FHIPOCB 21-2

Certificados Bursátiles Fiduciarios

FHIPOCB 21-2
HR AAA (E)
Perspectiva Estable

Credit Rating Agency

Instituciones Financieras
10 de diciembre de 2025

2023	2024	2025
HR AAA (E)	**HR AAA (E)**	**HR AAA (E)**
Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable



Roberto Soto
roberto.soto@hrratings.com
Director Ejecutivo Sr. de Instituciones Financieras / ABS
Analista Responsable



Ana Laura Puebla
analaura.puebla@hrratings.com
Analista



Federico Guerrero
federico.guerrero@hrratings.com
Analista Sr.



Angel García
angel.garcia@hrratings.com
Director Ejecutivo Sr. de Instituciones Financieras / ABS

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión FHIPOCB 21-2

La ratificación de la calificación para FHIPOCB 21-2[1] se basa en la mora máxima (MM) que soporta la Emisión bajo un escenario de estrés de 29.8% que, al compararse con una Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH) de 4.8%, deriva en una razón Veces Tasa de Incumplimiento (VTI) de 6.2 veces (x) (vs. 29.0%, 4.8% y 6.0x al cierre de agosto de 2024). En línea con lo anterior, se observa que el aforo se ubicó por encima del nivel objetivo de 14.0% en cada una de las fechas de revisión del portafolio cerrando en 17.6% en octubre de 2025 (vs. 15.3% promedio en la revisión anterior). Asimismo, al realizar un análisis de los flujos de cobranza recibidos observamos que estos se ubican en un 5.8% por encima a lo esperado en un escenario base y en un 15.1% del escenario estrés. Por otra parte, los Derechos de Cobro muestran un adecuado perfil de riesgo con un *Loan To Value*[2] (*LTV*) promedio ponderado de 82.6%, un plazo remanente promedio ponderado de 206 meses y una participación de créditos en un Régimen Ordinario de Amortización (ROA) de 80.3% (vs. 82.4%, 216 meses y 83.0% en el análisis anterior). Al cierre de octubre de 2025, el saldo insoluto de principal de los CEBURS Fiduciarios asciende a P$1,927m, por lo que se ha amortizado un 35.8% del monto inicial (vs. P$2,170m y 27.7% en el escenario base; P$1,836m y 38.8% en el escenario de estrés).

Análisis de Flujo de Efectivo y Comportamiento Observado vs. Proyectado

- **Fortaleza de la Emisión a través de la cartera de crédito cedida, al soportar una Mora Máxima de 29.8% (vs. 29.0% en el análisis anterior).** La cobranza no realizada por mora que soportaría en un escenario estrés es

[1] Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra FHIPOCB 21-2 (FHIPOCB 21-2 y/o la Emisión y/o los CEBURS Fiduciarios).
[2] Relación de préstamo a valor del bien financiado (*Loan to Value* o *LTV*).

equivalente al incumplimiento de 1,416 clientes de acuerdo con el saldo promedio de la cartera cedida de P$0.5m (vs. 1,531 clientes y P$0.5m saldo promedio en el análisis anterior).

- **Adecuado comportamiento del aforo de la Emisión de 17.6% al cierre de octubre de 2025 (vs. 15.3% en el análisis anterior).** El Fideicomiso cuenta con liberación de remanentes en efectivo al tenedor de la constancia, lo que indica que el aforo en las fechas de distribución se ha ubicado por encima del requerido de 14.0% para llevar a cabo dichas liberaciones.
- **Calidad del portafolio en niveles adecuados al presentar un índice de morosidad de 2.3% a más de 180 días en agosto de 2025 (vs. 1.0% a agosto de 2024).** Asimismo, el portafolio con cero días de atraso presenta una disminución al ubicarse en 91.2% derivado de la maduración natural y amortización del portafolio inicialmente cedido (vs. 94.5% en agosto de 2024).
- **Flujos de cobranza por encima de lo esperado en un escenario base y estrés.** La cobranza acumulada en agosto de 2025 se ubica en P$2,267m, siendo 6.3% y 15.2% superior a lo esperado en un escenario base y estrés.
- **Amortizaciones objetivo por un monto equivalente a 35.8% del monto inicial (vs. 27.7% esperado en un escenario base y 38.8% en un escenario de estrés).** Los mayores flujos de cobranza han llevado a que las amortizaciones que se han realizado sean superiores a lo esperado, con un monto acumulado de P$1,073m, en comparación con P$830m esperado en un escenario base y de P$1,164m en un escenario de estrés.

Factores Adicionales Considerados

- **Constitución de tres fondos: 1) de Gastos de Mantenimiento, 2) de Reserva y 3) de Intereses.** La Estructura contempla un Fondo de Gastos de Mantenimiento, equivalente a las dos próximas fechas de pago de mantenimiento mensual, además de reservar periódicamente los gastos anuales. Adicionalmente, el Fondo de Intereses y el Fondo de Reserva son equivalentes al pago de intereses de uno y dos meses respectivamente, lo que deriva en un total de tres meses de pago de intereses correspondientes a la siguiente fecha de pago.
- ***LTV* promedio ponderado de 82.6% al corte de agosto de 2025 (vs. 82.4% en el análisis anterior).** La adecuada composición del colateral muestra una sólida cobertura de garantías hipotecarias en la cartera de crédito cedida.
- **Cartera altamente pulverizada en clientes principales y en entidad federativa.** HR Ratings considera que la cartera cedida no presenta riesgos de concentración relevantes, por lo que no existe una sensibilidad ante un acreditado particular.
- **Participación de HiTO[3] como Administrador Maestro, que tiene calificación de HR AM1.** HiTO es el encargado de supervisar, revisar y validar toda la información de la cartera, los flujos procedentes de esta y la distribución de recursos del Fideicomiso, así como de su reporteo.
- **Auditoría de expedientes.** La revisión física de expedientes fue realizada en septiembre de 2021 sobre una muestra de 495 expedientes, asimismo, el Administrador Maestro revisó 6,294 créditos cedidos como colateral, cumplen en su totalidad con los criterios de elegibilidad establecidos en la documentación legal de la Emisión.

[3] HiTO, S.A.P.I. de C.V. (HiTO y/o el Administrador Maestro).

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **VTI por debajo de un nivel de 4.5x.** Lo anterior se podría presentar a través de un incremento en la TIH por encima de un nivel de 6.6% o a través de un deterioro en el aforo de manera sostenida por debajo de 11.0%.
- **Cambios regulatorios u operativos al INFONAVIT que impactarían la cobranza de los créditos hipotecarios adquiridos por FHipo.** Lo anterior considerando que el INFONAVIT mantiene las funciones de administración primaria de la cartera.

Descripción de la Emisión

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra FHIPOCB 21-2 fue realizada el 11 de octubre de 2021 por un monto de P$3,000m a través de la bursatilización de los flujos de cobranza provenientes de un portafolio de créditos hipotecarios originados por el INFONAVIT y adquiridos por FHipo vía coparticipación. Esta Emisión tiene un plazo legal de 30 años, en donde el Fideicomiso deberá liquidar la totalidad del saldo insoluto de principal más intereses de los CEBURS Fiduciarios a más tardar a la Fecha de Vencimiento Legal. En octubre de 2025, la Emisión presentó el pago de cupón mensual número 49 y presentó un saldo insoluto de principal de P$1,927m. El Fideicomiso Emisor constituido por FHipo como Fideicomitente y Banco Invex[4] como Fiduciario, con la presencia de Banco Multiva[5] como Representante Común de los Tenedores e HiTO como Administrador Maestro.

[4] Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Banco Invex y/o el Fiduciario).
5 Banco Multiva, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva.

El presente reporte de calificación se enfoca en el análisis y la evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante el último año que influyen sobre la calidad crediticia de la Emisión. Para más información sobre la calificación asignada por HR Ratings, se puede consultar el reporte inicial con fecha del 10 de septiembre de 2021, así como el reporte de revisión de características finales y los dos reportes de revisión anual posteriores. Estos pueden ser consultados en la página www.hrratings.com.

Perfil del Fideicomitente

FHipo es un Fideicomiso Hipotecario constituido por CH Asset Management, S.A.P.I. de C.V.[6]. FHipo es un fideicomiso de inversión creado para adquirir, originar, coparticipar, administrar y gestionar portafolios hipotecarios en México originados por instituciones financieras del sector público y privado. Actualmente, el Fideicomiso cuenta con dos contratos con instituciones que originan cartera, siendo estas el INFONAVIT y el FOVISSSTE[7], entidades financieras del sector público, aunque hay un énfasis importante en la cartera originada por INFONAVIT. Asimismo, cuenta con acuerdos de coparticipación para originar a través de YAVE y KREDI. FHipo fue constituido el 3 de julio de 2014 e inició operaciones durante el tercer trimestre del mismo año.

Revisión de Expedientes y Criterios de Elegibilidad

Debido a que la Emisión contempla una única cesión de créditos como colateral, la documentación legal de la Emisión contempla una única revisión de expedientes al inicio de su colocación en el mercado. Esta revisión fue llevada a cabo en septiembre de 2021 por el Administrador Maestro, con el objetivo de corroborar la correcta integración de los expedientes de crédito. En total, se realizó una revisión sobre 495 expedientes de crédito, equivalente a un 7.9% de los créditos cedidos como colateral de la Emisión. De esta revisión, el Administrador Maestro determinó que la totalidad de los expedientes de crédito se encuentran completos y con certeza jurídica respecto de la formalización del acto jurídico que conllevan, lo que refleja un cumplimiento del 100.0% sobre la muestra revisada. HR Ratings considera que la revisión de expedientes realizada es adecuada, y considera que el resultado de cumplimiento obtenido se muestra como un factor positivo para reducir el riesgo operativo de la estructura.

Asimismo, el Administrador Maestro llevó a cabo una revisión sobre la información de la cartera cedida, donde concluye que los 6,294 créditos cedidos como colateral, cumplen en su totalidad con los criterios de elegibilidad establecidos en la documentación legal de la Emisión.

[6] CH Asset Management, S.A.P.I. de C.V. y/o CH Asset Management y/o CH (antes Concentradora Hipotecaria).
[7] Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE).

Desempeño Histórico de la Emisión

Flujos Observados vs. Proyectados

En octubre de 2025, la Emisión registra 49 fechas de pago de cupón de intereses, realizadas de forma mensual, así como 25 amortizaciones objetivo, realizadas de forma bimestral. En línea con lo anterior, los ingresos y los egresos se han comportado de manera adecuada siendo los ingresos superiores a los egresos, en línea con la amortización objetivo de principal de los CEBURS Fiduciarios e ingresos por capital e intereses de la cartera, los cuales muestran un comportamiento esperado con respecto al escenario base.

La composición de los egresos se detalla a continuación, los gastos de mantenimiento se ubicaron por debajo de lo esperado en nuestros escenarios, con un monto acumulado de P$136m resultado de menores gastos de administración primaria y cobranza (vs. P$153m en el escenario base y P$148m en el escenario de estrés). Por otro lado, los gastos por intereses resultaron 2.0% y 10.4% superior a lo esperado en un escenario base y estrés, lo anterior equivale a un monto acumulado de P$909m, lo anterior se explica por un ritmo de amortización superior al esperado (vs. P$891m en el escenario base y P$823m en el escenario de estrés).

En este sentido, las amortizaciones objetivo-observadas acumulan un total de P$1,073m (vs. P$830m en el escenario base y P$1,164m en el escenario de estrés). Lo cual, aunado a mayores flujos de cobranza ante un ritmo acelerado de amortización de la cartera, ha llevado a que las amortizaciones objetivo de principal sean más elevadas para mantener el aforo objetivo de 14.0%. Al considerar el monto de amortización realizado, el saldo insoluto de principal de los CEBURS Fiduciarios asciende a P$1,927m al cierre de octubre 2025, con lo que se ha amortizado un 35.8% del monto inicial colocado (vs. P$2,170m y 27.7% en el escenario base; P$1,836m y 38.8% en el escenario de estrés).

Finalmente, siempre que el aforo se mantenga por encima de 14.0% el Fideicomiso lleva a cabo liberaciones con el excedente de caja en favor del tenedor de la constancia residual, en este caso el Fideicomitente ha recibido un total de P$423m (vs. P$457m en el escenario base y P$13m en el escenario estrés).

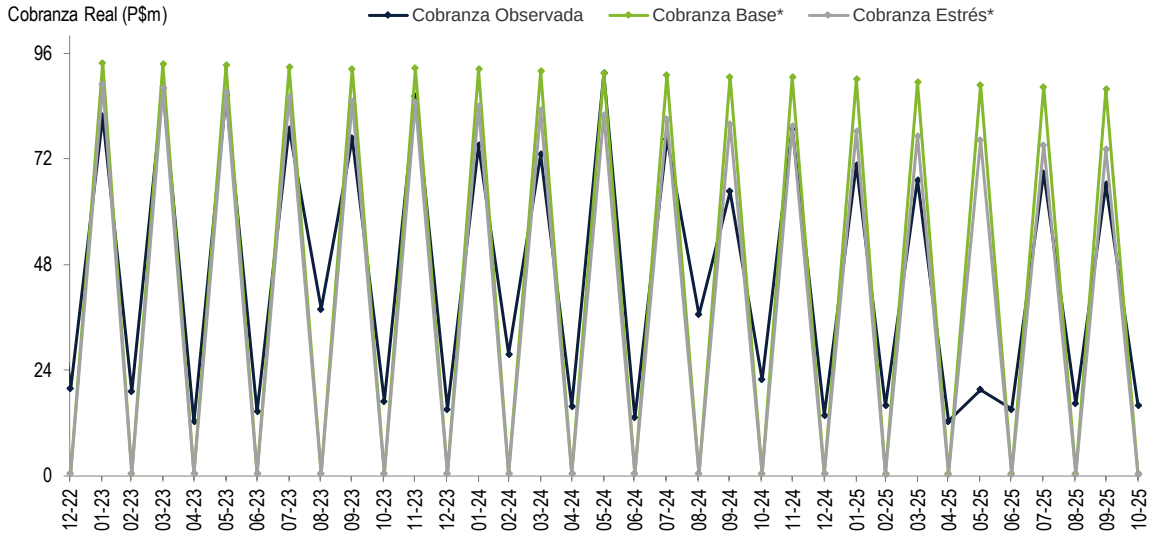
Figura 1. Flujos del Fideicomiso Observados vs. Proyectados

Bimestre	20	21	22	23	24	25	Total 12m	Total Acumulado
Observado								
Gastos de Mantenimiento	5.2	4.9	4.5	4.2	6.2	2	**27**	**136**
Pago de Intereses	32.5	31.4	32.9	18.7	30.5	15	**161**	**909**
Amortización	43	38	36	50	56	49	**273**	**1,073**
Liberaciones	22.8	11.5	9.8	3.0	0.0	0	**47**	**423**
Escenario Base*								
Gastos de Mantenimiento	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	13	**32**	**153**
Pago de Intereses	32.2	31.6	31.1	30.6	30.0	29	**185**	**891**
Amortización	35.3	35.5	35.7	36.1	36.1	36	**215**	**830**
Liberaciones	17.9	17.8	17.6	17.4	17.3	17	**105**	**457**
Escenario de Estrés*								
Gastos de Mantenimiento	3.6	3.5	3.5	3.4	3.3	13	**31**	**148**
Pago de Intereses	28.0	27.4	26.7	26.0	25.3	25	**158**	**823**
Amortización	45.8	45.4	45.2	44.9	44.6	46	**272**	**1,164**
Liberaciones	0.8	0.8	0.8	0.3	0.6	0	**3**	**13**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.
*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha de publicación del 4 de diciembre de 2024

Por otro lado, en octubre de 2025, la cobranza observada acumula un monto de P$2,349m, lo cual es 5.8% mayor a lo esperado en un escenario base y 15.1% por encima en un escenario de estrés (vs. P$2,221m y P$1,042m en el escenario base y de estrés). Cabe mencionar que la cobranza relevante es recibida por el Fideicomiso de forma bimestral, lo que se alinea a la periodicidad de transferencia de flujos por parte del INFONAVIT, ocasionando las fluctuaciones en la cobranza observadas de forma mensual. Asimismo, la desviación con respecto a nuestro escenario base se debe a la cobranza recibida en ciertos meses donde no se tenían flujos de cobranza esperados de acuerdo con la operación recurrente. Dichos flujos se dieron en los periodos recurrentes.

Figura 2. Cobranza Real vs. Observada



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro.
*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha de publicación del 4 de diciembre de 2024

Características del Colateral

La cartera cedida como colateral en la Emisión se conforma por créditos hipotecarios originados y administrados por el INFONAVIT y adquiridos vía coparticipación por FHipo. Estos créditos provienen en su totalidad del producto Infonavit Más Crédito (IMC), destinado a trabajadores que ya liquidaron un primer crédito con el INFONAVIT y que mostraron un adecuado comportamiento de pago. La cartera cedida cuenta con saldo insoluto de capital de P$2,370m a través de 4,919 contratos, lo cual deriva en un saldo promedio por contrato de P$0.5m al cierre de agosto de 2025 (vs. P$2,630m, 5,272 y P$0.5m en la revisión anterior).

Sobre las características del portafolio cedido, los contratos muestran al corte de agosto de 2025 un plazo de originación promedio ponderado de 282 meses, de los cuales se muestran 76 meses de antigüedad en promedio y 206 meses de plazo promedio remanente (vs. 280, 64 y 216 meses en agosto de 2024). Por otro lado, la Tasa Activa, *LTV* y *PTI* promedio ponderado se ubican en niveles de 11.4%, 82.6% y 22.7%, respectivamente (vs. 11.4%, 82.4% y 22.7% en la revisión anterior). Adicionalmente, el portafolio está compuesto por tres regímenes de amortización, Régimen Ordinario de Amortización (ROA), Régimen Extraordinario de Amortización (REA) y Régimen de Extensión / Prórroga (EXT). En este sentido, la cartera al corte de agosto de 2025 está integrada por 80.3% de créditos en ROA, que considera un esquema de cobranza vía descuento

nómina; por otro lado, los créditos en Régimen REA se ubican en 17.1% y la cartera en EXT se ubicó en 2.6% (vs. 83.0%, 14.6% y 2.4% al corte de agosto de 2024).

Figura 3. Características de la Cartera Cedida

(Cifras en millones de pesos y porcentajes)

Concepto	Ago-24	Ago-25
Saldo Insoluto de los Derechos de Cobro	2,630	2,370
Número de Contratos	5,272	4,919
Saldo Promedio por Contrato	0.5	0.5
Plazo de Originación (Meses)*	280	282
Antigüedad (Meses)*	64	76
Plazo Remanente (Meses)*	216	206
Tasa Activa*	11.4%	11.4%
LTV de Orignación*	82.4%	82.6%
PTI de Originación*	22.6%	22.7%
Concentración por Régimen: ROA	83.0%	80.3%
Concentración por Régimen: REA	14.6%	17.1%
Concentración por Régimen: EXT	2.4%	2.6%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el fideicomitente para la cartera al cierre de agosto de 2025.

*Promedio ponderado de la cartera

Buckets de Morosidad

En cuanto a la calidad del portafolio, el 91.2% de la cartera se mantiene al corriente al corte de agosto 2025, mientras que 1.9% del portafolio presentó atrasos menores a 31 días (vs. 94.5% y 2.1% al corte de agosto de 2024). Por consiguiente, el monto con atrasos entre 91 y 180 días incrementó a P$58m lo que representa el 2.5% del portafolio total (vs. P$13m y 0.5% en la revisión anterior). Finalmente, el monto en cartera vencida (más de 180 días) se ubicó en P$55m, lo que equivale a 2.3% del portafolio total (vs. P$27m y 1.0% al corte de agosto de 2025). HR Ratings considera que el portafolio cedido comienza a mostrar una mayor morosidad en línea con su amortización y madurez natural.

Figura 4. Buckets de Morosidad

(Cifras en millones de pesos y Porcentajes)

Días de Atraso	Saldo Insoluto Agosto - 24	Porcentaje (%)	Saldo Insoluto Agosto - 25	Porcentaje (%)
Cero días de atraso	2,486	94.5%	2,161	91.2%
1 - 30 días de atraso	56	2.1%	45	1.9%
31 - 60 días de atraso	38	1.5%	28	1.2%
61 - 90 días de atraso	10	0.4%	23	1.0%
91 - 180 días de atraso	13	0.5%	58	2.5%
Más de 180 días de atraso	27	1.0%	55	2.3%
Total	**2,630**	**100.0%**	**2,370**	**100.0%**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el fideicomitente para la cartera al cierre de agosto de 2025.

Distribución del Colateral

En cuanto a la distribución del portafolio por entidad federativa, Nuevo León aparece como el estado con mayor monto de cartera al concentrar 10.1% del portafolio total al corte de agosto de 2025, seguido del Estado de México con 7.8%, Jalisco con 7.1%, Coahuila con 7.0% y Querétaro con 5.7% (vs. 10.1%, 7.9%, 7.1%, 6.9% y 5.7% a agosto de 2024), mientras que el resto se distribuye en 27 entidades más, con una participación promedio de 2.3%. La variación con respecto al corte del análisis

anterior es mínima y continúa reflejando bajo riesgo asociado a eventos socioeconómicos que puedan impactar alguna región en particular.

Figura 5. Distribución del Colateral: Entidad Federativa

(Cifras en millones de pesos y Porcentajes)

Entidad	Saldo Insoluto Agosto - 24	Porcentaje (%)	Saldo Insoluto Agosto - 25	Porcentaje (%)
Nuevo León	265	10.1%	240	10.1%
Estado de México	207	7.9%	185	7.8%
Jalisco	186	7.1%	168	7.1%
Coahuila	181	6.9%	167	7.0%
Querétaro	150	5.7%	134	5.7%
Otros*	1,641	62.4%	1,477	62.3%
Total	**2,630**	**100.0%**	**2,370**	**100.0%**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el fideicomitente para la cartera al cierre de agosto de 2025.

*Otros 27 estados de la República Mexicana.

Respecto a la distribución por plazo remanente, al corte de agosto de 2025, el portafolio concentra 21.5% en un rango de cero a 150 meses, en tanto que la mayor parte de la distribución se concentra en los rangos de 151 a 200 meses y 201 a 250 meses con participaciones de 24.1% y 29.3% (vs. 19.1%, 24.3% y 22.4% en agosto de 2024). Por otro lado, la concentración en créditos con plazos remanentes mayores 300 meses muestra una menor proporción al concentrar 6.4% de la cartera a agosto de 2025 (vs. 14.0% en agosto de 2024).

Figura 6. Distribución del Colateral: Plazo Remanente

(Cifras en millones de pesos y Porcentajes)

Plazo Remanente	Saldo Insoluto Agosto - 24	Porcentaje (%)	Saldo Insoluto Agosto - 25	Porcentaje (%)
Cero - 150 meses	502	19.1%	510	21.5%
151 - 200 meses	638	24.3%	572	24.1%
201 - 250 meses	590	22.4%	695	29.3%
251 - 300 meses	531	20.2%	442	18.7%
Más de 300	369	14.0%	151	6.4%
Total	**2,630**	**100.0%**	**2,370**	**100.0%**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el fideicomitente para la cartera al cierre de agosto de 2025.

Finalmente, el portafolio está compuesto por tres regímenes de amortización, Régimen Ordinario de Amortización (ROA), Régimen Extraordinario de Amortización (REA) y Régimen de Extensión / Prórroga (EXT). En este sentido, la cartera al corte de agosto de 2025 está integrada por 80.3% de créditos en ROA, que considera un esquema de cobranza vía descuento nómina; por otro lado, la rotación natural en la base de trabajadores resultó en un aumentó en los créditos en Régimen REA a un 17.1% y la cartera en EXT se ubicó en 2.6% (vs. 83.0%, 14.6% y 2.4% al corte de agosto de 2024). HR Ratings considera que la composición del portafolio se mantiene en un nivel adecuado y que esto le permite reducir el riesgo operativo de cobranza, al mantener un alto porcentaje de créditos en ROA

Figura 7. Distribución del Colateral: Régimen

(Cifras en millones de pesos y Porcentajes)

Régimen	Saldo Insoluto Agosto - 24	Porcentaje (%)	Saldo Insoluto Agosto - 25	Porcentaje (%)
ROA	2,184	83.0%	1,903	80.3%
REA	384	14.6%	406	17.1%
EXT	62	2.4%	61	2.6%
Total	**2,630**	**100.0%**	**2,370**	**100.0%**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el fideicomitente para la cartera al cierre de agosto de 2025.

Análisis de Cosechas y TIH

Para el análisis de cosechas y TIH realizado por HR Ratings, al cierre de diciembre de 2024 la cartera analizada por HR Ratings está compuesta por créditos originados por INFONAVIT y posteriormente adquiridos por el Fideicomitente, siguiendo las políticas de coparticipación del Fideicomitente, por lo que muestran un comportamiento diferenciado en comparación con el portafolio total del INFONAVIT. En general, FHipo coparticipa en los programas de INFONAVIT con montos totales desde P$0.4m hasta P$1.9m, de edades entre 18 a 64 años y con un *LTV* máximo de originación del 95.0%. Adicionalmente, para esta Emisión, se considera únicamente coparticipación en el producto de Infonavit Más Crédito originado en pesos.

Con lo anterior, HR Ratings utilizó información proporcionada por el Fideicomitente, considerando la originación de cartera realizadas por el INFONAVIT entre los años 2015 y 2021 que fue adquirida por FHipo. Es importante ver que, en el caso del análisis de cosechas realizado a esta cartera, las carteras adquiridas con mayor antigüedad muestran los mayores niveles de morosidad, derivado de la maduración de la cartera. En línea con lo anterior, HR Ratings decidió utilizar una TIH de 4.8%, correspondiente al promedio ponderado de los incumplimientos observados en los años 2016, 2017 y 2018.

Figura 8. TIH

INFONAVIT	Número de Créditos Adquiridos	Número de Créditos con Incumplimientos	Monto Adquirido*	Monto Cartera Incumplida*	Incumplimiento
2015	3,500	169	1,730	73	4.2%
2016	9,437	560	4,836	234	4.8%
2017	10,816	581	5,901	278	4.7%
2018	7,386	398	4,365	216	4.9%
2019	1,489	42	883	22	2.5%
2020	2,769	79	1,664	43	2.6%
2021	2,133	17	1,297	10	0.8%
TOTAL	**37,530**	**1,846**	**20,677**	**875**	**4.8%**

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

* Montos en millones aproximados por HR Ratings, con información proporcionada por el Fideicomitente.

Análisis de Flujo de Efectivo

El presente análisis permite conocer el comportamiento esperado de la Emisión bajo dos escenarios, uno base y otro de alto estrés. El escenario de estrés permite conocer la Mora Máxima que soportaría la Emisión, cumpliendo con sus obligaciones en tiempo y forma. Por otra parte, se utiliza un escenario base para analizar el comportamiento esperado de la Emisión asumiendo condiciones similares a las observadas sobre la calidad de la cartera y condiciones económicas probables. A continuación, se detallan las características utilizadas para los diferentes escenarios:

Escenario de Estrés

Con la finalidad de conocer la Mora Máxima que podría tolerar la Emisión bajo condiciones adversas, se utilizaron diversos supuestos y variables financieras que podrían impactar el desempeño los cuales se presentan a continuación:

A. Saldo insoluto de principal de la Emisión de P$2,033m a agosto de 2025, correspondiente al saldo al corte del pago del cupón número 46 (vs. P$2,252m en el análisis anterior).

B. Plazo de la Emisión de 360 meses, realizando pagos mensuales de intereses y amortizaciones bimestrales de capital. Al cierre de agosto de 2025, la Emisión presenta un plazo remanente de 314 meses.

C. Aforo Objetivo de 14.0% durante la vida de la Emisión. La liberación de remanentes en favor del tenedor de la constancia residual, una vez cubiertos los gastos por interés, mantenimiento y amortización objetivo, podrán realizarse únicamente cuando el aforo sea igual o mayor al Aforo Objetivo, y no se presente un Evento de Cartera Vencida Acumulada. A partir del periodo 90, dicho evento ocurre cuando el Monto Máximo de cartera vencida rebasa un 18.0% de la cartera total.

D. Tasa de interés fija anual de la Emisión de 9.0%, con pagos de intereses de forma mensual.

E. Incremento en los salarios de los trabajadores de acuerdo con nuestro escenario de estanflación económica, lo que deriva en una tasa de prepagos de 3.7% derivada de los prepagos naturales que ocasionarían los incrementos salariales (vs. 5.7% en el análisis anterior).

F. Esquema de Amortización Objetivo, donde en cada Fecha de Cálculo de Aforo se amortizará el saldo de CEBURS Fiduciarios necesario para alcanzar el Aforo Objetivo. En caso de presentarse un Evento de Cartera Vencida Acumulada, el esquema de amortización será en una modalidad *Full-Turbo*.

G. El Fideicomitente no ejerce la opción de Amortización Anticipada Total de la Emisión cuando el saldo insoluto de principal llega a un 10.0% del monto original. Cuando los CEBURS Fiduciarios llegan a dicho nivel, todos los recursos disponibles del Fideicomiso, una vez cubiertos los gastos por intereses y mantenimiento, son destinados a la amortización de la Emisión en un esquema *Full-Turbo*.

H. Gastos de mantenimiento equivalentes a P$11m anuales, así como una cuota de administración primaria de 0.75% sobre el saldo insoluto de cartera de créditos mantenido. El monto de gastos anuales cumple con el monto máximo de P$11m anuales previstos en la documentación legal.

I. Presencia de un Fondo de Gastos de Mantenimiento, equivalente al monto a ser pagado por este concepto en las dos siguientes Fechas de Pago; asimismo, cada bimestre se reserva una sexta parte de los gastos de mantenimiento con periodicidad anual.

J. Fondo de Intereses equivalente al pago de intereses de la siguiente Fecha de Pago, el cual se constituye al inicio de la Emisión con los recursos procedentes de la colocación, y se reconstituye durante la vida de los CEBURS Fiduciarios, según sea utilizado, a través de la cobranza procedente de la cartera de créditos cedida.

K. Fondo de Reserva equivalente al monto de intereses a ser pagado en las dos siguientes Fechas de Pago. Estos recursos son utilizados para el pago de intereses en los meses en que el Fideicomiso recibe menores ingresos por cobranza, y se reconstituye en los meses en los que se recibe mayor cobranza.

L. Mora bimestral incremental de 0.7% para la cartera de créditos cedida (vs. 0.7% en el análisis anterior).

M. Uso de todos los recursos fideicomitidos para el pago de los CEBURS Fiduciarios.

Figura 9. Escenario Proyectado por HR Ratings para la Emisión

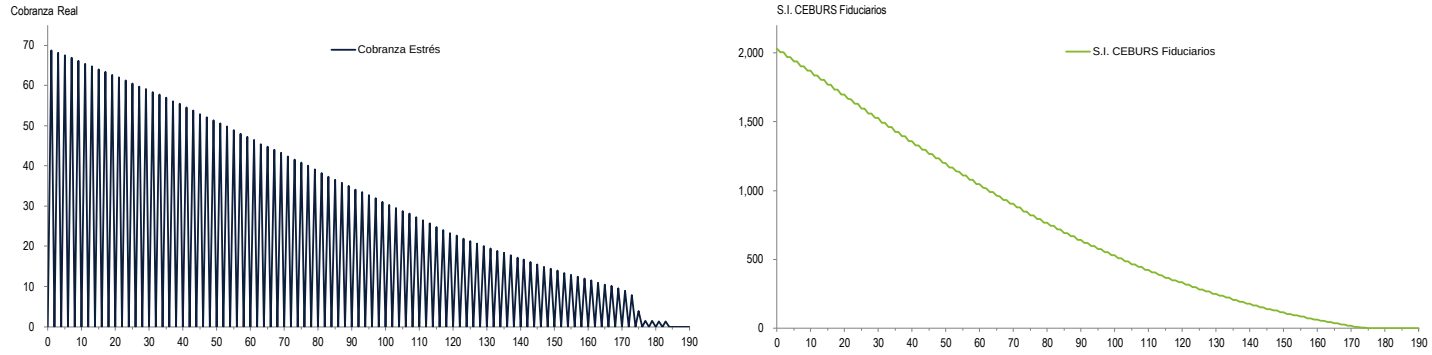
Supuestos	
Saldo Insoluto de la Emisión (P$m)	2,033
Cartera Total (P$m)	4,438
Saldo Insoluto (P$m)	2,370
Saldo Intereses (P$m)	2,068

Resultados	
Morosidad Acumulada de la Emisión	29.8%
Morosidad Mensual Incremental	0.7%
TIH	4.8%
VTI	6.2x
Aforo Mínimo	14.0%
Inicio *Full-Turbo* (Mes de Vigencia)	106
Meses para Amortización Total	176
Mes de Amortización Total	222

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Bajo los supuestos del escenario de estrés, se esperaría una tendencia decreciente de forma bimestral en la cobranza. Al ser una estructura cerrada, el portafolio irá disminuyendo paulatinamente conforme los créditos vayan siendo amortizados, lo que sería enfatizado por la curva de morosidad, se esperaría una cobranza acumulada de P$3,216m durante el plazo remanente de la Emisión (capital por P$1,577m más intereses por P$1,639m y prepagos de P$87m). De igual forma, se esperaría que se continúen llevando a cabo amortizaciones bajo un esquema de amortización objetivo durante los primeros meses, aunque debido al deterioro proyectado en el escenario de estrés, se esperaría que alcance una morosidad acumulada de 29.8% detonando el esquema de amortización Full-Turbo en el periodo 90, por lo que a partir de dicho periodo, la Emisión dejaría de llevar a cabo las liberación de remanentes destinando la totalidad de los recursos disponibles a la amortización anticipada de los CEBURS Fiduciarios. Con ello, se esperaría la amortización total de la Emisión en el mes 176 de vigencia a partir del corte de agosto de 2025, previo al vencimiento legal de la Emisión.

Figura 10. Cobranza Estrés vs. S.I. CEBURS Fiduciarios



Fuente: Analisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

En el análisis de flujo de efectivo esperado durante la vigencia de la Emisión, la cobranza que se esperaría se ubica en P$3,303m, complementado con P$84m de rendimientos por inversiones permitidas y P$56m depositados en las cuentas de reserva del Fideicomiso, llevando a recursos totales para erogaciones por P$3,443m. Por otro lado, se esperaría que los

egresos estén compuestos por 5.4% en gastos de mantenimiento y honorarios de administración tanto maestra como primaria; P$1,055m en gastos por intereses equivalente a 30.6% del total de egresos y P$2,033m para la amortización de los CEBURS Fiduciarios, equivalente a 59.0% de los egresos totales. Las liberaciones de remanentes en el escenario estrés se ubican en P$13m, dado que el deterioro en la cartera llevaría a una disminución en el aforo que ocasionaría que la emisión deje de llevar a cabo liberación de remanentes, destinando todos los recursos al pago de amortizaciones objetivo.

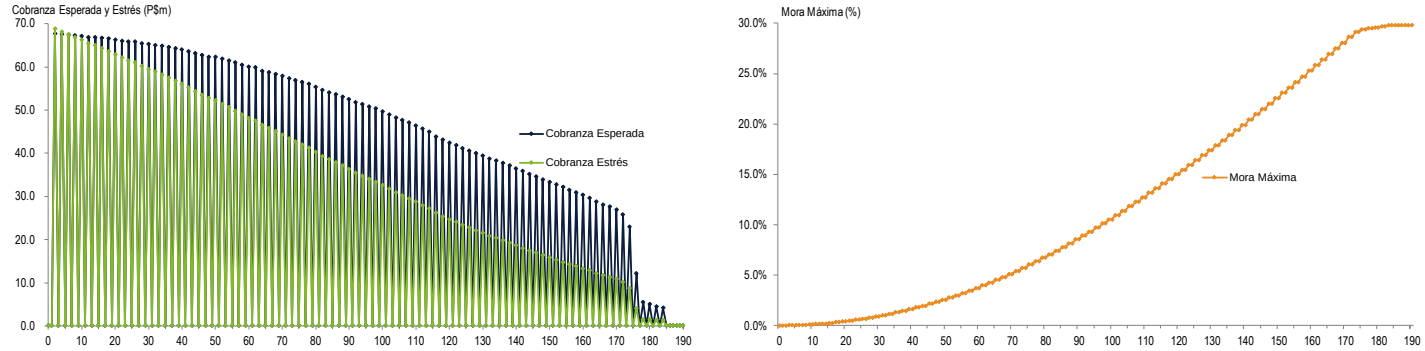
Figura 11. Flujo de Efectivo: Escenario Estrés

	Periodo de Amortización (P$m)	Periodo de Full-Turbo (P$m)	Total
Cobranza Esperada	**3,135**	**1,302**	**4,438**
Capital	1,421	950	2,370
Intereses	1,715	353	2,068
Cobranza Esperada Prepagos	**3,225**	**1,215**	**4,440**
Capital	1,427	857	2,283
Intereses	1,758	312	2,070
Prepagos	41	46	87
Cobranza no Realizada por Mora	**567**	**569**	**1,137**
Capital	280	426	706
Intereses	287	144	431
Prepagos	0	0	0
Cobranza Realizada	**2,657**	**646**	**3,303**
+ Capital	1,146	431	1,577
+ Intereses	1,471	169	1,639
+ Prepagos	41	46	87
+ Inversiones Permitidas	70	14	84
+ Fondo de Mantenimiento Inicial	10	10	10
+ Fondo de Reserva Inicial	30	7	30
+ Fondo de Intereses Inicial	15	4	15
+ Fondo General Inicial	0	0	0
Recursos para Distribución	**2,783**	**681**	**3,443**
- Gastos Mantenimiento	109	79	187
- Honorarios del Administrador Maestro	16	11	27
- Comisión por Administración Primaria	100	11	112
- Gastos Intereses	952	103	1,055
- Amortización	1,569	464	2,033
- Liberación de Remanentes	16	0	16
- Remanentes Post-Amortización	0	13	13
-Saldo Final de Fondo de Mantenimiento	10	0	0
-Saldo Final Fondo de Reserva	7	0	0
-Saldo Final Fondo de Intereses	4	0	0
-Saldo Final Fondo General	0	0	0
Total	**0**	**0**	**0**

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

El monto de cobranza esperada total sin morosidad se situaría en P$4,438m durante toda la vida de la Emisión. Al integrar una tasa de prepagos que sea consistente con un alza en salarios bajo un escenario de estanflación, esto provocaría que la cobranza esperada con prepagos disminuya a P$3,303m. Finalmente incorporando un factor de morosidad de 0.7% bimestral, la cobranza de capital no realizada por mora se ubicaría en P$706m. Lo anterior resulta en una Mora Máxima de 29.8%, lo que al compararse con una TIH de 4.8% deriva en una VTI de 6.2x (vs. 29.0%, 4.8% y 6.0x en el análisis anterior).

Figura 12. Cobranza Total vs. Cobranza Estrés vs. Mora Máxima



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Escenario Base

HR Ratings realiza un escenario base buscando determinar un comportamiento probable de la Emisión bajo ciertas condiciones alineadas con lo observado históricamente. Los supuestos originados en el escenario base se presentan a continuación:

A. Se mantienen los principales supuestos con respecto a las características, plazos y reservas de los CEBURS Fiduciarios.

B. Gastos de mantenimiento equivalentes a P$10m anuales, así como una cuota de administración primaria, pagada al originador y equivalente a 0.75% sobre el saldo insoluto administrado (vs. P$11m en un escenario de estrés).

C. Incrementos en los salarios de los trabajadores de acuerdo con nuestro escenario económico base, llegando a una tasa de prepago del 3.3% (vs. 3.7% en un escenario de estrés).

D. Mora mensual incremental bimestral de 0.1% para la cartera cedida.

Bajo una serie de supuestos probables para la Emisión en un escenario base, se esperaría que el Fideicomiso sea capaz de mantener la liberación de remanentes y el esquema de amortización objetivo, a través de un comportamiento adecuado del portafolio y con ello se esperaría que los ingresos totales se ubiquen en P$4,262m. En cuanto a la cobranza de la cartera esta se ubicaría en P$4,421m, con los recursos adicionales provenientes de los rendimientos de inversiones y los recursos líquidos depositados al inicio. Los egresos resultan 28.4% mayores con respecto al escenario estrés, pero con un cambio en su composición, ya que se tendrían liberaciones por remanentes de P$745m en comparación con P$13m en el escenario de estrés, y con el resto de los recursos siendo destinados a P$2,033m a amortización de principal, P$1,303m de pago de intereses y P$179m de gastos de mantenimiento.

Figura 13. Flujo de Efectivo: Escenario Base

	Periodo de Amortización (P$m)	Periodo de Full-Turbo (P$m)	Total
Cobranza Esperada	**4,074**	**364**	**4,438**
Capital	2,052	318	2,370
Intereses	2,022	45	2,068
Cobranza Esperada Prepagos	**4,173**	**273**	**4,446**
Capital	2,058	235	2,292
Intereses	2,048	28	2,076
Prepagos	68	10	78
Cobranza no Realizada por Mora	**159**	**25**	**184**
Capital	92	22	114
Intereses	67	3	70
Prepagos	0	0	0
Cobranza Realizada	**4,014**	**248**	**4,262**
+ Capital	1,966	213	2,178
+ Intereses	1,981	25	2,006
+ Prepagos	68	10	78
+ Inversiones Permitidas	100	4	104
+ Fondo de Mantenimiento Inicial	10	12	10
+ Fondo de Reserva Inicial	30	3	30
+ Fondo de Intereses Inicial	15	2	15
+ Fondo General Inicial	0	0	0
Recursos para Distribución	**4,169**	**269**	**4,421**
- Gastos Mantenimiento	153	26	179
- Honorarios del Administrador Maestro	24	3	27
- Comisión por Administración Primaria	134	2	135
- Gastos Intereses	1,289	14	1,303
- Amortización	1,840	192	2,033
- Liberación de Remanentes	712	0	712
- Remanentes Post-Amortización	0	32	32
-Saldo Final de Fondo de Mantenimiento	12	0	0
-Saldo Final Fondo de Reserva	3	0	0
-Saldo Final Fondo de Intereses	2	0	0
-Saldo Final Fondo General	0	0	0
Total	**0**	**0**	**0**

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Finalmente, en un escenario base se incorporó una mora bimestral de 0.1% en comparación con un 0.7% en un escenario de estrés, llevando a mayores flujos de cobranza y un menor nivel de mora acumulada. Adicionalmente, se incorporó una menor tasa de prepagos, lo que llevó a que los intereses no cobrados por prepagos sean menores, dando un beneficio adicional a la Emisión. En este sentido, se esperaría una cobranza con prepagos de P$2,370m, lo que llevaría a una cobranza no realizada por mora de P$114m, equivalente a una mora acumulada de 4.8%, en línea con la TIH del portafolio de FHipo.

Aforo. {1 – [Saldo Insoluto de Principal de los CEBURS Fiduciarios / (Saldo Insoluto de Principal de los Créditos Hipotecarios – Saldo Insoluto de Principal de los Créditos Hipotecarios Vencidos)]} * 100.

Aforo Inicial / Aforo Objetivo. 14.0%.

***Loan-To-Value* (*LTV*) Actual.** Saldo Insoluto Actual del Derechos de Cobro / Avalúo Ajustado (Actualizado con el Índice SHF de Precios de la Vivienda en México).

***Loan-To-Value* (*LTV*) de Originación.** Monto Original del Crédito / Valor del Inmueble al Momento de la Adquisición.

Mora Máxima (MM). Cobranza no Realizada de Capital por Mora / Cobranza Esperada de Capital Total.

***Payment-To-Income* (*PTI*) de Originación.** Pago Mensual del Crédito / Ingresos Mensuales del Acreditado.

Porcentaje de Cartera Vencida. Saldo Insoluto de Principal de los Créditos Hipotecarios Vencidos / Saldo Insoluto de Principal de los Créditos Hipotecarios a la Fecha de Corte

Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH). Promedio Ponderado de la Morosidad Máxima Observada en las Cosechas de 2015, 2016 y 2017 (Cartera de Crédito Adquirida por FHipo del Producto Infonavit Más Crédito).

Veces Tasa de Incumplimiento (VTI). MM / TIH.

Metodologías utilizadas para el análisis*	Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respaldada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Enero 2023
Calificación anterior	HR AAA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	4 de diciembre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	agosto 2020 – octubre 2025
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera, legal y de cosechas proporcionada por el Fideicomitente.
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)	La calificación ya incluye dicho factor de riesgo.
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/**

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 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 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 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 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, 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 (cinco 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