

**Calificación**

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

Perspectiva Estable



**Contactos**

**Natalia Sales**  
Subdirectora de Finanzas Públicas  
Analista Responsable  
natalia.sales@hrratings.com

**María José Barragán**  
Analista de Finanzas Públicas  
mariajose.barragan@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 de los CEBURS Fiduciarios<sup>1</sup> de 199 municipios del Estado de Veracruz<sup>2</sup> es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)<sup>3</sup> de 100.0%, nivel que se encuentra en línea con el valor observado en la revisión anterior. Según nuestras proyecciones de flujos, el cupón con la menor cobertura del servicio de la deuda sería de febrero a julio de 2035, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) semestral de 2.5 veces (x). Asimismo, la calificación mantuvo un ajuste cualitativo negativo derivado 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)

	2021	2022	TMAC <sup>4</sup> <sub>2018-2022</sub>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>1</sup>		
				2023	2036	TMAC <sub>2022-2036</sub>	2023	2036	TMAC <sub>2022-2036</sub>
TOE Actual: 100.0%									
TOE Anterior: 100.0%									
Saldo Insoluto 08	157.9	150.5							
Saldo Insoluto 08U <sup>6</sup>	1,218.7	1,255.7							
FGP Municipios del Estado	8,154	9,314	5.6%	9,314	21,137	6.0%	9,314	12,665	2.2%
TIIE <sup>5</sup> <sub>182</sub>	5.9%	11.0%		11.3%	6.8%		11.3%	5.6%	
UDI <sup>5</sup>	7.1	7.6		8.0	12.9		8.0	11.4	
DSCR Primaria <sup>7</sup>		Observada <sup>2</sup> 4.1x	Proyectada <sup>3</sup> 3.9x	Min 4.0x	Prom 11.6x	Max 43.7x	Min 3.9x	Prom 8.7x	Max 29.8x

Fuente: HR Ratings con base en información del Fiduciario, fuentes de información pública y estimaciones propias.  
Notas: 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 TIIE<sub>182</sub> 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.

**Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones**

- **El Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado aumentó 14.2% nominal en 2022 con respecto a 2021.** En 2022, el Estado recibió P\$46,569.6 millones (m) por concepto de FGP, cifra 2.1% mayor a lo esperado previamente. La TMAC<sub>20218-2022</sub> de dicho fondo fue de 5.6%.
- **DSCR primaria observada en los últimos dos cupones, julio de 2022 y enero de 2023, de 4.1x, ligeramente superior a la proyectada de 3.9x en la revisión previa.** Lo anterior se debió a un mayor nivel observado a la esperado de la fuente de pago asignada a las Emisiones 6.4%. Por su parte, el pago de capital fue 1.1% superior a lo proyectado, como resultado de una UDI promedio observada de 7.6 (vs. 7.5 estimada en la revisión anterior). Asimismo, los intereses ordinarios fueron 1.4% mayores a nuestras estimaciones, derivado de una TIIE<sub>182</sub> promedio observada 22pb mayor a la esperada en la revisión anterior (de 7.45% vs 7.23% estimada).

**Expectativas para Periodos Futuros**

- **Para 2023, se estima un incremento nominal de 6.6% del FGP estatal respecto a 2022.** Con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) de 2023,

<sup>1</sup> Certificados Bursátiles Fiduciarios: clave de pizarra VRZCB 08 / VRZCB 08U (las Emisiones y/o CEBURS Fiduciarios).  
<sup>2</sup> Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave (Veracruz y/o el Estado).  
<sup>3</sup> Es el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de dos cupones, 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.

cifras observadas en mayo de 2023 y estimaciones propias, el FGP que recibiría el Estado sería de P\$49,643.1m. La TMAC<sub>2022-2036</sub> esperada sería de 6.0% y de 2.2%, en un escenario base y un escenario de estrés, respectivamente.

- **Se esperaría una DSCR primaria de 4.0x para 2023.** La DSCR promedio estimada para los próximos cinco años de la estructura es de 4.9x en un escenario base y de 4.4x en un escenario de estrés.
- **El análisis financiero considera un escenario con bajos niveles de inflación y bajo crecimiento económico.** Dadas las características de las Emisiones, este escenario fue el que reflejó mayor estrés en la proyección de flujos. En este se considera que la TMAC<sub>2022-2036</sub> del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería 2.9% (vs. 3.8% en un escenario base) y el nivel promedio anual esperado de la TIE<sub>182</sub>, de 2022 a 2036, sería 6.1% (vs. 7.3% en un escenario base).

### Factores Adicionales Considerados

- **Evento de incumplimiento.** Si cualquiera de los fideicomitentes municipales incumple con 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 a 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 de tasa de interés.** Los CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRZCB 08 cuentan con un CAP, el cual fue contratado con Citibanamex<sup>4</sup>. Este instrumento ampara el 100.0% del saldo insoluto de la Emisión a un nivel de 11.0%, con una vigencia de octubre de 2022 a octubre de 2027. La calificación de largo plazo otorgada a Citibanamex por otra agencia calificadora es equivalente a HR AAA.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Calificación quirografaria.** Si la calificación quirografaria vigente del Estado se encontrara en un nivel HR BBB- o inferior, la calificación de las Emisiones podría revisarse a la baja. La calificación vigente del Estado de Veracruz es HR A- con Perspectiva Estable, emitida el 24 de abril de 2023.

### 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\$995.5m 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) en enero de 2023 fue de P\$150.5m y para la (VRZCB 08U) corresponde a 169,032,970 UDI's, equivalentes a P\$1,299.2m de pesos, al considerar el valor de la UDI al 31 de enero de 2023.

<sup>4</sup>Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex (Citibanamex).

## 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.

**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.

**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 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.

**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, por otro, un escenario de bajo crecimiento económico y baja inflación.

**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 IEPS<sup>5</sup>, 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.

<sup>5</sup> FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



**Credit  
Rating  
Agency**

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

**HR AA+ (E)**

Finanzas Públicas  
21 de julio de 2023

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

Anibal 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

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

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

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

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

#### Corporativos / ABS

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

#### Sustainable Impact / ESG

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

### Regulación

#### Dirección General de Cumplimiento

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

José González +52 55 8647 3810  
jose.gonzalez@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

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

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

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

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769  
odette.rivas@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) 15 00 31 30
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (786) 464 0500

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: Deuda Apoyada por Ingresos Federales, septiembre de 2020.

Adenda - Deuda Estructurada de Municipios Mexicanos, septiembre de 2020.

Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023.

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.

Table with 2 columns: Information category and Value. Rows include: Calificación anterior (HR AA+ (E) | Perspectiva Estable.), Fecha de última acción de calificación (28 de julio de 2022.), Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación. (Enero 2012 a mayo de 2023.), Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas (Información proporcionada por el Estado, reportes del Fiduciario y fuentes de información pública.), Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso). (Calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's Local de AAA.mx a Citibanamex.), 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 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 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 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.