

**Banobras**  
P\$2,450.1m  
**HR AAA (E)**  
Perspectiva  
Estable

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

**HSBC**  
P\$600.0m  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

**Banorte**  
P\$3,000.0m  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

**Banamex**  
P\$1,645.0m  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

**Banamex**  
P\$755.0m  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas  
18 de junio de 2026  
A NRSRO Rating\*



**Natalia Sales**

[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)

Subdirectora de Finanzas Públicas  
Estructuradas  
Analista Responsable



**Diego Blancas**

[diego.blancas@hrratings.com](mailto:diego.blancas@hrratings.com)

Analista Senior



**Diego Paz**

[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)

Asociado



**Roberto Ballinez**

[roberto.ballinez@hrratings.com](mailto:roberto.ballinez@hrratings.com)

Director Ejecutivo Senior de Finanzas  
Públicas Estructuradas e Infraestructura

## HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AAA (E) y de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para seis Créditos Bancarios Estructurados contratados por el Estado de Baja California con Banobras, HSBC, Banorte y Banamex, con fuente de pago FGP

La ratificación de las calificaciones para los seis Créditos Bancarios Estructurados (CBEs y/o los financiamientos y/o las estructuras), contratados en 2020 por el Estado de Baja California (Baja California y/o el Estado), es resultado del nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) que obtuvo cada financiamiento, complementado por la evaluación cualitativa de los documentos legales de las transacciones.

1. Banobras<sup>1</sup> por P\$2,450.1 millones (m) con una TOE de 92.8% (vs. 92.3% en la revisión previa de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
2. Banobras por P\$4,000.0m con una TOE de 88.9% (vs. 88.2% en la revisión previa de la calificación). Se ratifica la calificación en HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
3. HSBC<sup>2</sup> por P\$600.0m con una TOE de 88.9% (vs. 88.2% en la revisión previa de la calificación). De acuerdo con la metodología aplicable, se consideró un ajuste cualitativo negativo sobre la calificación del financiamiento debido a la existencia de una cláusula contractual de Vencimiento Cruzado; por esta razón, dicha calificación se ratifica en HR AA+ (E) con Perspectiva Estable.

<sup>1</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).

<sup>2</sup> HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC (HSBC).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

4. Banorte<sup>3</sup> por P\$3,000.0m con una TOE de 88.9% (vs. 88.2% en la revisión previa de la calificación). De acuerdo con la metodología aplicable, se consideró un ajuste cualitativo negativo sobre la calificación del financiamiento debido a la existencia de una cláusula contractual de Vencimiento Cruzado; por esta razón, dicha calificación se ratifica en HR AA+ (E) con Perspectiva Estable.
5. Banamex<sup>4</sup> por P\$1,645.0m con una TOE de 88.9% (vs. 88.2% en la revisión previa de la calificación). De acuerdo con la metodología aplicable, se consideró un ajuste cualitativo negativo sobre la calificación del financiamiento debido a la existencia de una cláusula contractual de Vencimiento Cruzado; por esta razón, dicha calificación se ratifica en HR AA+ (E) con Perspectiva Estable.
6. Banamex P\$755.0m con una TOE de 88.9% (vs. 88.2% en la revisión previa de la calificación). De acuerdo con la metodología aplicable, se consideró un ajuste cualitativo negativo sobre la calificación del financiamiento debido a la existencia de una cláusula contractual de Vencimiento Cruzado; por esta razón, dicha calificación se ratifica en HR AA+ (E) con Perspectiva Estable.

El crecimiento en la TOE de los financiamientos se explica por la actualización del margen aplicable sobre la tasa de interés aplicable para el pago de intereses ordinarios de los créditos, alineado con la revisión de la calificación de mercado; la revisión de las estimaciones de HR Ratings para el Fondo General de Participaciones (FGP) de Baja California, bajo los escenarios macroeconómicos vigentes; el nivel esperado de la TIIE<sub>28</sub>; y el perfil de amortización de cada estructura. De acuerdo con las proyecciones de flujo de efectivo, el mes de mayor debilidad para todos los instrumentos sería octubre de 2039. En este periodo, el CBE de Banobras P\$2,450.1m registraría una DSCR<sup>5</sup> primaria mínima de 6.9x, mientras que el resto de los CBEs alcanzarían un nivel mínimo promedio de 4.5x. Cabe destacar que la totalidad de los créditos está inscrita en el Fideicomiso No. F/2002326<sup>6</sup>.

## Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Baja California).** Al cierre de 2025, el FGP estatal ascendió a P\$29,313.5m, lo que representó un incremento anual nominal de 7.7% respecto a 2024. Este avance derivó de una mayor participación del Estado en el fondo nacional (2.98% en 2025 frente a 2.96% en 2024), sumado al crecimiento de 6.5% del FGP nacional en el mismo periodo. Por otra parte, durante el primer cuatrimestre de 2026, el Estado recibió P\$10,795.4m por este concepto, lo que significó un decrecimiento nominal de 0.6% respecto al mismo lapso de 2025 y una desviación negativa de 4.0% frente al monto proyectado en la revisión previa. Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) 2026 y las estimaciones de HR Ratings, se proyecta un FGP estatal de P\$30,867.3m para dicho ejercicio, lo que implicaría un crecimiento nominal de 5.3%, aunque una variación negativa de 1.8% respecto a lo estimado en el PEF. Finalmente, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal del fondo estatal entre 2021 y 2025 se ubicó en 10.2%, ligeramente inferior al 10.3% observado en el fondo nacional.
- **Tasa de Interés de Referencia (TIIE<sub>28</sub>).** 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. En 2025, la tasa de interés cerró en un nivel de

<sup>3</sup> Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte).

<sup>4</sup> Banco Nacional de México, Grupo Financiero Banamex S.A. de C.V. (Banamex).

<sup>5</sup> Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).

<sup>6</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/2002326 (el Fideicomiso) cuyo Fiduciario es Banco Santander México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (el Fiduciario y/o Santander).



7.3%. Por otro lado, para el cierre de 2026 y de acuerdo con las estimaciones actuales de HR Ratings, se espera que el nivel de la tasa de interés sea de 6.8%.

- **Coberturas de Tasa de Interés.** Actualmente, el saldo insoluto de los créditos se encuentra amparado por tres contratos de intercambio de tasas de interés (*SWAPs*) que el Estado contrató de manera voluntaria, ya que no constituyen una Obligación de Hacer en las condiciones de los financiamientos. A continuación, se detallan las características de cada uno de estos instrumentos derivados:
  - **SWAP con Banorte.** Este instrumento ampara el 100% del saldo insoluto de los créditos con Banobras P\$2,450.1m, Banorte P\$3,000.0m y ambos de Banamex (P\$1,645.0m y P\$755.0m), mientras que el saldo insoluto del crédito de Banobras por P\$4,000.0m únicamente está cubierto en un 23.9%. La estructura del derivado constó de dos tramos: el primero, vigente de marzo de 2022 a febrero de 2024, y el segundo, activo desde marzo de 2024 hasta octubre de 2027, con una tasa fija de ejercicio de 8.9064%. Cabe señalar que la calificación de largo plazo de Banorte (contraparte del instrumento) es de HR AAA con Perspectiva Estable, la cual fue revisada por HR Ratings el 20 de octubre de 2025.
  - **SWAP con HSBC.** Este instrumento ampara la totalidad del saldo insoluto del crédito contratado con HSBC P\$600.0m. La estructura del derivado contempló dos tramos: el primero, vigente de marzo de 2022 a febrero de 2024, y el segundo, activo desde marzo de 2024 hasta octubre de 2027 con una tasa fija de ejercicio de 8.6850%. Asimismo, la calificación de largo plazo asignada a HSBC por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
  - **SWAP con Santander.** Este instrumento ampara el 76.1% del saldo insoluto restante del crédito contratado con Banobras P\$4,000.0m. La estructura del derivado contempló dos tramos: el primero, vigente de marzo de 2022 a febrero de 2024, y el segundo, activo desde marzo de 2024 hasta octubre de 2027 con una tasa fija de ejercicio de 8.8600%. Asimismo, la calificación de largo plazo asignada a Santander por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.
- **Fondo de Reserva (FR).** Las estructuras de los financiamientos consideran un FR con un saldo objetivo equivalente a 3.0x el Servicio de la Deuda (SD), integrado por el pago de capital más intereses ordinarios, más alto del año subsecuente, cuyo cálculo se actualiza al cierre de cada ejercicio. De acuerdo con los estados de cuenta del Fideicomiso, hasta abril de 2026, los saldos de dichos fondos se encuentran en línea con el saldo estimado por HR Ratings.
- **Vencimiento Cruzado.** De acuerdo con los contratos de crédito de HSBC P\$600.0m, Banorte P\$3,000.0m y Banamex (P\$1,645.0m y P\$755.0m), las instituciones bancarias podrían declarar el Vencimiento Anticipado de los financiamientos en caso de que se venza anticipadamente cualquier otra obligación o crédito constitutivo de deuda pública a cargo del Estado. En línea con la metodología de HR Ratings para Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales<sup>7</sup>, esta cláusula de Vencimiento Cruzado implicó un ajuste cualitativo negativo sobre las calificaciones de dichos créditos.

## Factores que Podrían Subir la Calificación de los Créditos

- **Calificación Quirografaria del Estado de Baja California.** De acuerdo con la metodología de HR Ratings, si la calificación quirografaria del Estado se situara en un nivel igual o superior a HR AA-, se podría eliminar el ajuste cualitativo negativo aplicado a las calificaciones de los siguientes CBEs: HSBC P\$600.0m, Banorte P\$3,000.0m y Banamex (P\$1,645.0m y P\$755.0m). Esto, en consecuencia, resultaría en un alza en la calificación de dichos financiamientos. Actualmente, la calificación del Estado de Baja California se ubica en HR A- con Perspectiva Estable, revisada por última vez el 18 de septiembre de 2025.

<sup>7</sup> Para mayor información, consultar la liga [https://www.hrratings.com/docs/metodologia/Metodologia\\_Deuda\\_Estructurada\\_Subnacionales.pdf](https://www.hrratings.com/docs/metodologia/Metodologia_Deuda_Estructurada_Subnacionales.pdf)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Factores que Podrían Bajar las Calificaciones de los Créditos

- **Desempeño de las DSCR primarias.** En caso de que, durante los próximos doce meses proyectados, de mayo de 2026 a abril 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:
  - **Banobras P\$2,450.1m:** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.3x en un Escenario Base. Actualmente, se espera un nivel promedio de 11.8x.
  - Para los CBEs de **Banobras P\$4,000.0m, HSBC P\$600.0m, Banorte P\$3,000.0m y Banamex (P\$1,645.0m y P\$755.0m):** Si el nivel promedio de la DSCR fuera inferior a 3.4x en un Escenario Base. Actualmente, se espera un nivel promedio de 7.8x.



@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**	Metodología de Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024.  Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable para Banobras P\$2,450.1m y Banobras P\$4,000.0m.  HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para HSBC P\$600.0m, Banorte P\$3,000.0m, Banamex P\$1,645.0m y Banamex P\$755.0m.
Fecha de última acción de calificación	18 de junio de 2025.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a abril de 2026.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Baja California, el Fiduciario y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Para HSBC P\$600.0m y Banobras P\$4,000.0m: calificación de largo plazo otorgada a HSBC y Santander por Moody's Local 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.

\* 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)(6)(2)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934 ("HR Ratings").

\*\*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/methodology/](http://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](http://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](http://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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS