

Banobras-FONREC  
P\$1,717.7m  
HR AA- (E)  
Perspectiva Estable

Banobras-FONREC  
P\$3,039.1m  
HR AA- (E)  
Perspectiva Estable

Banobras-PROFISE  
P\$199.6m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Banobras-PROFISE  
P\$1,074.4m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Finanzas Públicas Estructuradas  
31 de julio de 2025  
A NRSRO Rating\*\*

2023  
HR A+ (E)  
Perspectiva Estable

2024  
HR A+ (E)  
Perspectiva Positiva

2025  
HR AA- (E)  
Perspectiva Estable



**Adrián Díaz González**  
[adrian.diaz@hrratings.com](mailto:adrian.diaz@hrratings.com)  
Asociado  
Analista Responsable



**Diego Paz**  
[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)  
Analista Senior



**Natalia Sales**  
[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)  
Subdirectora de Finanzas Públicas  
Estructuradas



**Roberto Ballinez**  
[roberto.ballinez@hrratings.com](mailto:roberto.ballinez@hrratings.com)  
Director Ejecutivo Senior de Finanzas  
Públicas Estructuradas e Infraestructura

**HR Ratings revisó al alza la calificación de HR A+ (E) a HR AA- (E) y modificó la Perspectiva de Positiva a Estable para dos créditos bajo el programa FONREC, y ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para dos créditos bajo el programa PROFISE, contratados por el Estado de Veracruz con Banobras**

Las acciones de calificación sobre los cuatro Créditos Bancarios Estructurados (CBEs) contratados por el Estado de Veracruz (y/o el Estado) es resultado del valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada estructura. La TOE de cada financiamiento fue:

- Banobras<sup>1</sup>-FONREC<sup>2</sup> por P\$1,717.7 millones (m), contratado en 2011, con una TOE de 59.4% (vs. 57.1% en la revisión anterior). Se revisa al alza la calificación de HR A+ (E) a HR AA- (E) y se modifica la Perspectiva de Positiva a Estable.
- Banobras-FONREC por P\$3,039.1m, contratado en 2011, con una TOE de 59.3% (vs. 57.2% en la revisión anterior). Se revisa al alza la calificación de HR A+ (E) a HR AA- (E) y se modifica la Perspectiva de Positiva a Estable.
- Banobras-PROFISE<sup>3</sup> por P\$199.6m, contratado en 2012, con una TOE de 89.9% (vs. 89.4% en la revisión anterior). Se rarifica la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
- Banobras-PROFISE por P\$1,074.4m, contratado en 2012, con una TOE de 84.3% (vs. 83.5% en la revisión anterior). Se rarifica la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable.

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

<sup>2</sup> Fondo de Reconstrucción de Entidades Federativas (FONREC).

<sup>3</sup> Programa de Financiamiento para Infraestructura y la Seguridad en los Estados (PROFISE).



## Principales Elementos Considerados

- **Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Veracruz.** En 2024, el FGP que recibió el Estado fue por P\$54,484.1m, lo cual fue 8.1% mayor al monto observado al cierre de 2023. La razón de este crecimiento se debió a que el FGP Nacional mostró un crecimiento nominal de 10.1% en este mismo año. El crecimiento a nivel estatal estuvo por debajo del crecimiento del fondo nacional debido a que la proporción recibida por el Estado fue menor a lo estimado en la revisión previa (5.90% observada vs. 5.96% estimada en la revisión anterior para 2024). Por otro lado, de enero a mayo de 2025, el FGP de Veracruz fue 8.3% mayor al observado en el mismo periodo del año anterior y 6.1% mayor a lo proyectado para el mismo lapso en la revisión previa en un escenario base. De acuerdo con las estimaciones de HR Ratings, se espera que, al final de 2025, el FGP del Estado tenga un crecimiento nominal de 8.1% en comparación con el monto observado en 2024, lo que se traduciría en P\$58,883.4m. La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) nominal de 2020 a 2024 del FGP estatal fue de 9.5%, mientras que la esperada para el periodo de 2024 a 2033 en un escenario base sería de 5.6% y en un escenario de estrés sería de 1.6%.
- **Fondo de Reserva (FR).** De acuerdo con los contratos de los CBEs, cada estructura cuenta con la obligación de constituir un FR cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 1.0 veces (x) el pago de intereses ordinarios del mes en curso. De acuerdo con los estados de cuenta de los fideicomisos, el saldo de las reservas de las cuatro estructuras cumple con su saldo objetivo.

## Factores Adicionales Considerados

- **Bono Cupón Cero.** Los cuatro CBEs se contrataron bajo la estructura de Bonos Cupón Cero, por lo que durante la vigencia de los CBEs solo se realizará el pago de intereses al Banco. En el caso de los CBEs con Banobras bajo el programa FONREC, el Estado celebró un convenio modificatorio a los contratos de crédito y del Fideicomiso No. F/914<sup>4</sup> en 2023 por el cual redimió el valor del Bono Cupón Cero a favor del Estado, además, constituyó el Fondo de Pago de Capital (FPC) y sustituyó el pago del principal por medio del FPC al final de la vigencia de los créditos. La constitución del FPC se realizará por medio de 102 aportaciones mensuales con base en la tabla de saldos objetivos mensuales pactada entre el Estado y Banobras, mismos que al final de la vigencia de los CBEs serán iguales al saldo insoluto del crédito.
- **Pena Convencional.** Actualmente, los créditos de Banobras-PROFISE se encuentran pagando una pena convencional de 100 puntos base (pb) adicionales al margen aplicable de cada uno de los créditos. Lo anterior se debe a que en su momento no se acreditó la comprobación del uso de los recursos de acuerdo con los contratos de crédito. Esta pena es considerada durante el resto de la vigencia ambos créditos en nuestro análisis. Estos dos CBEs se encuentran inscritos en el Fideicomiso No. F/1176<sup>5</sup>.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Veracruz.** La calificación quirografaria vigente de Veracruz es de HR A con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 18 de junio de 2025.

<sup>4</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/914, cuyo fiduciario es Banco Monex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero (Monex).

<sup>5</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/1176, cuyo fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Invex (Invex).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Factor que Podría Subir la Calificación de los créditos de Banobras-FONREC

- **Desempeño de la DSCR<sup>6</sup> Primaria para los créditos de Banobras-FONREC.** Si durante los próximos doce meses, de junio 2025 a mayo de 2026, la DSCR primaria promedio fuera mayor o igual a los niveles mencionados a continuación, HR Ratings podría revisar la calificación al alza:
  - **Banobras-FONREC por P\$1,717.7m:** Si su DSCR primaria promedio fuera mayor o igual a 4.4x en un escenario base. Actualmente se espera un nivel promedio de 3.5x.
  - **Banobras-FONREC por P\$3,039.1m:** Si su DSCR primaria promedio fuera mayor o igual a 4.5x en un escenario base. Actualmente se espera un nivel promedio de 3.5x.

## Factor que Podría Bajar las Calificaciones

- **Comportamiento de la Fuente de Pago.** Si durante los próximos doce meses (de junio de 2025 a mayo de 2026), la fuente de pago de los CBEs fuera inferior a las estimaciones de HR Ratings en los niveles que se mencionarán a continuación, su calificación se podría revisar a la baja:
  - **Banobras-FONREC por P\$1,717.7m:** Si la fuente de pago del crédito fuera 7.8% inferior a lo estimado en un escenario base.
  - **Banobras-FONREC por P\$3,039.1m:** Si la fuente de pago del crédito fuera 7.5% inferior a lo estimado en un escenario base.
  - **Banobras-PROFISE por P\$199.6m:** Si la fuente de pago del crédito fuera 61.5% inferior a lo estimado en un escenario base.
  - **Banobras- PROFISE por P\$1,074.4m:** Si la fuente de pago del crédito fuera 40.2% inferior a lo estimado en un escenario base

<sup>6</sup> Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).



@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*	Deuda Estructurada de Entidades Subnacionales, noviembre de 2024.
Calificación anterior	Banobras-FONREC P\$1,717.7m y Banobras-FONREC P\$3,039.1m: HR A+ (E) con Perspectiva Positiva.  Banobras-PROFISE P\$199.6m y Banobras-PROFISE P\$1,074.4m: HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	18 de julio de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a junio de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, estados de cuenta de los fiduciarios y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
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.

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

\*\* 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 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 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

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 de México, 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 calificadoradora [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 (cuatro 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