

BBVA P\$800.0m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Multiva P\$875.6m
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
25 de septiembre de 2025
A NRSRO Rating**

2025
HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Adrián Díaz González
adrian.diaz@hrratings.com
Asociado
Analista Responsable



Melissa Caraveo
melissa.caraveo@hrratings.com
Analista



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



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

HR Ratings asignó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para dos créditos bancarios estructurados, contratados por el Estado de Sonora con BBVA y Multiva

La asignación de las calificaciones para los dos Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados en 2025 por el Estado de Sonora (Sonora y/o el Estado) es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento en el análisis cuantitativo realizado por HR Ratings:

1. BBVA¹ por P\$800.0 millones (m), contratado en 2025, con una TOE de 87.6%, equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Multiva² por P\$875.6m, contratado en 2025, con una TOE de 89.0%, equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP³ del Estado de Sonora).** Los financiamientos de BBVA P\$800.0m y Multiva P\$875.6m tienen asignado como fuente de pago el 1.85% y 2.03% del FGP del Estado respectivamente. En los primeros siete meses de 2025, de enero a julio, el monto acumulado que Sonora ha recibido por este concepto fue de P\$14,552.3m, lo que fue 10.6% superior al monto observado en el mismo periodo del año previo. Para el cierre de 2025, HR Ratings espera que el monto de FGP que recibiría el Estado durante el año ascienda a P\$22,925.9m, lo que representaría un crecimiento nominal

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

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

³ Fondo General de Participaciones (FGP).



anual de 8.8% respecto al monto observado en 2024. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2020 a 2024 del FGP estatal fue de 9.3%.

- **Tasa de Interés (TIEF_{CAD28}).** Los intereses ordinarios de ambos financiamientos se calculan sobre saldos insolutos a una tasa que es resultado de sumar la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio de Fondo Compuesta por Adelantado a 28 días (TIEF_{CAD28}) más un margen adicional que estará en función de la calificación de mayor riesgo que se le asigne a cada uno de los CBEs. Para el cierre de 2025, HR Ratings espera que el nivel de esta tasa sea de 7.3%.
- **Fondo de Reserva (FR).** Ambas estructuras consideran la constitución y mantenimiento de un FR con un saldo objetivo equivalente a 3.0 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes correspondiente. De acuerdo con los contratos de crédito, el saldo de los FR del mes en curso nunca podrá ser inferior al del mes inmediato anterior. Esta especificación fue considerada en el modelo de HR Ratings.
- **Coberturas de Tasa de Interés.** El Estado tiene la obligación de adherir a ambos financiamientos un instrumento derivado de cobertura de tasa de interés que ampare al menos el 50.0% del saldo insoluto por una vigencia mínima de un año. Actualmente, los créditos cuentan con las siguientes coberturas:
 - **BBVA P\$800.0m y Multiva P\$875.6m:** Los financiamientos cuentan con una operación de tipo CAP celebrada con Banco Azteca⁴ a un *strike* de 9.0% que cubre el 50.0% del saldo insoluto de cada operación, con vencimiento en agosto de 2026. La calificación otorgada a Banco Azteca por HR Ratings es de HR AA- con Perspectiva Estable, revisada el 8 de julio de 2025. De acuerdo con la metodología de Deuda Estructurada Subnacional de HR Ratings, considerando que la calificación de la contraparte de este instrumento es inferior a las calificaciones obtenidas por las estructuras, los posibles beneficios de la cobertura no se consideran en el análisis y solamente se consideran los costos de la contratación.
- **Análisis Legal.** Como parte del proceso de calificación de HR Ratings, se solicitó un análisis legal a un despacho jurídico para evaluar la fortaleza legal del Fideicomiso⁵, de los financiamientos y de su fuente de pago. El resultado de este análisis determinó que los documentos de las estructuras cuentan con condiciones válidas, exigibles, oponibles ante terceros y que su instrumentación fue adecuada.

Factores Adicionales Considerados

- **Destino de los Recursos.** El destino de los recursos de ambas estructuras fue para el refinanciamiento de dos operaciones que el Estado tenía contratadas con Santander⁶ desde 2023, una por un monto de P\$1,500.0m y otra por un monto de P\$600.0m.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Sonora.** La calificación quirografaria vigente del Estado es 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.

⁴ Banco Azteca, S.A., Institución de Banca Múltiple (Banco Azteca).

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de la DSCR⁷ primaria.** Si durante los próximos doce meses proyectados, de agosto de 2025 a julio de 2026, los financiamientos presentan los siguientes movimientos en el nivel promedio de la DSCR primaria, su calificación se podría revisar a la baja:
 - **BBVA P\$800.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.9x. Actualmente se espera un nivel promedio de 6.5x en un escenario base.
 - **Multiva P\$875.6m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 2.9x. Actualmente se espera un nivel promedio de 7.4x en un escenario base.

⁷ 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	n.a.
Fecha de última acción de calificación	n.a.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a agosto de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Sonora y fuentes de información públicas.
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.

*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 (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