

A NRSRO Rating*

Calificación

VRZCB 08 HR AA+ (E)
VRZCB 08U HR AA+ (E)

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

Luisa Adame
Subdirectora de Finanzas Públicas
luisa.adame@hrratings.com

María José Guillén
Analista de Finanzas Públicas
mariajose.guillen@hrratings.com

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para los CEBURS Fiduciarios VRZCB 08 y VRZCB 08U, de 199 municipios del Estado de Veracruz

La ratificación de la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable a los CEBURS Fiduciarios¹ de 199 municipios del Estado de Veracruz² se debe al nivel de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)³ obtenida, que fue 100%, mismo porcentaje obtenido en la revisión previa. La calificación mantiene el ajuste negativo relacionado a la existencia de una cláusula relacionada con los posibles incumplimientos que cualquiera de los 199 fideicomitentes municipales pudiera tener con créditos bancarios o bursátiles contratados. Es importante mencionar que no existe una obligación solidaria entre los 199 fideicomitentes. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el cupón con la menor cobertura del servicio de la deuda sería de febrero a julio de 2031 con una DSCR⁴ semestral de 2.1 veces (x).

Variables Relevantes: CEBURS VRZCB 08 / VRZCB 08U (cifras en millones de pesos nominales)									
TOE Actual: 100% TOE Anterior: 100%	2018	2019	TMAC ⁴ 2015-2019	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2020	2036	TMAC ⁴ 2019-2036	2020	2036	TMAC ⁴ 2019-2036
Saldo Insoluto 08	177.4	171.4							
Saldo Insoluto 08U ⁶	1,240.2	1,231.3							
FGP Municipios del Estado	7,504	7,693	8.0%	7,666	18,154	5.2%	7,666	10,617	1.9%
TIE ⁵ ₁₈₂	8.7%	7.5%		4.8%	6.4%		4.8%	4.9%	
UDI ⁵	6.2	6.4		6.6	11.5		6.6	10.3	
DSCR Primaria ⁷		Observada ² 3.9x	Proyectada ³ 3.8x	Min 3.5x	Prom 9.9x	Max 43.2x	Min 3.4x	Prom 7.1x	Max 28.0x

Nota: 1) Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación, 2) Promedio últimos dos cupones observados, 3) Proyectada en el escenario base de la revisión anterior, 4) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 5) La TIE₁₈₂ y la UDI presentadas consideran el valor al cierre de año, 6) Saldo en millones de pesos nominales y 7) Las proyecciones consideran el promedio en cada año calendario de las DSCRs mensuales durante el plazo restante de la estructura.

Fuente: HR Ratings con base en información del fiduciario, fuentes de información pública y estimaciones propias.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **El Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Veracruz tuvo un crecimiento nominal de 2.5% en 2019.** El monto total que recibieron los municipios del Estado por dicho concepto fue de P\$7,692.7m, cifra 5.7% por debajo de lo proyectado en la revisión previa. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2015 a 2019 fue de 8.0%. En los primeros cinco meses del 2020, se observó un incremento nominal de 4.2% en el FGP del Estado. El porcentaje correspondiente a los municipios equivale al 20% del FGP del Estado de Veracruz.
- **La DSCR primaria observada en los últimos dos cupones, julio de 2019 y enero 2020, fue 3.9x, cifra ligeramente superior a la proyectada en la revisión anterior (3.8x).** Lo anterior fue resultado de una fuente de pago observada en su conjunto (ingresos fideicomitados + productos financieros) de 1.2% superior a la cifra proyectado en la revisión previa.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Para 2020 se esperaba que el FGP municipal presente un decremento nominal de 0.3%.** Lo anterior con base en estimaciones propias e información observada a

¹ Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra VRZCB 08 / VRZCB 08U (las emisiones y/o CEBURS Fiduciarios).

² Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave (Veracruz y/o el Estado).

³ Es el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses, sin caer en incumplimiento de pago. Es consistente con la condición de que los flujos sean capaces de reconstruir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico.

⁴ DSCR (Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés).

mayo de 2020. La $TMAC_{2019-2036}$ esperada de la fuente de pago, en un escenario base, sería de 5.2% y en un escenario de estrés sería de 1.9%.

- **La DSCR primaria esperada para 2020 sería de 3.8x.** La cobertura promedio esperada del servicio de la deuda para los próximos cinco años (2021-2025) sería de 4.0x en un escenario base, mientras que en un escenario de estrés se esperaría que las emisiones presenten coberturas primarias promedio de 3.7x para dicho periodo.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con bajos niveles de inflación y de crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la $TMAC_{2019-2036}$ esperada del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 2.9% (vs. 3.5% en un escenario base). Por otro lado, el nivel promedio de la TIE₂₈, a partir de 2020 y al vencimiento de las dos emisiones sería 4.1% (vs. 5.7% en base). El nivel promedio de la UDI sería de 8.8 vs. el 8.4 en un escenario de estrés.

Factores Adicionales Considerados

- **Evento de Incumplimiento.** En caso de que cualquiera de los fideicomitentes municipales incumpla los créditos bancarios o bursátiles que tenga contratados, hasta por un importe equivalente al monto proporcional que le corresponde de las emisiones, podría activarse un evento de vencimiento anticipado. Esto representó un ajuste negativo en las calificaciones.
- **Evento de Aceleración.** Un evento de aceleración podría activarse si la cobertura es menor a 1.15x durante dos periodos consecutivos. La cobertura promedio anual mínima esperada durante toda la vigencia de las emisiones sería de 3.5x en un escenario base y 3.4x en un escenario de estrés, lo que no generó un ajuste en las calificaciones de los certificados bursátiles fiduciarios. Sin embargo, HR Ratings dará seguimiento al cumplimiento de las obligaciones.
- **Fondo de Reserva.** Dentro del patrimonio del Fideicomiso, se constituyó un fondo de reserva, el cual tendrá un saldo objetivo equivalente al servicio de la deuda de los siguientes 12 meses (dos cupones), cuyo saldo a junio de 2020 fue de P\$166.3m.
- **Fondo de Soporte.** A partir de junio de 2013, se creó el fondo de soporte por un monto de P\$183.4m, y se estableció que la liberación de remanentes se realizará de manera semestral en cada fecha de pago. Dicho fondo tuvo un saldo de P\$243.3m a junio de 2020. Cabe destacar que este fondo sería utilizado: (i) cuando se active un evento de vencimiento anticipado, (ii) podrá aplicarse a una amortización anticipada voluntaria, la cual deberá de ser por el saldo insoluto total de las Emisiones y (iii) podrá aplicarse al pago de la última amortización. Dado que el fondo de soporte únicamente podría ser utilizado bajo los supuestos descritos, no fue considerado para el cálculo de la TOE.
- **Cobertura de Tasa de Interés.** La estructura cuenta con un CAP contratado por un Banamex⁵ a un nivel de 11.0% y con fecha de vencimiento en julio de 2022. Actualmente, la calificación de largo plazo otorgada a Banamex por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Revisión a la baja de la calificación quirografaria.** Si la calificación quirografaria vigente del Estado se encontrará en un nivel por debajo de HR BBB-, la calificación del crédito podría revisarse a la baja. El Estado tiene una calificación quirografaria vigente de HR BBB- con Perspectiva Positiva, revisada el 11 de mayo de 2020.

⁵ Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Banamex).

Glosario

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor máximo de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (swap). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito contratado o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Escenarios Macroeconómicos. Proyecciones sobre ciertas variables económicas y financieras, suponiendo, por un lado, un escenario base con la evolución más probable de estas variables, así como dos escenarios de estrés, uno de bajo crecimiento económico y alta inflación (estanflación) y, otro escenario con bajo crecimiento económico y baja inflación.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS⁶, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y municipios, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés). Indica el número de veces (x) que los ingresos disponibles son capaces de cubrir el servicio de la deuda (pago de capital e intereses) en un momento determinado.

Tasa Objetivo de Estrés (TOE). Es la máxima reducción posible de los ingresos disponibles de una estructura de deuda, a lo largo de un periodo de Estrés Crítico, sin caer en incumplimiento de pago (default). Los ingresos disponibles consideran el fondo de reserva, el cual debe restituirse al final de dicho periodo. El valor de la TOE equivale a una calificación cuantitativa.

TMAC. Tasa Media Anual de Crecimiento.

⁶ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



Credit
Rating
Agency

Municipios del Estado de Veracruz
Certificados Bursátiles Fiduciarios
VRZCB 08 / VRZCB 08U

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas
31 de julio de 2020

A NRSRO Rating*

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



A NRSRO Rating*

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación de Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda Apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013.

Criterios para la consideración de obligaciones de la estructura que activan un vencimiento anticipado, 31 de enero de 2013
Criterios Generales Metodológicos, marzo de 2019.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/methodology/>

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.

Calificación anterior	HR AA+ (E), con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	30 de mayo de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2012 a mayo de 2020
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Veracruz, reportes del fiduciario y fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación Contraparte LP otorgada a Banamex por Fitch Ratings de AAA (mex).
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.

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), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (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).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, 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, (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 de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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 calificador 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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.