

2025
HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Subdirectora de Finanzas Públicas
Estructuradas
Analista Responsable



Melissa Caraveo

melissa.caraveo@hrratings.com

Analista



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Analista Senior



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 un crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Sonora con Banorte por un monto total de P\$500.0m

La asignación de la calificación para el Crédito Bancario Estructurado (CBE) contratado en 2025 por el Estado de Sonora (Sonora y/o el Estado) con Banorte¹ por un monto total de P\$500.0 millones (m) es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo el financiamiento en el análisis cuantitativo realizado por HR Ratings. La TOE calculada en este análisis fue de 90.7%, equivalente a una calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Asimismo, se estimó que el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda primaria esperada (DSCR primaria²) sería agosto de 2026, con un nivel esperado de 2.1 veces (x).

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FAFEF³ del Estado de Sonora).** El financiamiento tiene asignado como fuente de pago el máximo entre el 7.5% de los recursos del FAFEF provenientes del año de contratación del financiamiento (2025) y el 7.5% de los recursos del FAFEF del año en curso. En 2024, el FAFEF del Estado fue por un monto total de P\$1,158.9m, lo cual representó un crecimiento nominal de 4.1% con respecto al cierre del año anterior. Por otro lado, y con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2025 (PEF), cifras observadas hasta septiembre de 2025 y estimaciones propias, HR Ratings esperarí que el FAFEF del Estado al cierre de año sea por un monto total de P\$1,256.4m, lo que representaría un crecimiento nominal de 8.4% con respecto a la cifra recibida el año pasado. La Tasa Media Anual de

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Banco).

² Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, por sus siglas en inglés).

³ Fondo Nacional de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF).



Crecimiento (TMAC) nominal de 2020 a 2024 del Estado fue de 4.3%, mientras que la TMAC₂₄₋₅₀ nominal sería de 6.3% en un escenario base.

- **Tasa de Interés (TIEF_{CAD28}).** Los intereses ordinarios del financiamiento se calculan sobre el saldo insoluto del crédito 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 al financiamiento. Para el cierre de 2025, HR Ratings espera que el nivel de esta tasa sea de 7.3%.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con el contrato de crédito, la estructura considera la constitución, mantenimiento y, en su caso, reconstitución de un FR con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el Servicio de la Deuda (SD) del mes en curso. Lo anterior, bajo la condición de que el saldo del mes que corresponda nunca podrá disminuir respecto al saldo del mes inmediato anterior. Esta especificación fue considerada en el modelo de HR Ratings.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** El Estado tiene la obligación de adherir al financiamiento 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. En ese sentido, el financiamiento cuenta con una operación de tipo CAP celebrada con BBVA⁴ en octubre de 2025 a un *strike* de 9.0% que cubre el 50.0% del saldo insoluto, y con un vencimiento en octubre de 2026. La calificación de largo plazo (LP) otorgada a BBVA por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA. Es importante mencionar que, de acuerdo con el contrato de crédito, los costos de contratación, mantenimiento y renovación del instrumento derivado de cobertura deberán ser cubiertos con recursos propios del Estado y ajenos a la Fuente de Pago Primaria del presente crédito.
- **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, del financiamiento y de su fuente de pago. El resultado de este análisis determinó que los documentos de la estructura cuentan con condiciones válidas, exigibles, oponibles ante terceros y que su instrumentación fue adecuada.

Factores Adicionales Considerados

- **Afectación del FAFEF.** De acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), en el artículo 50 se establece que las entidades federativas no podrán afectar más del 25% de los recursos de FAFEF que anualmente les corresponden. El monto máximo asignable del FAFEF corresponde al monto máximo entre: i) el 25% del FAFEF del Estado del año en curso, o ii) el 25% del FAFEF del año de contratación del crédito (2025). Es importante recordar que el FAFEF se distribuye mediante 12 ministraciones mensuales iguales durante el año.
- **Primer Convenio Modificadorio sobre el Contrato de Crédito.** El 7 de agosto de 2025 se llevó a cabo el Primer Convenio Modificadorio al contrato de crédito celebrado entre el Estado y el Banco. La finalidad del convenio fue modificar la fecha máxima de disposición del financiamiento, así como eliminar la mención de uno de los anexos del contrato original.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Sonora.** La calificación quirografaria vigente de Sonora es HR A con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 14 de octubre de 2025.
- **Destino de los Recursos.** El destino de los recursos obtenidos a partir del presente financiamiento sería para proyectos de inversión pública productiva del Estado.

⁴ BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).

⁵ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/3605-3 (y/o el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Bansí, S.A., Institución de Banca Múltiple (Bansí y/o el Fiduciario).



Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Revisión a la baja de la calificación quirografaria del Estado.** En caso de que la calificación quirografaria del Estado de Sonora fuera inferior a HR BBB-, la calificación del financiamiento se podría revisar a la baja.



@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. Criterios Generales Metodológicos, octubre 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 septiembre 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 pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	La calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's a BBVA 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 (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