

Calificación

VRZCB 06
VRZCB 06U
Perspectiva

HR AA+ (E)
HR AA+ (E)
Positiva

Contactos

Roberto Soto

Asociado de Finanzas Públicas
roberto.soto@hrratings.com

María Fernanda Mondragón

Analista de Finanzas Públicas
fernanda.mondragon@hrratings.com

Roberto Ballínez

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

Ricardo Gallegos

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas / Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia, 2012-2014



Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación que ratificó HR Ratings, después del realizar la revisión anual del desempeño de las emisiones de Certificados Bursátiles Fiduciarios, con clave de pizarra, VRZCB 06 y VRZCB 06U, es HR AA+ (E) y modificó la Perspectiva a Positiva de Estable. Las emisiones con esta calificación, en escala local, se consideran con alta calidad crediticia y ofrecen gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen muy bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos y financieros adversos. El signo “+” asignado refiere a una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings ratificó la calificación crediticia de HR AA+ (E) y modificó la Perspectiva a Positiva de Estable de las emisiones de certificados bursátiles fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra VRZCB 06 y VRZCB 06U.

Las emisiones se realizaron al amparo del Fideicomiso Irrevocable Emisor, de Administración y Pago No. F/551, en el que participan como fiduciario Deutsche Bank México, S.A., y como fideicomitente, el Estado de Veracruz (el Estado). La fuente primaria de pago para el cumplimiento de las obligaciones financieras de ambas emisiones equivale al 7.84% de los recursos del Fondo General de Participaciones del Ramo 28 (FGP) correspondientes al Estado.

La ratificación de la calificación de HR AA+ (E) es resultado, principalmente, del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último análisis arrojó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 97.1% (vs. 86.2% de la revisión anterior). La modificación de la Perspectiva a Positiva obedece al desempeño observado y estimado de las DSCR's primarias derivado del incremento de la fuente de pago en el último año con respecto a nuestras proyecciones en un escenario base. La DSCR mínima semestral en el escenario de estrés incrementó a 1.9x en comparación con la estimación de 1.6x en la revisión anterior, lo que permite utilizar una mayor cantidad de recursos del fondo de reserva en el periodo de estrés crítico y reconstituirlo posteriormente. Por otro lado, la calificación quirografaria del Estado es HR BBB+, con Perspectiva Positiva, y al estar arriba de HR BBB-, esto no tiene efecto sobre la calificación final de los CEBURS Fiduciarios.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el semestre de mayor debilidad sería julio de 2025 con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) primaria esperada, de 1.9x (veces) en el escenario de estrés cíclico. En dicho escenario se incorpora un estrés sobre el PIB Nacional, el Ramo 28 nacional y Ramo y FGP estatal, así como la inflación y la TIIE.

El periodo de estrés crítico correspondiente tiene una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 97.1%. Esto indica que los recursos afectados podrían disminuir 97.1% adicional respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico y serían suficientes para cumplir con las obligaciones financieras. El cálculo de la TOE supone el uso de las reservas de tal manera que se pueda garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico, incorporando restricciones adicionales debido a que el pago de capital se realiza una vez al año y al saldo objetivo del fondo de reserva.

Algunos eventos y variables claves considerados en la revisión anual de la calificación fueron los siguientes:

- **Dentro del patrimonio del fideicomiso se ha constituido un fondo de reserva, el cual debe ser equivalente al servicio de la deuda de los próximos dos cupones de ambas emisiones, es decir, doce meses.** El saldo de dicho fondo en julio de 2014 fue de P\$557.2m.
- **En un escenario de estrés, se pronostica que la DSCR primaria promedio anual, considerando únicamente la fuente primaria de pago, sería de 3.4x en 2015 y 3.0x en 2016.** El valor promedio para los próximos cinco años, de 2015 a 2019, sería igual a 3.1x. La DSCR mínima anual esperada sería de 3.0x, pronosticada para 2016 y 2017.
- **La tasa de crecimiento nominal del FGP del Estado para los años de 2012 y 2013 fue de 5.4% y 9.8%, respectivamente.** En un escenario base se estima que el crecimiento para este año sea de 13.2%. La $TMAC_{2014-2036}$ esperada bajo un escenario base es de 5.8% y en un escenario de estrés es de 3.2%.
- **Como parte del patrimonio del fideicomiso existen dos bonos liquidables al vencimiento.** Dichos bonos tienen un saldo a septiembre de 2014 de P\$601.6m (equivalente a 7.9% del saldo insoluto). No obstante, no se consideran para el cálculo de la TOE debido a que no existe un mecanismo de liquidación previo a su fecha de vencimiento.
- **El Estado cuenta con una cobertura sobre tasa de interés (TIIE182).** La cobertura se encuentra contratada con BBVA Bancomer, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer a una tasa de 11.0% y representa una mejora en la estructura.

Principales factores considerados

Monto de endeudamiento total autorizado	Hasta P\$8,000.0 m
Fideliomitente	Estado de Veracruz
Fiduciario	Deutsche Bank México, S.A. de C.V.
Fideicomisarios	Tenedores de los Certificados Bursátiles
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V.
Vehículo legal	Fideicomiso Irrevocable Emisor de Administración y Pago No. F651
Fuente de pago	7.84% del FGP correspondiente al Estado de Veracruz
VRZCB 06U	P\$5,193.0 m (monto inicial)
Denominación	UDI'S
Tasa	Tasa Fija Pactada
Pago de intereses	Semestral
Pago de capital	Anual
Amortización	Crecente y consecutiva
Plazo	Hasta 29.5 años
Porcentaje asignado	82.4% de la fuente de pago
VRZCB 06	P\$1,107.0 m (monto inicial)
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa	TIIE182 + sobretasa
Pago de intereses	Semestral
Pago de capital	Anual
Amortización	Crecente y consecutiva
Plazo	Hasta 29.5 años
Cobertura	CAP sobre TIIE _{2y} a un plazo de 5 años
Porcentaje asignado	17.6% de la fuente de pago
Fecha de vencimiento (ambas emisiones)	Julio de 2036

Fuente: HR Ratings

A continuación se presentan los principales factores del análisis financiero y riesgo crediticio que, en el último año, pudieran modificar la calidad crediticia de las emisiones bursátiles, con clave de pizarra VRZCB06 y VRZCB06U del Estado de Veracruz:

- De acuerdo con nuestro análisis en el periodo de estrés crítico, se obtuvo una TOE de 97.1%, lo que significa que los ingresos afectados al fideicomiso podrían disminuir en 97.1% adicional respecto al escenario de estrés cíclico y serían capaces de cumplir con las obligaciones de pago de los CEBURS Fiduciarios. La TOE en la revisión anterior fue de 86.2%. La modificación de la Perspectiva a Positiva obedece al desempeño observado y estimado de la DSCR's primarias derivado del incremento de la fuente de pago en el último año con respecto a nuestras proyecciones en un escenario base. La DSCR mínima semestral en el escenario de estrés incrementó a 1.9x en comparación con la estimación de 1.6x en la revisión anterior, lo que permite utilizar una mayor cantidad de recursos del fondo de reserva en el periodo de estrés crítico y reconstituirlo posteriormente.
- El análisis de estrés se realizó bajo un escenario macroeconómico de muy bajo crecimiento económico y baja inflación. En este escenario se considera que el valor promedio de la $TIIE_{182}$ durante el plazo de la emisión es de 3.6% (vs 4.6% en un escenario base) y que la $TMAC_{2014-2036}$ del INPC es de 3.1% (vs 3.6% en un escenario base).
- La cobertura primaria promedio observada en los últimos dos cupones, agosto de 2013 a julio de 2014, fue de 3.3x, mientras que la proyectada el año anterior, en un escenario base para el mismo periodo, fue de 3.2x.
- En el décimo sexto cupón, liquidado en julio de 2014, la emisión VRZCB 06 pagó P\$25.1m de intereses ordinarios y P\$18.9m por concepto de capital, mientras que la emisión VRZCB 06U liquidó P\$178.8m de intereses ordinarios y P\$121.3m de amortización.
- Derivado de los acuerdos de la asamblea de tenedores del 13 de abril de 2011, se instruyó al fiduciario para que adquiriera un bono liquidable al vencimiento (cupón cero) para cada emisión, los cuales fueron contratados en noviembre de ese mismo año. El monto total de los bonos al momento de la compra fue de P\$492.3m, lo que representaba 6.75% del saldo insoluto de ambas emisiones en noviembre de 2011. El valor de ambos bonos a septiembre de 2014 ascendió a P\$601.6m, lo que equivale a 7.9% del saldo insoluto.
- El Estado está obligado a contratar una cobertura de tasa de interés, la cual deberá mantenerse vigente en todo momento. Ésta se contrató con BBVA Bancomer, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer a una tasa de 11.0% y con fecha de vencimiento en enero de 2017. La calificación de largo plazo de BBVA Bancomer es equivalente a HR AAA, en escala local.
- Entre las consideraciones extraordinarias analizadas por HR Ratings, las cuales no tuvieron efecto en la calificación final, se encuentran las siguientes:

- Un evento preventivo podría activarse si la cobertura primaria promedio anual es inferior a 1.8x. Asimismo, podría activarse un evento de aceleración si la cobertura primaria anual fuera menor a 1.15x. En caso de que existan cantidades remanentes retenidas en el fideicomiso derivado de la activación de cualquier evento preventivo o de aceleración, el fiduciario aplicará las cantidades retenidas a la compra de bonos cupón cero con riesgo gobierno federal. Lo anterior no tuvo impacto en la calificación final de la estructura.
- En caso de que las Emisiones lleguen a ser calificadas por debajo del equivalente a “HR A”, en escala local (con la consecuente activación de un evento preventivo) el fiduciario contratará una garantía parcial con cargo al patrimonio del fideicomiso. Además, se activaría un evento de vencimiento anticipado si la calificación a dichas emisiones por dos agencias calificadoras en menor hasta en 4 *notches* a la originalmente otorgada por cada una de ellas y dicha calificación no se incrementada en los siguientes seis meses. Actualmente, las emisiones cumplen con las calificaciones mínimas requeridas
- La calificación quirografaria vigente del Estado de Veracruz es HR BBB+, en escala local, con Perspectiva Positiva y, de acuerdo con nuestra metodología, esto no tuvo efecto en la calificación final de las emisiones.

Características de la estructura

La colocación de los certificados bursátiles se realizó a través de dos emisiones. La primera, con clave de pizarra VRZCB 06U, en noviembre de 2006 por un monto de 1,380.1m UDIs (equivalentes a P\$5,193.0m al momento de la colocación) y la segunda, con clave de pizarra VRZCB 06, en diciembre de ese mismo año por un monto de P\$1,106.9m. Ambas emisiones tienen fecha de vencimiento en julio de 2036.

El pago de capital se realizará mediante 30 amortizaciones anuales consecutivas y crecientes a una tasa variable, las cuales se realizan el mes de julio. La primera amortización se realizó en julio de 2007 y la última sería en julio 2036. El saldo insoluto de las emisiones después del pago de cupón de julio de 2014 fue de P\$1,024.0m para la emisión VRZCB 06 y de 1,276.7m UDIs para la emisión VRZCB 06U, equivalentes a P\$6,648.3m en octubre de este año.

A partir de la fecha de colocación, los CEBURS Fiduciarios generan intereses ordinarios sobre saldos insolutos. La tasa de interés aplicable para la emisión VRZCB 06 es resultado de sumar la TIIE¹⁸² más una sobretasa de 0.95%, mientras que la emisión VRZCB 06U genera intereses a una tasa fija de 5.32%. El pago de intereses ordinarios se realiza de manera semestral en los meses de enero y julio.

Se considera la existencia de un fondo de reserva, el cual debe ser equivalente al servicio de la deuda de los siguientes dos cupones, es decir, doce meses. En septiembre de 2014 el saldo de dicho fondo fue de P\$557.2m. La existencia de este fondo representa una mejora para el acreedor, especialmente en periodos con fluctuaciones económicas y financieras adversas.



A NRSRO Rating*

Credit
Rating
Agency

Estado de Veracruz

Certificados Bursátiles Fiduciarios

VRZCB 06 / VRZCB 06U

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas
09 de diciembre de 2014

Dado que la fuente de pago primaria de pago proviene de ingresos federales, en principio existiría mayor certidumbre en la generación del flujo. Sin embargo, es importante mencionar que dicha fuente de pago está relacionada con la actividad económica en México.

Ni el fideicomiso, ni los términos y condiciones de pago a los tenedores de los CEBURS Fiduciarios, podrán modificarse sin el previo consentimiento de los fideicomisarios en primer lugar y el fiduciario.

El contrato de fideicomiso y el macrotítulo cumplen con lo indispensable en torno a las obligaciones y disposiciones legales aplicables al proceso de emisión de CEBURS Fiduciarios, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos estatales y federales que se ofrecen para su pago. De tal forma que brindan seguridad jurídica a los fideicomisarios en primer lugar, aislando de cualquier otro acreedor estos recursos.

Como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia asignada a los CEBURS Fiduciarios, con claves de pizarra VRZCB 06 y VRZCB 06U, HR Ratings continuará llevando a cabo un seguimiento del desempeño operativo del fideicomiso, así como del comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá ratificar o modificar la presente calificación, o su perspectiva, en el futuro.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Veracruz
Certificados Bursátiles Fiduciarios
VRZCB 06 / VRZCB 06U

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas
09 de diciembre de 2014

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

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

Director General Adjunto

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

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval (Asociado) +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa/ ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com



Credit
Rating
Agency

Estado de Veracruz

Certificados Bursátiles Fiduciarios

VRZCB 06 / VRZCB 06U

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas
09 de diciembre de 2014

A NRSRO Rating*

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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 Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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) Estable
Fecha de última acción de calificación	16 de diciembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2008 a Septiembre 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el estado y otras fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación Contraparte L.P. otorgada a BBVA Bancomer por Fitch Ratings
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)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto ya está reflejado en la calificación asignada de HR AA+ (E)

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

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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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 o emitidas 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, a la 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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. is registered with the United States Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) for this type of security. HR Ratings' recognition as an NRSRO is limited to government securities described in clause (v) of Section 3(a)(62)(A) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934. HR Ratings is also authorized by the National Banking and Securities Commission of Mexico (CNBV) as a credit rating agency.