

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

Santander
P\$1,979.6m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banorte
P\$2,046.8m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

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

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

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

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

Banobras
P\$3,980.8m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Banobras
P\$4,000.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Analista Responsable
Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas



Carlos Herrera

carlos.herrera@hrratings.com

Analista



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Analista Senior



Roberto Ballínez

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 nueve créditos bancarios estructurados contratados por el Estado de Sonora con Santander, Banorte, BBVA y Banobras, cuya fuente de pago es el FGP estatal

La ratificación de las calificaciones de los nueve Créditos Bancarios Estructurados (CBE) contratados por el Estado de Sonora (y/o el Estado) con diversas instituciones bancarias son resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. La TOE de cada financiamiento fue:

- Santander¹ por P\$1,500.0 millones (m), contratado en 2023, con una TOE de 80.6% (vs. 79.9% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Santander por P\$1,979.6m, contratado en 2023, con una TOE de 83.6% (vs. 84.3% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banorte² por P\$2,046.8m, contratado en 2023, con una TOE de 83.6% (vs. 84.0% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- BBVA³ por P\$1,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 83.6% (vs. 84.0% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- BBVA por P\$3,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 83.7% (vs. 84.0% en la asignación de la calificación); 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 Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- Banobras⁴ por P\$3,000.0m (A), contratado en 2023, con una TOE de 83.6% (vs. 84.0% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$3,000.0m (B), contratado en 2023, con una TOE de 83.5% (vs. 84.0% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$3,980.8m, contratado en 2023, con una TOE de 84.0% (vs. 84.2% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras por P\$4,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 84.0% (vs. 84.2% en la asignación de la calificación); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

Los movimientos en la TOE de los financiamientos fueron resultado del ajuste de nuestras estimaciones del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Sonora, del nivel esperado de las tasas de interés (TIIE₂₈), el perfil de amortización correspondiente a cada crédito y de variaciones en el saldo objetivo del Fondo de Reserva estimado para cada uno de los financiamientos. Los nueve financiamientos están inscritos en el Fideicomiso No. F/3604-5⁵.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Sonora).** Al cierre de 2024, el FGP del Estado fue por un monto total de P\$21,062.6m, lo cual se tradujo en un crecimiento nominal de 8.0% respecto a 2023. Este crecimiento se debió a que el FGP nacional presentó un crecimiento de 10.1% en este mismo periodo. Por otro lado, en el primer trimestre de 2025, el Estado ha recibido un monto total de P\$5,941.3m por concepto de FGP, lo cual fue 4.8% mayor a lo observado en el mismo periodo de 2024. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2025 (PEF) y estimaciones propias, HR Ratings espera que el FGP del Estado sea por un monto total de P\$22,428.3m en 2025, lo que representaría un crecimiento nominal anual de 6.5%. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2020 a 2024 del FGP estatal fue de 9.3%.
- **Tasa de Interés (TIIE₂₈).** En 2024, la tasa de interés cerró en un nivel de 10.2%. Por otro lado, para el cierre de 2025 y de acuerdo con nuestras estimaciones actuales, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 8.2%.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, cada estructura cuenta con la obligación de constituir un FR, cuyo saldo objetivo deberá encontrarse en línea con lo estipulado en los contratos de crédito de cada financiamiento. En ese sentido, para todas las estructuras, el saldo del FR inicial tendrá una duración de dos años contados a partir de la primera disposición y deberá ser equivalente a 2.5 veces (x) el servicio de la deuda (SD) del mes siguiente. Una vez concluido dicho periodo, el FR subsecuente será equivalente a la cantidad necesaria para mantener una razón de cobertura del SD (DSCR, por sus siglas en inglés) secundaria⁶ mínima de 4.5x⁷, bajo el entendido de que, en ningún caso, el saldo objetivo del FR será inferior a 1.5x el SD del mes siguiente.

⁴ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/3604-5 cuyo Fiduciario es Bansí, S.A., Institución de Banca Múltiple (Bansí y/o el Fiduciario).

⁶ DSCR Secundaria: Para cada fecha de pago será el resultado de dividir; i) la suma del ingreso obtenido a partir de las participaciones asignadas a cada financiamiento y el saldo objetivo del FR en dicha fecha, entre ii) la suma de capital e intereses generados dentro del periodo de pago.

⁷ En caso de que la DSCR secundaria sea inferior a 4.5x, se tendrán que aportar recursos al FR para alcanzar la DSCR secundaria remedial de 4.6x. Por otro lado, en caso de que la DSCR secundaria sea superior a 8.5x, el Estado podrá liberar como remanente los recursos excedentes del FR. Lo anterior en el entendido de que el saldo del FR nunca podrá ser inferior a 1.5x el SD del mes siguiente.



- **Cobertura de Tasa de Interés.** De acuerdo con la documentación legal de los financiamientos, se establece la obligación del Estado de contratar una cobertura de tasa de interés que ampare al menos el 50.0% del saldo insoluto del crédito y con una vigencia mínima de un año. En ese sentido, el Estado celebró las siguientes operaciones:
 - **Santander P\$1,500.0m:** El crédito cuenta con una operación de tipo SWAP celebrada con Santander a una tasa de 10.26% que cubre el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en septiembre de 2027. La calificación de largo plazo (LP) otorgada a Santander es equivalente a HR AAA.
 - **Santander P\$1,979.6m:** El crédito cuenta con una operación de tipo SWAP celebrada con Santander a una tasa de 9.67% que cubre el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en diciembre de 2030.
 - **Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m, Banobras P\$3,000.0m (A), y Banobras P\$3,000.0m (B):** Para cada uno de estos financiamientos, se les vinculó una operación de tipo SWAP celebrada con Santander a una tasa de 9.72%, que cubre el 50.0% del saldo insoluto, con un vencimiento en diciembre de 2030.
 - **BBVA P\$3,000.0m, Banobras P\$3,980.8m, y Banobras P\$4,000.0m:** Para cada uno de estos financiamientos, se les vinculó una operación de tipo SWAP celebrada con Banorte a una tasa fija de 9.65% que cubre el 50.0% del saldo insoluto y con un vencimiento en diciembre de 2030. La calificación de LP otorgada a Banorte por HR Ratings es de HR AAA.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Sonora es de HR A con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 25 de septiembre de 2024.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de abril de 2025 a marzo de 2026, los financiamientos presentan los siguientes movimientos en el nivel promedio de la DSCR primaria, su calificación se podría revisar a la baja.
 - **Santander P\$1,500.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 4.2x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 5.1x en un escenario base.
 - Para los casos de **Santander P\$1,979.6m, Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m, BBVA P\$3,000.0m, Banobras P\$3,000.0m (A), y Banobras P\$3,000.0m (B):** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.0x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 5.4x en un escenario base.
 - Para los casos de **Banobras P\$3,980.8m y Banobras P\$4,000.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.1x. Actualmente, se espera un nivel promedio de 5.6x en un escenario base.



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. Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para: Santander P\$1,500.0m, Santander P\$1,979.6m, Santander P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m, BBVA P\$3,000.0m, Banobras P\$3,000.0m (A), Banobras P\$3,000.0m (B), Banobras P\$3,980.8m, y Banobras P\$4,000.0m.
Fecha de última acción de calificación	16 de mayo de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a abril de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Sonora, el Fiduciario y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Para los SWAPs de Santander P\$1,500.0m, Santander P\$1,979.6m, Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m, Banobras P\$3,000.0m (A), y Banobras P\$3,000.0m (B) la calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's Local a Santander es de AAA.mx.
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 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).

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