta enero de 2026, los FR se encontraban en línea con las estimaciones de HR Ratings.
- **Coberturas de Tasa de Interés.** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, para los créditos de Banobras, el Estado tiene la obligación de contratar y mantener durante toda la vigencia de los créditos algún instrumento de cobertura de tasa de interés que cubra al menos el 50.0% de su saldo insoluto. Para el resto de las estructuras, tiene la opción, mas no la obligación, de contratar coberturas de tasa de interés. Los instrumentos derivados fueron contratados el 15 de agosto de 2024 con las siguientes características:
 - **Banobras P\$5,000.0m, Banobras P\$3,000.0m y Banobras P\$2,808.4m.** Cada una de las estructuras tiene adherida una cobertura tipo SWAP a una tasa *strike* de 9.3100% con vencimiento en julio de 2028. Dichos instrumentos cubren el 100.0% del saldo insoluto de los CBES y fueron contratados con Banorte, cuya calificación vigente de Largo Plazo (LP) es de HR AAA.

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/744634 (el Fideicomiso), cuyo Fiduciario es Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (el Fiduciario).



- **Banorte P\$3,000.0m y Banorte P\$3,300.0m.** Cada una de las estructuras tiene adherida una cobertura tipo SWAP a una tasa *strike* de 9.2998% con vencimiento en julio de 2028. Los instrumentos amparan el 100.0% del saldo insoluto de cada crédito y fueron contratados con Multiva⁶, cuya calificación vigente de LP de es de HR A+. De acuerdo con la metodología de HR Ratings y dado que la calificación de la contraparte es inferior a la de la estructura, solo se consideran los montos que el Estado tendría que pagar por el intercambio de flujos.
- **BBVA P\$1,000.0m.** El financiamiento cuenta con una cobertura tipo SWAP a una tasa *strike* de 9.2630% con vencimiento en julio de 2028. El instrumento cubre el 100.0% del saldo insoluto del crédito y fue celebrado con Santander, cuya calificación de LP asignada por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
- **Santander P\$1,500.0m.** La estructura cuenta con una cobertura tipo SWAP a una tasa *strike* de 9.2513% con vencimiento en julio de 2028. El instrumento cubre el 100.0% del saldo insoluto del crédito y fue celebrado con Santander.

Factor Adicional Considerado

- **Calificación Quirografaria de Quintana Roo.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Quintana Roo es de HR A+ con Perspectiva Positiva. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 28 de agosto de 2025.

Factores que Podrían Bajar la Calificación de los Créditos

- **Desempeño de la DSCR⁷ primaria de los financiamientos.** En caso de que durante los próximos doce meses proyectados (febrero de 2026 a enero de 2027), la DSCR primaria promedio fuera inferior a 3.1x, la calificación de los financiamientos se podría revisar a la baja. Actualmente se espera una DSCR primaria promedio de 5.2x para el mismo periodo.

⁶ Banco Multiva S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva (Multiva).

⁷ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (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. Para Santander P\$1,500.0m y BBVA P\$1,000.0m: Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	Para los 7 CBEs la calificación anterior fue de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	3 de marzo de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2021 a enero de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Quintana Roo y fuente de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Para Santander P\$1,500.0m y BBVA P\$1,000.0m: calificación otorgada por Moody's Local a Santander de AAAmx.
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.

*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 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 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, 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 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 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 (cuatro 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