Estado de Campeche

Crédito Bancario Estructurado

BBVA
P$806.2m
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
10 de abril de 2026
*A NRSRO Rating**

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



Natalia Sales
natalia.sales@hrratings.com
Subdirectora de Finanzas Públicas Estructuradas
Analista Responsable



Melissa Caraveo
melissa.caraveo@hrratings.com
Analista



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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Campeche con BBVA, por un monto inicial de P$806.2m

La ratificación de la calificación del Crédito Bancario Estructurado (CBE) contratado por el Estado de Campeche[1] con BBVA[2] en 2017, es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 73.6% (vs. 72.5% en la revisión anterior). El aumento en la métrica obedece principalmente a dos factores. El primer factor se debe al ajuste en nuestras estimaciones de largo plazo sobre la fuente de pago del crédito. Se espera que la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del FGP nominal de 2026 a 2037, en un Escenario de Estrés, sea de 2.8% (vs. 2.0% proyectado en la revisión anterior). El segundo factor se debe a una disminución en las estimaciones de HR Ratings sobre el nivel de la tasa de interés (5.8% actual vs. 6.5% estimada en la revisión anterior). Asimismo, se considera la incorporación de un ajuste cualitativo positivo derivado de la calificación quirografaria del Estado. De acuerdo con el análisis de flujos, el mes con mayor estrés de la estructura sería en octubre de 2036, con una DSCR[3] primaria esperada de 2.2 veces (x).

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP[4] del Estado de Campeche).** En 2025, el FGP que recibió el Estado fue de P$8,327.3 millones (m). Esta cifra fue 21.2% mayor a lo observado en 2024 y 7.3% superior con respecto al monto estimado en la revisión previa de la calificación. Para 2026, de acuerdo con el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF), HR Ratings

[1] Estado de Campeche (y/o el Estado).
[2] BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA y/o el Banco).
[3] Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés
[4] Fondo General de Participaciones (FGP).

estima que el FGP del Estado sea de P$6,784.6m, lo cual representaría una disminución de 18.5%. Esto se debe a una reducción en la proporción que le correspondería al Estado del FGP Nacional (0.85% en 2025 vs. 0.64% en 2026). La TMAC nominal de 2021 a 2025 del FGP estatal fue de 10.6%. Por su parte, la $TMAC_{25\text{-}37}$ nominal del FGP del Estado en un Escenario Base sería 4.8% y en uno de estrés sería 0.8%.

- **Tasa de interés ($TIIE_{28}$).** En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de 7.3%. Por otro lado, para el cierre de 2026 de acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, se espera que el nivel sea de 6.8%.
- **DSCR Primaria.** Para los próximos cinco años de vigencia del crédito (de 2027 a 2031), HR Ratings estima que el nivel promedio de la cobertura primaria sea de 4.4x en el Escenario Base y 4.0x en el Escenario de Estrés.
- **Fondo de Reserva (FR).** El contrato de crédito establece la obligación de constitución, mantenimiento y, en su caso, reconstitución de un FR, cuyo saldo objetivo debe equivaler el 2.5x el Servicio de la Deuda (SD) del periodo de pago inmediato siguiente, conforme a lo establecido en el Primer Convenio Modificatorio de 2023 (antes 3.5x). De acuerdo con los reportes del Fiduciario, el saldo observado al mes de enero de 2026 fue de P$41.5m, el cual se encuentra por arriba del 2.5x establecido.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Campeche.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Campeche es HR AA+ con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 26 de mayo de 2025.
- **Ajuste cualitativo positivo.** De acuerdo con nuestra metodología, se considera un ajuste cualitativo positivo cuando la calificación de la Deuda Estructurada (DE) es igual a la calificación quirografaria del Estado y se cumple con lo siguiente: i) la DE cuenta con un análisis legal que confirma la validez, exigibilidad y oponibilidad del fideicomiso ante terceros, y que su instrumentación es adecuada; ii) la DE cuenta con una cobertura de servicio de la deuda (DSCR) primaria proyectada mínima anual de 2.0x a lo largo de su vigencia legal en un escenario de base; iii) la DE cuenta con un Fondo de Reserva mínimo anual proyectado equivalente a 1.0x el servicio de la deuda a lo largo de su vigencia en un escenario de base; y iv) la DE no contiene cláusulas contractuales que aumenten significativamente su riesgo de crédito. El financiamiento cumple con estos cuatro criterios, por lo que se incorpora un ajuste cualitativo positivo sobre la calificación.

Factores Adicionales Considerados

- **Cobertura de Tasa de Interés.** De acuerdo con la documentación legal del financiamiento, el Estado tiene la obligación de mantener una cobertura de tasa de interés durante la vigencia del crédito que cubra por lo menos el 30.0% del saldo insoluto y por periodos mínimos de un año. Actualmente, el financiamiento tiene contratado dos coberturas de tasa tipo CAP. La primera fue contratada con Santander[5] en diciembre de 2023, a una tasa de 11.5%, cuya vigencia finaliza en noviembre de 2026. La segunda fue contratada con Banorte[6] en octubre de 2025, a una tasa de 8.5% cuya vigencia finaliza el 25 de octubre de 2028. En conjunto, ambas coberturas amparan el 31.42% del saldo insoluto. La calificación de largo plazo de Banorte es de HR AAA, mientras que la calificación de largo plazo de Santander es equivalente a HR AAA.

[5] Banco Santander México S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México.
[6] Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte.

Factores que Podrían Bajar la Calificación del Financiamiento

- **Calificación Quirografaria del Estado.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado de Campeche se revise a la baja, la calificación del crédito también se degradaría.

Análisis de Escenarios

Figura 1. Características del Financiamiento del Estado de Campeche

Financiamiento	Fideicomiso[1]	Fuente de Pago (FGP)[2]	Plazo (meses)	Vencimiento	Perfil de Amortización	Fondo de Reserva	Margen Aplicable[3]
BBVA P$806.2m	F/0006	5.26%	240	Ago-37	Creciente a tasa mensual de 1.3%	2.5 veces el SD correspondiente al periodo de pago inmediato siguiente	0.45%

Fuente: HR Ratings con base en información de la Secretaría de Administración y Finanzas del Estado de Campeche.

Notas: 1) Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/0006 cuyo Fiduciario es Banco Multiva, S.A, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva, 2) El porcentaje de la fuente de pago está definido en el Primer Convenio modificatorio del contrato de crédito. El porcentaje no considera la proporción correspondiente a los municipios (24.0%), y 3) Corresponde a la menor calificación de mercado del crédito equivalente a HR AAA (E) de acuerdo con el contrato de crédito.

El análisis del financiamiento se realizó bajo un Escenario Base y dos escenarios con condiciones macroeconómicas estresadas. El escenario que reflejó la menor cobertura primaria del servicio de la deuda mensual, durante la vigencia del crédito, fue el de Bajo Crecimiento Económico y Baja Inflación (BCBI); además, bajo este escenario se calculó la TOE. La Figura 2 muestra los supuestos sobre las variables más relevantes que fueron utilizadas en nuestros escenarios Base y de BCBI, considerando la vigencia del crédito.

Figura 2. Escenarios

	Observado	Esc. Base	Esc. BCBI
	$TMAC_{21-25}$	$TMAC_{25-37}$	
FGP Nominal Nacional	10.3%	6.1%	3.2%
FGP Real Nacional	5.0%	2.3%	-0.2%
FGP Nominal Estado de Campeche	10.6%	4.8%	0.8%
INPC[1]	5.1%	3.7%	3.3%
$TIIE_{28}$[2]	9.1%	6.6%	5.8%

Fuente: HR Ratings con base en información pública y estimaciones propias.

Nota: 1) Considera la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), y 2) Para la $TIIE_{28}$ en el periodo observado se considera el promedio anual al cierre de 2021 a 2025, y para el periodo proyectado se considera el promedio de 2026 a 2037.

Con base al análisis de flujos proyectados de la estructura realizado por HR Ratings, se obtuvieron las siguientes métricas:

Figura 3. Métricas para la Determinación de la Calificación Crediticia

Financiamiento	TOE_{2026}	TOE_{2025}	DSCR primaria mínima$_{2026}$	DSCR primaria mínima$_{2025}$	Calificación[1]$_{2026}$	Perspectiva$_{2026}$	Esc. de estrés$_{2026}$
BBVA P$806.2m	73.6%	72.5%	2.2x (Oct-36)	2.2x (Oct-36)	HR AAA (E)	Estable	BCBI

Fuente: HR Ratings con base en cálculos propios.

Nota: 1) La calificación de la Deuda Estructurada (DE) cuenta con un ajuste cualitativo positivo de un nivel. Esto se debe a que la calificación de la DE es igual a la calificación quirografaria del Estado y se cumple que: i) la DE cuenta con un análisis legal que confirma la validez, exigibilidad y oponibilidad del fideicomiso ante terceros, y que su instrumentación sea adecuada; ii) la DE cuenta con una cobertura de servicio de la deuda (DSCR) primaria proyectada mínima anual de 2.0x a lo largo de su vigencia legal en un escenario de base; iii) la DE cuenta con un Fondo de Reserva mínimo anual proyectado equivalente a 1.0x el servicio de la deuda a lo largo de su vigencia en un escenario de base; y iv) la DE no contiene cláusulas contractuales que aumenten

La TOE refleja la máxima reducción que los flujos asignados como fuente de pago de la estructura podrían soportar durante un periodo de 13 meses (Periodo de Estrés Crítico), y aun así seguir cumpliendo con sus obligaciones crediticias. El PEC se

construye alrededor de la DSCR mínima mensual esperada. Dado que la estructura cuenta con un fondo de reserva, en el cálculo de la TOE se consideran estos recursos. Asimismo, se considera la reconstitución de este fondo al término del PEC.

La TOE calculada durante esta revisión aumentó al pasar de 73.6% a 72.5%. El aumento en la métrica obedece principalmente a dos factores. El primer factor es debido al ajuste en nuestras estimaciones de largo plazo sobre la fuente de pago del crédito. Se espera que la TMAC del FGP nominal de 2026 a 2037, en un Escenario de Estrés, sea de 2.8% (vs. 2.0% proyectado en la revisión anterior). El segundo factor se debe a una disminución en las estimaciones de HR Ratings sobre el nivel de la tasa de interés (5.8% actual vs. 6.5% estimada en la revisión anterior).

Análisis de la Fuente de Pago

En esta sección se analiza el comportamiento observado entre 2021 y 2025 de la fuente de pago primaria, así como las proyecciones de HR Ratings en los escenarios Base y BCBI. El Estado de Campeche distribuye entre sus municipios el 24.0% del Fondo General de Participaciones que recibe de la Federación. Este fondo es el más relevante dentro de las Participaciones Federales (Ramo 28) debido a la proporción que representa con respecto al resto de los componentes del Ramo 28. De 2021 a 2025, la TMAC del FGP nacional fue 10.3%, inferior a la observada en el FGP del Estado (10.6%). Esta diferencia se explica por el mayor dinamismo que presentó el FGP de Campeche en dicho periodo, particularmente en 2025, año en el que el Estado registró un crecimiento de 21.2% respecto a 2024, por encima del crecimiento nominal de 6.5% observado a nivel nacional. Este crecimiento estuvo asociado con el desempeño de la actividad económica estatal en 2023, cuando el PIBE de Campeche creció 22.3% nominal, superando el promedio de las entidades federativas (8.3%).

El coeficiente C_1 presentó una ligera variación de 1pb entre 2021 y 2025. No obstante, en los años intermedios se observó una reducción, alcanzado niveles de 0.57% en 2022 y estabilizándose durante 2023 y 2024. Esto responde a una disminución en el crecimiento económico del Estado con respecto al crecimiento promedio de las demás entidades federativas del país. En el mismo periodo, el coeficiente C_2 presentó un incremento de 1pb. Esto se debió a un aumento en la recaudación local del Estado en comparación con el promedio de los demás estados del país. Por su parte, el coeficiente C_3 no presentó variaciones. Asimismo, en 2021 se incorporaron los datos del Censo de Población y Vivienda de 2020, donde se determinó que la población de Campeche disminuyó, lo cual afectó la proporción de FGP que recibió el Estado.

Figura 4. Proporción histórica y coeficientes del Estado de Campeche

Año	Proporción (Edo. vs Nac.)	C1: Crec. PIB estatal 2 años	C2: Recaudación local 3 años	C3: Recaudación local 1 año
2021	0.84%	0.80%	0.72%	0.11%
2022	0.66%	0.57%	0.72%	0.11%
2023	0.81%	0.69%	0.72%	0.11%
2024	0.74%	0.68%	0.73%	0.11%
2025	0.85%	0.81%	0.73%	0.11%

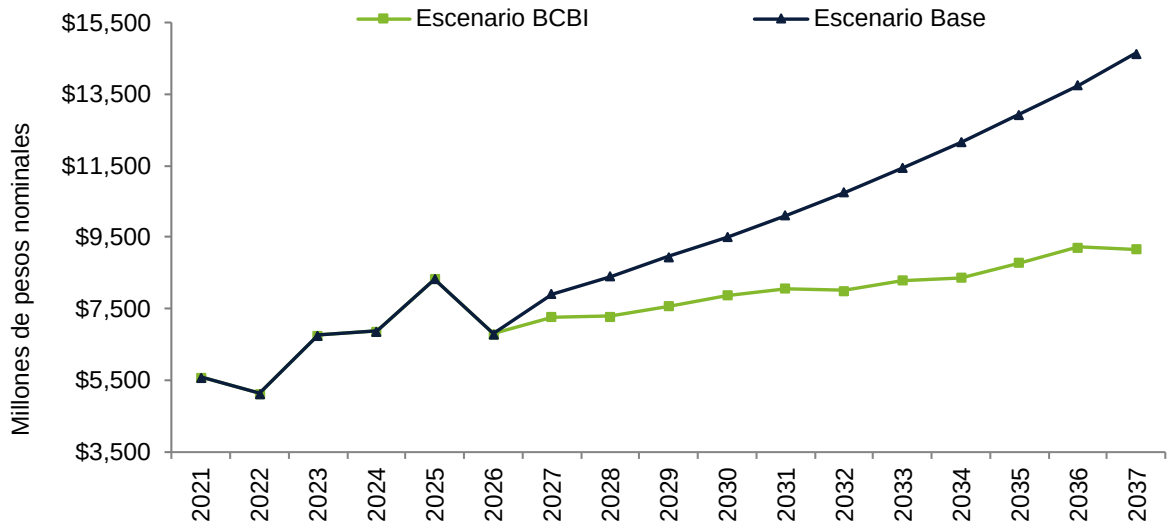
Fuente: HR Ratings con base en información de la SHCP y estimaciones propias.

En este sentido, el crecimiento observado en 2025 de 21.2% respecto a 2024 estuvo influenciado por el desempeño de la actividad económica estatal en 2023. En la Figura 5 se muestran los flujos que recibiría el Estado de Campeche por concepto de FGP estatal en un Escenario Base y en el Escenario de BCBI. De acuerdo con el PEF de 2026 y estimaciones de HR

Ratings, se espera que el FGP del Estado alcance los P$6,784.6m, lo que representaría una disminución anual nominal de 18.5%.

La disminución esperada para 2026 responde principalmente a una menor participación del Estado dentro del FGP nacional, derivada de la actualización de los coeficientes de distribución, los cuales incorporan la información más reciente del PIBE estatal. En específico, el Estado de Campeche tendría una reducción de 13.6% frente al crecimiento de 4.6% promedio del resto de los estados. Como resultado de lo anterior, para 2026 se anticipa una recomposición en dichos coeficientes, lo que implicaría una menor asignación relativa para Campeche respecto al resto de las entidades, aun cuando el FGP nacional continuaría mostrando crecimiento. Esto con base en los datos del PIBE de 2024 considerados en la fórmula de distribución del FGP a partir de diciembre de 2025.

Figura 5. Fondo General de Participaciones (FGP) Estado de Campeche



Fuente: HR Ratings con base en información de la SHCP y estimaciones propias.
Nota: 1) Se considera el FGP que se distribuye entre los municipios del Estado.

Durante los Últimos Doce Meses (UDM), de marzo de 2025 a febrero de 2026, el FGP del Estado fue 0.2% inferior a estimado en la revisión previa de la calificación en un Escenario Base. Esta variación se debió a la proporción que recibió el Estado respecto al FGP Nacional durante este mismo periodo, la cual fue de 0.79% (vs. 0.80% proyectado en la revisión anterior). Caso contrario al FGP Nacional, el cual durante los UDM fue 1.1% superior respecto a nuestras estimaciones.

En cuanto a los intereses ordinarios observados en los UDM, estos fueron 3.0% inferiores a los esperados en la revisión previa. La razón de esto es que durante este periodo de tiempo la $TIIE_{28}$ fue 59pb inferior a la estimada, en un nivel de 8.1% (vs. 8.7% proyectada en la revisión anterior). Con estos resultados obtuvimos una desviación de la DSCR de 0.1x.

Figura 6. Comparativo de cifras Observadas vs. Proyectadas

(Cifras en millones de pesos nominales, porcentajes y veces)

	Observado[1]	Proyectado[2]
Fuente primaria de pago (FGP asignado al crédito) (Acumulado)	$314.2	$314.3
Capital (Acumulado)	$20.2	$20.2
Intereses Ordinarios (Acumulado)	$64.6	$66.5
$TIIE_{28}$ (Promedio)	8.1%	8.7%
DSCR Primaria (Promedio)	3.7x	3.6x

Notas: 1) Cifras observadas en los últimos doce meses (enero de 2025 a febrero de 2026), y 2) Cifras proyectadas en un Escenario Base.

Entre octubre de 2017 y agosto de 2018, el Estado de Campeche dispuso del total del crédito a través de nueve exhibiciones. El perfil de amortizaciones consiste en 239 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a una tasa mensual de 1.3%. El financiamiento no contó con un periodo de gracia, de forma que el primer pago se realizó en noviembre de 2017, en tanto que el último pago se realizaría en agosto de 2037. Asimismo, el financiamiento tiene asignado como fuente de pago primaria el 5.26% del FGP sin considerar los recursos que corresponden a los municipios. Por último, el financiamiento cuenta con un fondo de reserva equivalente a 2.5x el SD del periodo de pago inmediato siguiente, conforme a lo establecido en el Primer Convenio Modificatorio de 2023 (antes 3.5x). De acuerdo con los reportes del Fiduciario, el saldo observado al mes de enero de 2026 fue de P$41.5m, el cual se encuentra por arriba del 2.5x establecido.

Los intereses ordinarios se calculan y pagan mensualmente con base en el saldo insoluto del financiamiento. Su cálculo parte de la suma de la $TIIE_{28}$ más una sobretasa que está en función de la calificación crediticia de mayor riesgo. Adicionalmente, el Estado tiene la obligación de contar con contratos de cobertura que representen mínimo el 30.0% del saldo insoluto del financiamiento. A la fecha, se cuenta con dos contratos de cobertura tipo CAP, uno con Santander y otro con Banorte, cuyos vencimientos son en noviembre de 2026 y octubre de 2028 respectivamente. El contrato con Santander cubre el 13.0% del saldo insoluto a un *strike* del 11.5%, mientras que el contrato de Banorte cubre el 18.4% del saldo insoluto a un strike de 8.5%. En conjunto, ambos contratos cubren el 31.42% del saldo insoluto del financiamiento.

Figura 7. Desempeño Financiero de BBVA por P$806.2m en un Escenario BCBI

(Cifras en millones de pesos nominales, veces y porcentajes)

Año	FGP del Estado[1]	Fuente de Pago (5.26% del FGP)[2]	Capital	Intereses	SD	DSCR Primaria	$TIIE_{28}$[3]	FR[4]	Flujo del FR	Remanentes	Saldo Insoluto
2021	$4,234.0	$276.9	$10.6	$40.5	$51.1	5.5x	5.7%	3.6x	$3.4	$222.4	$774.6
2022	$3,894.9	$253.6	$12.4	$64.1	$76.4	3.4x	10.8%	3.7x	$12.0	$169.3	$762.2
2023	$5,139.2	$317.3	$14.5	$91.0	$105.4	3.0x	11.5%	3.2x	($9.4)	$221.3	$747.8
2024	$5,219.9	$274.6	$16.9	$86.4	$103.3	2.7x	10.2%	4.0x	$18.6	$155.1	$730.9
2025	$6,328.7	$332.7	$19.7	$68.4	$88.2	3.8x	7.3%	5.5x	$3.0	$241.5	$711.2
2026	$5,156.3	$270.6	$23.0	$53.2	$76.2	3.5x	6.8%	2.8x	($26.2)	$220.6	$688.1
2027	$5,517.9	$290.2	$26.9	$44.1	$70.9	4.1x	5.8%	2.5x	($0.2)	$219.5	$661.3
2028	$5,542.3	$291.3	$31.4	$40.8	$72.2	4.0x	5.8%	2.5x	$0.6	$218.5	$629.9
2029	$5,758.2	$302.3	$36.6	$38.6	$75.2	4.0x	5.8%	2.5x	$0.7	$226.4	$593.2
2030	$5,978.7	$314.5	$42.8	$36.1	$78.9	4.0x	5.8%	2.5x	$0.8	$234.8	$550.4
2031	$6,132.1	$322.4	$50.0	$33.2	$83.2	3.9x	5.8%	2.5x	$1.0	$238.3	$500.5
2032	$6,088.4	$319.8	$58.3	$29.9	$88.3	3.6x	5.8%	2.5x	$1.1	$230.5	$442.1
2033	$6,306.4	$331.7	$68.1	$25.9	$94.0	3.5x	5.8%	2.5x	$1.3	$236.4	$374.0
2034	$6,366.4	$334.8	$79.5	$21.3	$100.8	3.3x	5.8%	2.5x	$1.5	$232.4	$294.4
2035	$6,678.1	$351.1	$92.9	$15.9	$108.8	3.2x	5.8%	2.5x	$1.8	$240.5	$201.6
2036	$7,005.1	$368.5	$108.5	$9.7	$118.1	3.1x	5.8%	2.5x	$2.1	$248.3	$93.1
2037	$4,896.8	$257.6	$93.1	$2.4	$95.5	2.7x	5.8%	2.5x	($25.8)	$187.8	$0.0

Fuente: HR Ratings con base en información del Fiduciario y estimaciones propias.

Nota: 1) El FGP del Estado no considera la parte correspondiente a los municipios (24.0% del FGP que el Estado distribuye a sus municipios), 2) La fuente de pago considera los cargos por la cobertura CAP observada y proyectada durante la vigencia del crédito, 3) La $TIIE^{28}$ considera el valor al cierre del año, 4) En septiembre de 2023, entró en vigor el Primer Convenio Modificatorio al contrato de crédito, en el cual se redujo el FR de 3.5x a 2.5x, sin embargo, de acuerdo con los reportes del Fideicomiso, no se han retirado recursos del FR, y 5) En 2037 se consideran 8 meses.

La estructura considera un fondo de reserva cuyo saldo objetivo es equivalente a 2.5x el SD del periodo inmediato siguiente. Los recursos de este fondo serían utilizados en caso de que la fuente de pago del crédito no fuera suficiente para cubrir las cantidades requeridas por el Banco.

De acuerdo con nuestras proyecciones del escenario de estrés, el mes de mayor debilidad de la estructura sería octubre de 2036, donde se presentaría una DSCR primaria mensual de 2.2x. Alrededor de este mes se construyó el Periodo de Estrés Crítico que determinó una TOE de 73.6% (vs. 72.5% de la revisión anterior). El incremento en la métrica es resultado de una mejora en las estimaciones del FGP del Estado y la reducción proyectada en el SD del crédito, derivada de un ajuste a la baja en la $TIIE_{28}$ para el plazo remanente del CBE. El cálculo es consistente con la condición de utilizar los recursos del FR y posteriormente reconstituirlos al término del PEC.

La siguiente figura muestra el PEC del financiamiento. El efecto de la TOE se observa en la fuente de pago en los seis meses antes y seis meses después de donde se ubique la cobertura mensual mínima proyectada durante la vigencia restante de la estructura. De acuerdo con la metodología de HR Ratings, la DSCR primaria mínima mensual se busca a partir del primer año de estrés. En este caso, el primer año de estrés es 2027. Finalmente, durante los próximos cinco años, de 2027 a 2031, el nivel promedio de la DSCR primaria sería de 4.0x en el Escenario de Estrés y de 4.4x en el Escenario Base.

Figura 8. Periodo de Estrés Crítico de BBVA por P$806.2m

(Cifras en millones de pesos nominales, veces y porcentajes)

Mes	Servicio de la Deuda	Fuente de Pago Estrés Cíclico[1]	DSCR Primaria Estrés Cíclico	Fuente de Pago Estrés Crítico[2]	DSCR Primaria Estrés Crítico	Reducción de la Fuente de Pago	Saldo Final del FR
feb.-36	$9.6	$37.0	3.9x	$37.0	3.9x		$24.2
mar.-36	$9.6	$26.0	2.7x	$26.0	2.7x		$24.3
abr.-36	$9.7	$38.7	4.0x	$10.2	1.1x	73.6%	$24.5
may.-36	$9.7	$34.7	3.6x	$9.1	0.9x	73.6%	$24.0
jun.-36	$9.8	$31.9	3.2x	$8.4	0.9x	73.6%	$22.6
jul.-36	$9.9	$29.2	3.0x	$7.7	0.8x	73.6%	$20.4
ago.-36	$10.0	$31.3	3.1x	$8.3	0.8x	73.6%	$18.7
sep.-36	$10.0	$28.3	2.8x	$7.5	0.7x	73.6%	$16.2
oct.-36	***$10.1***	***$22.3***	***2.2x***	***$5.9***	***0.6x***	***73.6%***	***$12.0***
nov.-36	$10.2	$29.0	2.9x	$7.7	0.8x	73.6%	$9.4
dic.-36	$10.2	$29.7	2.9x	$7.8	0.8x	73.6%	$7.1
ene.-37	$10.3	$30.1	2.9x	$7.9	0.8x	73.6%	$4.7
feb.-37	$10.4	$36.8	3.5x	$9.7	0.9x	73.6%	$4.0
mar.-37	$10.4	$25.9	2.5x	$6.8	0.7x	73.6%	$0.4
abr.-37	$10.5	$38.4	3.6x	$10.1	1.0x	73.6%	$0.0
may.-37	$10.6	$34.5	3.2x	$34.5	3.2x		$23.8
jun.-37	$10.7	$31.7	3.0x	$31.7	3.0x		$27.2
Total/TOE*	n.a.	$406.4	n.a.	$107.2	n.a.	73.6%	n.a.

Fuente: HR Ratings con base en estimaciones propias.

Notas: 1) El estrés cíclico se refiere a la simulación periódica de una crisis económica nacional, la cual se incorpora en los escenarios de estrés macroeconómicos, y 2) El estrés crítico se refiere al periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

*Los totales se calculan considerando el periodo de estrés crítico de trece meses. La TOE es la reducción porcentual de la fuente de pago del crédito.

El 7 de septiembre de 2017, el Estado y BBVA celebraron la apertura del contrato de crédito simple por un monto inicial de P$806.2m al amparo de los decretos No. 22 y 175, publicados el 22 de diciembre de 2016 y el 29 de junio de 2017, respectivamente. En tales decretos se autorizó al Estado contratar deuda pública cuyo destino sean inversiones públicas productivas. A su vez, en agosto de 2017, se celebró el acta de fallo y la determinación de los resultados de la licitación.

El 7 de julio de 2023, el Estado y BBVA celebraron el Primer Convenio Modificatorio del financiamiento. En este documento se acordó una reducción en la sobretasa para cada una de las calificaciones. Asimismo, se acordó disminuir el porcentaje asignado del FGP estatal al pago de este crédito, al pasar de 6.54% a 5.26%[7]. Por último, en este convenio se disminuyó el fondo de reserva requerido al pasar de 3.5x a 2.5x el servicio de la deuda del periodo inmediato siguiente.

Obligaciones de Hacer y No Hacer

Durante la vigencia del contrato de crédito y hasta que no se realice el pago total de las cantidades de principal, intereses y accesorios insolutos del crédito, el Estado adquiere una serie de obligaciones de hacer y no hacer, entre las cuales se encuentran las siguientes:

- Mantener, durante la vigencia del financiamiento, dos calificaciones para el crédito en un nivel mínimo de HR BBB+ (E), o su equivalente.
- Mantener el saldo objetivo del fondo de reserva.
- Mantener un contrato de cobertura de tasa de interés (ya sea bajo la modalidad de CAP, SWAP o cualquier otra opción) cubriendo al menos 30.0% del saldo insoluto del crédito y renovarlo por periodos de mínimo un año. El instrumento deberá contratarse con alguna institución financiera con calificación crediticia mínima de HR AA+, o su equivalente y deberá de renovarse con al menos 30 días de anticipación previo a su vencimiento.

Eventos de Incremento de Reservas

En caso de que el Estado incumpla con las obligaciones referidas en el apartado precedente, así como con cualquier obligación relacionada con la entrega de información establecida en el contrato de crédito, el Banco podría activar un evento de incremento de reservas.

En caso de que el Fiduciario reciba una notificación de evento de incremento de reservas deberá de incrementar el saldo objetivo del fondo de reserva a una cantidad equivalente a 4.5x el servicio de la deuda del periodo de pago inmediato siguiente. Si el incumplimiento continúa durante un periodo de 60 días naturales, el Fiduciario deberá de incrementar el saldo objetivo a un monto equivalente a 5.0x el servicio de la deuda del periodo de pago inmediato siguiente.

[7] Excluye el FGP que les corresponde a los municipios.

Eventos de Vencimiento Anticipado

El Banco podrá dar por vencido anticipadamente el plazo para el pago del crédito en cualquiera de los siguientes supuestos:

- Si el Estado realizara cualquier acto tendiente a invalidar, nulificar o dar por terminado el Fideicomiso, el contrato de crédito, la afectación de las participaciones y/o el convenio de adhesión al Sistema Nacional de Coordinación Fiscal.
- Si el Estado deja de pagar oportunamente uno o más pagos de capital o intereses ordinarios.
- Si el Fideicomiso se extingue o termina su vigencia o efecto por cualquier razón.

En caso de que se actualice alguna de las causas mencionadas anteriormente, el Banco tendrá la facultad de entregar al Estado una notificación de vencimiento anticipado, otorgándole al Estado un plazo de cinco días hábiles para manifestar lo que a su derecho disponga.

Metodologías utilizadas para el análisis**	Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024. Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	4 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 del Fiduciario, del Estado de Campeche y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación de deuda a largo plazo en escala nacional otorgada por Fitch Ratings de AAA(mex) a Santander.
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 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 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).**

****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