

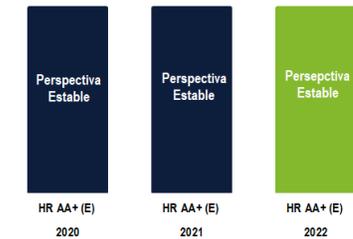
A NRSRO Rating*

Calificación

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

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Roberto Soto
Director de Finanzas Públicas /
Infraestructura
Analista Responsable
roberto.soto@hrratings.com

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

Roberto Ballínez
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 para 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%, nivel similar que observamos en la revisión previa. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el cupón con la menor cobertura del servicio de la deuda sería de febrero a julio de 2034 con una DSCR⁴ semestral de 2.4 veces (x). La calificación cuenta con un ajuste cualitativo negativo por la existencia de una cláusula relacionada con los posibles incumplimientos que cualquiera de los fideicomitentes municipales pudiera llegar a tener con créditos bancarios o bursátiles contratados, hasta por un importe equivalente al monto proporcional que le corresponde de las Emisiones. En este sentido, es importante mencionar que no existe una obligación solidaria entre los 199 fideicomitentes.

Variables Relevantes: CEBURS VRZCB 08 / VRZCB 08U
(cifras en millones de pesos nominales)

	2020	2021	TMAC ⁴ ₂₀₁₇₋₂₀₂₁	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2022	2036	TMAC ₂₀₂₁₋₂₀₃₆	2022	2036	TMAC ₂₀₂₁₋₂₀₃₆
Saldo Insoluto 08	164.9	157.9							
Saldo Insoluto 08U ⁶	1,223.0	1,260.5							
FGP Municipios del Estado	7,593	8,154	4.2%	9,124	21,849	6.8%	9,124	12,542	2.9%
TIIE ⁵ ₁₈₂	4.5%	5.9%		9.1%	7.7%		9.1%	6.4%	
UDI ⁵	6.6	7.1		7.5	12.9		7.5	11.8	
DSCR Primaria ⁷		Observada ² 3.9x	Proyectada ³ 3.9x	Min 3.9x	Prom 11.3x	Max 45.3x	Min 3.8x	Prom 8.2x	Max 29.2x

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 TIIE₁₈₂ 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

- **Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado con un incremento nominal de 7.4% en 2021.** En la revisión anterior, HR Ratings esperaba un incremento de 8.2% para dicho periodo. En los primeros cinco meses de 2022, se presentó un incremento de 19.5%, respecto al mismo periodo del año anterior. La TMAC de 2017 a 2021 del FGP estatal fue 4.2%.
- **La DSCR primaria observada en los últimos dos cupones, julio de 2021 y enero 2022, fue 3.9x, misma que se encuentra en línea con nuestras estimaciones en la revisión previa.** Lo anterior fue resultado de una variación marginal de 0.8% nominal en los ingresos fideicomitidos, lo cual compensó el ligero incremento observado en los intereses ordinarios y el monto acumulado por pago de capital de las Emisiones. Durante este periodo, el pago de capital fue 2.3% superior a nuestras estimaciones, resultado de una variación al alza en el nivel promedio de la UDI, con un valor de 7.0 (vs. 6.8 proyectado). Asimismo, los intereses observados fueron 3.1% superior a nuestras estimaciones, esto derivado de una diferencia de 20pb en el nivel promedio de la TIIE₁₈₂, aplicable en las fechas de pago de 4.5% (4.3% proyectado).

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 reconstituir 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).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Para 2022 se esperaría que el FGP de los municipios del Estado tenga un incremento nominal de 11.9%.** La $TMAC_{2021-2036}$ esperada de la fuente de pago, en un escenario base, sería de 6.8% y en un escenario de estrés sería de 2.9%.
- **DSCR primaria esperada para 2022 sería de 3.9x.** La cobertura promedio esperada del servicio de la deuda para los próximos cinco años (2023-2027) sería de 4.7x en un escenario base y de 4.2x en un escenario de estrés.
- **El análisis financiero se realizó considerando un escenario con bajos niveles de inflación y de crecimiento económico.** En este escenario, se considera que la $TMAC_{2021-2036}$ esperada del INPC sería 3.5% (vs. 4.1% en un escenario base). Por otro lado, el nivel promedio de la $TIIE_{182}$ de 2022 a 2036 sería 6.8% (vs. 8.0% en base).

Factores Adicionales Considerados

- **Evento de Incumplimiento.** Si cualquiera de los fideicomitentes municipales incumple 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 cualitativo negativo en las calificaciones de las Emisiones. Asimismo, es importante mencionar que el Estado asume la responsabilidad subsidiaria de los fideicomitentes municipales, por lo que, en caso de presentarse un incumplimiento, el Estado deberá aportar dentro de los cinco días hábiles siguientes, los recursos equivalentes a las aportaciones correspondientes al fideicomitente municipal que haya incumplido.
- **Cobertura Tasa de Interés.** Los CEBURS Fiduciarios cuentan con dos CAP's contratados con Banamex⁵ y BBVA⁶ a un precio de ejercicio de 11.0%, con fecha de vencimiento en julio de 2022 y 2023. Actualmente, las calificaciones de LP otorgadas a Banamex y BBVA por otra agencia calificadora son equivalentes a HR AAA.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Calificación quirografaria.** Si la calificación quirografaria vigente del Estado se encontrará en un nivel por debajo de HR BBB-, la calificación de las Emisiones podría revisarse a la baja. El Estado tiene una calificación quirografaria vigente de HR BBB+ con Perspectiva Positiva, revisada el 29 de abril de 2022.

Características de la Estructura

En 2008, 199 municipios del Estado de Veracruz colocaron dos Emisiones de certificados bursátiles Fiduciarios. La primera emisión, con clave de pizarra VRZCB 08U, se encuentra denominada en UDIs y fue por un monto de 238,611,900 UDIs, equivalentes a P\$995.5 millones (m) en la fecha de colocación; la segunda emisión, con clave de pizarra VRZCB 08, se encuentra denominada en pesos y fue por un monto de P\$212.5m; ambas tienen fecha de vencimiento julio de 2036. El saldo insoluto de la emisión (VRZCB 08) a enero de 2022 corresponde a P\$157.9m y para la (VRZCB 08U) corresponde a 177,336,364 UDI's, equivalentes a P\$1,263.3m de pesos, considerando el valor de la UDI al 31 de enero de 2022.

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

⁶ BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer (BBVA).

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 IEPS⁷, 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.

⁷ 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
28 de julio de 2022

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

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

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

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

FP Estructuradas / Infraestructura

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

Deuda Corporativa / ABS

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

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

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

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

Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545
luisa.adame@hrratings.com

Akira Hirata +52 55 8647 3837
akira.hirata@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

Operaciones

Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765
veronica.cordero@hrratings.com

Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541
daniela.dosal@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746
carmen.oyoque@hrratings.com

Hoja 4 de 5

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora 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.

Twitter: @HRRATINGS



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 Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Metodología de Deuda Apoyada por Ingresos Federales, septiembre de 2020

ADENDUM – Deuda Estructurada de Municipio Mexicanos, septiembre de 2020

Criterios Generales Metodológicos, enero de 2022.

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) Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	29 de julio de 2021
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2012 a mayo de 2022
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 y a BBVA 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 of 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 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 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).