

Estado de Sonora

Créditos Bancarios Estructurados

Finanzas Públicas Estructuradas
26 de mayo de 2026
A NRSRO Rating*



Credit
Rating
Agency

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 (2023)
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
BBVA P\$800.0m
HR AAA (E) | Perspectiva Estable
Multiva P\$875.6m
HR AAA (E) | Perspectiva Estable

BBVA P\$1,000.0m (2025)
HR AAA (E) | Perspectiva Estable



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Asociado

Analista Responsable



Diego Blancas

diego.blancas@hrratings.com

Analista Senior



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 ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para once Créditos Bancarios Estructurados contratados por el Estado de Sonora con diversas instituciones bancarias

La ratificación de las calificaciones de los once Créditos Bancarios Estructurados (CBEs), contratados por el Estado de Sonora (Sonora y/o el Estado) con diversas instituciones bancarias, es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento:

1. Santander¹ por P\$1,979.6m, contratado en 2023, con una TOE de 85.0% (vs. 83.6% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banorte² por P\$2,046.8m, contratado en 2023, con una TOE de 85.0% (vs. 83.6% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. BBVA³ por P\$1,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 85.1% (vs. 83.6% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
4. BBVA por P\$3,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 85.1% (vs. 83.7% en la revisión previa); se ratifica la calificación crediticia en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
5. Banobras⁴ por P\$3,000.0m (A), contratado en 2023, con una TOE de 85.0% (vs. 83.6% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

¹ Banco Santander, 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).

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

6. Banobras por P\$3,000.0m (B), contratado en 2023, con una TOE de 85.0% (vs. 83.5% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
7. Banobras por P\$3,980.8m, contratado en 2023, con una TOE de 85.5% (vs. 84.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
8. Banobras por P\$4,000.0m, contratado en 2023, con una TOE de 85.5% (vs. 84.0% en la revisión previa). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
9. BBVA por P\$800.0m, contratado en 2025, con una TOE de 89.4% (vs. 87.6% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
10. Multiva⁵ por P\$875.6m, contratado en 2025, con una TOE de 90.5% (vs. 89.0% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
11. BBVA por P\$1,000.0m, contratado en 2025, con una TOE de 89.0% (vs. 87.5% en la asignación de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

La magnitud de la TOE de cada crédito se debe a las estimaciones de HR Ratings en el corto y largo plazo del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado; el nivel esperado de la $TIIE_{28}^6$ y la $TIIEF_{CAD28}^7$; así como al perfil de amortización correspondiente a cada estructura. De acuerdo con las proyecciones de flujo de HR Ratings, los créditos contratados en 2023 registrarían la menor DSCR⁸ primaria en octubre de 2028, mientras que el resto de los CBEs, contratados en 2025 presentarán dicho mínimo en octubre de 2027. Finalmente, todos los créditos se encuentran inscritos en el Fideicomiso No. F/3604-5⁹.

Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago Primaria (FGP del Estado de Sonora).** Al cierre de 2025, el FGP del Estado ascendió a un monto total de P\$22,799.1m, lo cual se traduce en un crecimiento nominal de 8.2% respecto a la cifra observada al cierre de 2024. Durante dicho periodo la proporción de FGP que recibió el Estado respecto al nacional fue de 2.32% (vs. 2.31% del año previo). Por otro lado, el FGP a nivel nacional reflejó un crecimiento de 6.5% respecto al cierre de 2024. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2026 (PEF) y estimaciones de HR Ratings, se espera que al cierre de 2026 el FGP del Estado ascienda a un monto total de P\$24,045.3m, lo que representaría un crecimiento nominal de 5.5% respecto al año previo. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2025 a 2053 del FGP del Estado de Sonora sería de 6.2% en un Escenario Base y de 4.5% en el Escenario de Estrés.
- **Tasa de Interés de Referencia.** Los intereses ordinarios de los financiamientos se calculan sobre saldos insolutos mediante una tasa compuesta por la Tasa de Interés de Referencia más un margen adicional, el cual se determina en función de la calificación crediticia de mayor riesgo asignada a cada CBE. Específicamente, para los CBEs contratados en 2023 se utiliza la $TIIE_{28}$ como base de cálculo, mientras que el resto de los créditos contratados en 2025 emplean la $TIIEF_{CAD28}$.
 - **$TIIE_{28}$.** Al cierre de 2025, esta tasa se ubicó en 7.3%. De acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, se proyecta que descienda a 6.8% para el cierre de 2026.

⁵ Banco Multiva, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva (Multiva).

⁶ Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días ($TIIE_{28}$).

⁷ Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio de Fondeo Compuesta por Adelantado a 28 días ($TIIEF_{CAD28}$).

⁸ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).

⁹ Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/3604-5 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Bansí, S.A., Institución de Banca Múltiple (Bansí y/o el Fiduciario).



- **TIIEF_{CAD28}**. Al cierre de 2025, esta tasa se ubicó en 7.2%. De acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, se proyecta que descienda a 6.6% para el cierre de 2026.
- **Fondo de Reserva (FR)**. De acuerdo con los documentos legales de las operaciones, el Estado debe mantener y, de ser necesario, restituir un FR para cada uno de los financiamientos durante toda su vigencia. Los recursos de este fondo podrán ser utilizados si el porcentaje del FGP asignado a cada estructura resulta insuficiente para cubrir las obligaciones de pago en la fecha correspondiente. En caso de ser utilizado, el Estado deberá reconstituir el fondo mediante el porcentaje asignado como fuente de pago o por medio de recursos propios, tomando como referencia el plazo máximo otorgado por los bancos para la restitución del saldo objetivo.
 - **Para los CBEs contratados en 2023:** El saldo objetivo del FR, desde la primera disposición y durante un periodo de dos años, deberá equivaler a 2.5 veces (x) el Servicio de la Deuda (SD) del mes inmediato siguiente a la fecha de cálculo. Tras la conclusión de dicho plazo, el monto del FR se ajustará al nivel necesario para asegurar una DSCR Secundaria¹⁰ mínima de 4.5x¹¹; no obstante, el saldo objetivo del fondo nunca podrá ser inferior a 1.5x el SD del mes subsecuente. Al respecto, los estados de cuenta del Fideicomiso de marzo de 2026 confirman que el saldo del FR de los créditos se encuentra en línea con lo estimado por HR Ratings y con la información compartida por el Agente de Cálculo.
 - **Para los CBEs contratados en 2025:** El saldo objetivo del FR equivale a 3.0x el SD del mes en curso, bajo la condición de que dicho monto nunca sea inferior al registrado el mes inmediato anterior. HR Ratings consideró esta especificación en su modelo financiero. Con base en los estados de cuenta del Fideicomiso correspondientes a marzo de 2026, el saldo actual del FR cumple con lo estimado.
- **Cobertura de Tasa de Interés**. De acuerdo con la documentación legal, el Estado tiene la obligación de adherir a los financiamientos un instrumento derivado de cobertura de tasa de interés que ampare al menos el 50.0% del saldo insoluto, con una vigencia mínima de un año. Al respecto, los créditos cuentan actualmente con las siguientes coberturas:
 - **Santander P\$1,979.6m:** El crédito cuenta con una operación de tipo *SWAP* celebrada con Santander a una tasa de 9.67% que ampara el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en diciembre de 2030. La calificación de Largo Plazo (LP) otorgada a Santander por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
 - **Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m (2023), Banobras P\$3,000.0m (A) y Banobras P\$3,000.0m (B):** A cada uno de estos financiamientos se vinculó una operación de tipo *SWAP* celebrada con Santander a una tasa de 9.72% que ampara 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:** A cada uno de estos financiamientos se vinculó una operación de tipo *SWAP* celebrada con Banorte a una tasa de 9.65% que ampara el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en diciembre de 2030. La calificación de LP otorgada a Banorte por HR Ratings es de HR AAA.
 - **BBVA P\$800.0m y Multiva P\$875.6m:** Cada financiamiento cuenta con una operación de tipo *CAP* celebrada con Banco Azteca¹² a un *strike* de 9.0% que ampara el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en agosto de 2026. La calificación de LP otorgada a Banco Azteca por HR Ratings es de HR AA-. De acuerdo con la metodología aplicable,

¹⁰ 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.

¹¹ En caso de que la DSCR Secundaria sea inferior a 4.5x, el Estado deberá aportar recursos con el objetivo de alcanzar la DSCR Secundaria Remedial de 4.6x. Por otro lado, en caso de que la DSCR Secundaria sea superior a 8.5x, el Fiduciario liberará 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.

¹² Banco Azteca, S.A., Institución de Banca Múltiple (Banco Azteca).



al ser la calificación de la contraparte inferior a la de las estructuras, se omiten los beneficios de la cobertura en el análisis y solo se consideran sus costos de contratación y renovación.

- **BBVA P\$1,000.0m (2025):** El crédito cuenta con una operación de tipo *CAP* celebrada con BBVA a un *strike* de 9.0% que ampara el 50.0% del saldo insoluto con un vencimiento en octubre de 2026. La calificación de LP otorgada a BBVA por otra agencia calificadoradora es equivalente a HR AAA.

Factores Adicionales Considerados

- **Calificación Quirografaria del Estado.** La calificación quirografaria vigente de Sonora es de 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.

Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Desempeño de las DSCRs primarias.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados, de abril de 2026 a marzo de 2027, la cobertura primaria promedio fuera inferior a los niveles señalados a continuación, HR Ratings podría revisar a la baja la calificación de los CBEs:
 - Para los casos de **Santander P\$1,979.6m, Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m (2023), 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 primaria fuera inferior a 3.6x en un Escenario Base. Actualmente, se espera un nivel promedio de 6.2x.
 - Para los casos de **Banobras P\$3,980.8m y Banobras P\$4,000.0m:** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 3.5x en un Escenario Base. Actualmente, se espera un nivel promedio de 6.4x.
 - Para los casos de **BBVA P\$800.0m, Multiva P\$875.6m y BBVA P\$1,000.0m (2025):** Si el nivel promedio de la DSCR primaria fuera inferior a 2.9x en un Escenario Base. Actualmente, se espera un nivel promedio de 7.2x para los casos de BBVA y de 8.3x para el caso de Multiva.



@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

<p>Metodologías utilizadas para el análisis**</p> <p>Calificación anterior</p> <p>Fecha de última acción de calificación</p> <p>Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas</p> <p>Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)</p> <p>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)</p> <p>Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)</p>	<p>Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024.</p> <p>Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.</p> <p>HR AAA (E) con Perspectiva Estable para: Santander P\$1,979.6m*, Banorte P\$2,046.8m*, BBVA P\$1,000.0m (2023)*, BBVA P\$3,000.0m*, Banobras P\$3,000.0m (A)*, Banobras P\$3,000.0m (B)*, Banobras P\$3,980.8m*, Banobras P\$4,000.0m*, BBVA P\$800.0m**, Multiva P\$875.6m** y BBVA P\$1,000.0m (2025)***.</p> <p>* 27 de mayo de 2025. ** 25 de septiembre de 2025. *** 12 de noviembre de 2025.</p> <p>Enero de 2020 a marzo de 2026.</p> <p>Información proporcionada por el Estado, estados de cuenta del Fiduciario y fuentes de información pública.</p> <p>Para los SWAPs de Santander P\$1,979.6m, Banorte P\$2,046.8m, BBVA P\$1,000.0m (2023), 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.</p> <p>Para el CAP de BBVA P\$1,000.0m (2025) la calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's a BBVA es de AAA.mx.</p> <p>n.a.</p> <p>n.a.</p>
--	---

* 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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra 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 ("HR Ratings").

**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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS