

Calificación

CBE Veracruz HR A (E)

Observación Negativa

Contactos

Eduardo Valles

Analista
eduardo.valles@hrratings.com

Luisa Adame

Asociada
luisa.adame@hrratings.com

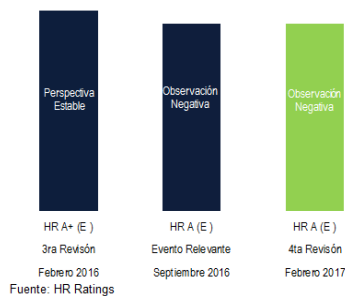
Roberto Ballinez

Director Ejecutivo Senior 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



Definición

La calificación que determinó HR Ratings al Crédito Bancario Estructurado, celebrado al amparo del Fideicomiso No. 1176, entre el Estado de Veracruz y Multiva, es HR A (E), con Observación Negativa. El crédito bancario estructurado con esta calificación, en escala local, ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda, manteniendo un bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos y financieros adversos.

HR Ratings ratificó la calificación de HR A (E) y mantuvo la Observación Negativa para el crédito contratado por el Estado de Veracruz con Multiva, por un monto inicial de P\$1,000.0m.

La ratificación de la calificación de HR A (E) del crédito bancario estructurado por el Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave (Veracruz y/o el Estado) con Multiva¹ es resultado 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 70.1% (vs. 75.6% en la revisión anterior). La disminución en la TOE se debe, principalmente, al aumento en los intereses esperados durante el periodo de estrés crítico, como resultado de las recientes alzas en la tasa de interés de referencia por parte de Banxico. La TOE obtenida de 70.1% indica que los ingresos correspondientes al pago de este crédito podrían disminuir 70.1% más en un periodo de 13 meses respecto a los flujos sujetos a estrés cíclico y aun seguirían cumpliéndose las obligaciones de pago del crédito El cálculo de la TOE, de acuerdo con nuestra metodología, supone el uso del fondo de reserva de tal manera que se pueda garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico.

La calificación mantuvo dos ajustes negativos: 1) debido a la existencia de una cláusula de vencimiento cruzado con cualquier otro crédito inscrito en el Fideicomiso², cabe mencionar que dentro del Fideicomiso existen créditos que se encuentran en incumplimiento de ciertas obligaciones y podrían vencerse anticipadamente después de un periodo de cura; y 2) debido a que la calificación quirografaria vigente del Estado de Veracruz es HR BB con Observación Negativa y al estar por debajo de HR BBB- y de acuerdo con nuestra metodología, esto representó un ajuste en la calificación del crédito. Adicionalmente, se mantuvo la Observación Negativa, derivado del vencimiento cruzado, ya que, actualmente, existe un crédito con Banco Interacciones que podría ser vencido anticipadamente en cualquier momento, sin periodo de cura.

El porcentaje afectado al Fideicomiso corresponde al 50.5% del Fondo General de Participaciones (FGP) que mensualmente recibe el Estado. Asimismo, el porcentaje asignado al pago de este crédito es 1.1% del FGP correspondiente al Estado. La fecha de vencimiento del crédito es noviembre 2032.

Tabla 1. Variables Relevantes: CBE Estado de Veracruz Multiva P\$1,000.0m

(cifras en millones de pesos nominales)

TOE Actual: 70.1% TOE Anterior: 75.6%	2015	2016	TMAC ₂₀₁₂₋₂₀₁₆	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
	2017	2032	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₂	2017	2032	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₂	2017	2032	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₂
Saldo Insoluto	899	888							
FGP Estatal	28,301	30,837	6.2%	32,084	78,978	6.1%	32,084	57,869	4.0%
TIIE ₂₈	3.3%	4.6%		6.6%	5.2%		6.6%	6.0%	
DSCR Primaria		Observada ²	Proyectada ³	Min	Prom	Max	Min	Prom	Max
		3.8x	4.3x	3.0x	4.3x	5.2x	2.6x	3.3x	3.8x

Nota: 1) Escenario de estanflación, 2) Prom. últimos doce meses observados (UDM), 3) Proyectada en el escenario base de la revisión anterior, y 4) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento.
Fuente: HR Ratings con información del fiduciario y estimaciones propias.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son los siguientes:

- **DSCR primaria esperada.** La cobertura anual esperada para 2017 en el escenario base sería 2.9x. En este escenario, el promedio de la DSCR para los próximos cinco años del financiamiento, de 2018 a 2022, es 3.5x. Por otra parte, en un escenario de estrés, se esperaría una DSCR promedio para dicho periodo de 3.0x. La DSCR mínima anual en el escenario de estrés sería 2.6x en 2018.
- **Fuente de Pago.** El FGP estatal tuvo una tasa de crecimiento nominal de 9.3% en 2014 y de -2.7% en 2015, mientras que en 2016 fue 9.0%. En un escenario base, esperamos una TMAC₂₀₁₆₋₂₀₃₂ de 6.1%, mientras que en un escenario de estrés sería de 4.0%.
- **Pago de Capital.** A partir de la firma del primer convenio modificatorio, la nueva tabla de amortización considera 204 pagos mensuales y consecutivos. Estos pagos serían a una tasa de crecimiento variable de diciembre de 2015 a junio de 2016 y en adelante a una tasa fija mensual de 1.2%. El saldo insoluto a diciembre de 2016 fue P\$888.2m.
- **Pago de intereses.** Se pagan de manera mensual sobre saldos insolutos con base en la TIIE₂₈ más una sobretasa, la cual estará en función de la calificación de la estructura.
- **Contrato de cobertura.** El Estado deberá mantener una cobertura de tasa de interés a un nivel de 12.0% por toda la vigencia. Actualmente, la estructura no cuenta con una cobertura vigente, sin embargo, con información proporcionada por el Estado, este se encuentra gestionando la renovación de dicho instrumento. HR Ratings dará seguimiento al cumplimiento de dicha obligación.
- **Fondo de Reserva.** Dentro del fideicomiso se constituyó un fondo de reserva para el crédito que deberá de mantener un saldo objetivo equivalente a los tres meses siguientes del servicio de la deuda. Dicho fondo equivale en promedio a P\$23.3m, durante la vigencia del crédito, y deberá mantenerse durante toda la vigencia del crédito.

¹ Banco Multiva, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva (el Banco y/o Multiva).

² Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1176 (el Fideicomiso).

Principales Factores Considerados

Como parte del proceso de seguimiento anual de la calificación del crédito contratado por el Estado de Veracruz con Multiva, HR Ratings llevó a cabo la revisión del desempeño financiero y operativo del crédito y del Fideicomiso considerando los siguientes elementos:

- De acuerdo con nuestro análisis financiero, en el periodo de estrés crítico se obtuvo una TOE de 70.1% (vs. 75.6% en la revisión de la calificación del año anterior). Esto indica que los ingresos asignados para el pago del crédito podrían disminuir, en un periodo de 13 meses, 70.1% más respecto al escenario de estrés cíclico, y aún el crédito seguiría cumpliendo, en tiempo y forma, con las obligaciones de pago. La disminución en la TOE se debe, principalmente, al aumento en los intereses esperados durante el periodo de estrés crítico, como resultado de las recientes alzas en la tasa de interés de referencia por parte de Banxico. Cabe destacar que en la revisión anterior el monto esperado de intereses a pagar durante el periodo de estrés crítico era P\$70.8m (vs. P\$94.3m pronosticados en esta revisión), lo que representa un aumento de 33.1% con respecto a la revisión anterior.
- La cobertura primaria promedio observada en los últimos 12 meses (UDM), de enero de 2016 a diciembre de 2016, fue 3.8x; mientras que la proyectada en el modelo del año anterior para el mismo periodo en un escenario base fue 4.3x. Lo anterior se debe, principalmente, al aumento, por parte de Banco de México, a la tasa de interés de referencia mencionados anteriormente. El monto pagado de intereses en 2016 fue de P\$60.8m, mientras que el monto proyectado en el escenario base en el modelo anterior era de P\$51.9m, lo que representa un aumento de 17.3%. Por otro lado, en 2017 esperamos que el pago de intereses aumente 33.2% con un monto de P\$81.0m.
- Durante el 2016, el Estado de Veracruz recibió por concepto de FGP un monto de P\$30,837m, mientras que el presupuesto de la SHCP establecía un monto para el mismo periodo de P\$29,902m, lo que resulta en una variación de 3.1%. Por otro lado, durante 2015, el Estado recibió por FGP un monto de P\$28,301m, es decir, en 2016 el monto entregado creció 9.0%.
- El análisis se realizó dentro de un escenario macroeconómico de estanflación. En este escenario se considera que el valor promedio esperado de la TIIE₂₈ de 2016 a 2032 sería de 6.5% (vs. 5.7% en un escenario base) y que la TMAC₂₀₁₆₋₂₀₃₂ del INPC sería de 4.0% (vs. 3.6% en un escenario base).
- El Estado deberá mantener una DSCR mínima mensual promedio en los últimos tres meses de 2.0x, de no ser así el Banco podrá activar un evento de aceleración. Del mismo modo, si durante seis meses consecutivos dicha cobertura de 2.0x no es mantenida, Multiva podrá dar por vencido anticipadamente el crédito.
- Entre las consideraciones extraordinarias analizadas por HR Ratings destacan la siguientes:
 - El Estado deberá mantener dos calificaciones del crédito en un nivel mínimo equivalente a HR A- (E) y dos calificaciones quirografarias en un nivel de al menos HR BBB-, o su equivalente. En caso de que el Estado cuente con más calificaciones de la estructura o quirografarias, todas deberán mantener al menos los niveles estipulados. Al día de hoy, el Estado no cumple con los niveles

Monto de endeudamiento autorizado	P\$30,000.0m
Fideicomitente y fideicomisario en segundo lugar	Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave
Fiduciario	Banco Inxev, S.A., Institución de Banca Múltiple, Inxev Grupo Financiero
Fideicomisario en primer lugar	Banco Multiva, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva
Vehículo legal	Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1176
Fuente de pago y garantía	50.5% del Fondo General de Participaciones (FGP)
Crédito Multiva (2012)	P\$1,000.0m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIIE ₂₈ + sobretasa*
Tasa de interés moratoria	2.0x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual
Amortización	Consecutivas y crecientes a una tasa variable. A partir de julio de 2016 son crecientes a una tasa de 1.2%
Plazo	Hasta 204 meses a partir de la firma del primer convenio modificatorio.
Fondo de reserva	30 meses siguientes del servicio de la deuda.
Porcentaje asignado	1.1% del total del FGP Estatal
Cobertura	En proceso de renovación.
Destino	Inversión en obra pública
Fecha de Vencimiento	Noviembre de 2032

*La sobretasa se determina con la calificación crediticia que obtenga la estructura.
Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

mínimos establecidos, sin embargo, no se consideró como un ajuste negativo en la calificación del crédito ya que el Banco no ha activado un evento de aceleración y el Estado tendría un periodo de cura de 120 días antes de activar un vencimiento anticipado. HR Ratings dará seguimiento a las acciones que pudiese tomar el Banco al respecto.

- El Estado está obligado a cumplir con ciertas razones de finanzas públicas relacionadas con la Deuda Total, el Pasivo Circulante y el Balance Financiero. En caso de incumplimiento, el Banco podrá elegir entre incrementar la sobretasa 100 puntos base o activar un evento de aceleración. Dicho incremento o aceleración estará vigente hasta la presentación de la siguiente Cuenta Pública Anual. En caso de que, en el reporte del auditor solicitado, se desprenda que se ha revertido el incumplimiento, el incremento a la sobretasa o la aceleración dejarán de aplicar. Para el ejercicio 2015, el Estado incumplió con dichos niveles. No obstante, no se observó ningún incremento en la sobretasa ni una activación de aceleración. Es importante mencionar que, para HR Ratings, la posible activación de un evento de aceleración no se considera como un factor negativo.
- El contrato de crédito estipula que en caso de que cualquier acreedor del Estado, cuyo financiamiento se encuentre inscrito en el registro del Fideicomiso, venza anticipadamente el financiamiento, Multiva podría ejercer el vencimiento anticipado del crédito, siempre y cuando, el monto de los saldos insolutos de dichos financiamientos sea igual o superior a P\$1,000.0m. Actualmente, ciertos créditos inscritos en este Fideicomiso se encuentran en algún incumplimiento de obligaciones que podrían, una vez transcurrido el periodo de cura correspondiente, activar un evento de vencimiento anticipado. HR Ratings consideró el posible vencimiento anticipado que Multiva pudiera activar, debido al incumplimiento de ciertas obligaciones de algunos créditos inscritos en el Fideicomiso No. 1176, como un ajuste negativo en la calificación del crédito.
- Al día de hoy, Binter³ se encuentra facultado para activar un evento de vencimiento anticipado para el crédito contratado por el Estado por un monto inicial de P\$695.0m, debido a que incumple con las calificaciones mínimas contractuales del Estado y no cuenta con un periodo de cura. Debido a lo anterior, HR Ratings mantuvo la Observación Negativa.
- La calificación quirografaria vigente del Estado de Veracruz es HR BB con Observación Negativa y al estar por debajo de HR BBB-, de acuerdo con nuestra metodología, esto representó un impacto negativo en la calificación del crédito.

Características de la Estructura

Con fecha 23 de agosto de 2012, el Estado de Veracruz y Banco Multiva celebraron la firma del contrato de apertura de crédito simple por un monto inicial de P\$1,000.0m. Esto derivado de la autorización establecida en el Decreto No. 289 que el H. Congreso del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave aprobó y publicó en la Gaceta Oficial del Estado el 05 de agosto de 2011. El 21 de diciembre de 2015 se firmó el primer convenio modificatorio al contrato de apertura de crédito simple. Entre las modificaciones realizadas destacan la disminución en el porcentaje asignado para el pago del crédito, la tabla de sobretasas aplicables para el pago de intereses ordinarios, la extensión de la vigencia y el perfil de amortizaciones.

³Banco Interacciones, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Interacciones (Binter).

Adicionalmente, el 08 de diciembre de 2011 el Estado de Veracruz constituyó junto con Invex el Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1176. Dicho fideicomiso tiene afectado a su favor 50.5% de los recursos del Fondo General de Participaciones (FGP), presentes y futuros, que mensualmente recibe el Estado. Por otro lado, a partir de la firma del convenio modificatorio, el porcentaje asignado para el pago del crédito fue modificado de 1.6% a 1.1% del FGP correspondiente al Estado.

El contrato de crédito estipulaba que el pago de capital se haría a través de 174 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 0.83%. El Estado contó con un periodo de gracia de seis meses, por lo que el primer pago de capital se realizó en marzo de 2013 y el último se realizaría en agosto de 2027. A partir del convenio modificatorio, se amplió el plazo del crédito a 204 amortizaciones. Dichas amortizaciones son mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable y a partir de julio de 2016 crecientes a una tasa de 1.2%. Con información recibida por parte del fiduciario, en el mes de diciembre de 2015 se hizo un pago por P\$3.4m de capital, lo anterior con base en la tabla de amortización original; adicionalmente, en el mes de enero de 2016 se realizó el pago de capital por el monto correspondiente a febrero de mismo año y así sucesivamente. Derivado de lo anterior, podemos esperar que la última amortización se realice por un monto menor a lo estipulado en la tabla de amortización.

El Fiduciario, a nombre del Estado, debe realizar pagos mensuales de intereses ordinarios desde la fecha de disposición y hasta la total liquidación del crédito. Estos intereses se calcularán sobre saldos insolutos en función de la tasa anual que se pacte, la cual será igual al resultado de sumar a la TIE₂₈ los puntos porcentuales de la sobretasa ordinaria. La sobretasa ordinaria estará en función de la calificación de la estructura asignada por al menos dos agencias calificadoras autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). La tasa de interés moratoria será igual a la que resulte de multiplicar por 2.0x la tasa de interés ordinaria vigente aplicable. Por otro lado, el Estado deberá mantener vigente un contrato de cobertura de tasa de interés (CAP) a efecto de limitar el nivel de la TIE₂₈ a un porcentaje máximo del 12.0%.

Dentro del Fideicomiso se constituyó un fondo de reserva para el crédito con un saldo objetivo equivalente a los tres meses inmediatos siguientes del servicio de la deuda. El fondo deberá mantenerse durante toda la vigencia del crédito y, en caso de ser utilizado, reconstituirse.

Como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia, HR Ratings continuará dando seguimiento al desempeño financiero del Fideicomiso, al comportamiento de la fuente de pago y al cumplimiento de ciertas obligaciones adquiridas por el Estado en el contrato de crédito. Con base en lo anterior, HR Ratings podría ratificar o modificar la presente calificación crediticia, o su perspectiva, en el futuro.

Análisis del desempeño del Fideicomiso No. 1176

En esta sección observamos el comportamiento a mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al crédito contratado por el Estado de Veracruz con Multiva, así como la capacidad de pago de la estructura y el comportamiento de las coberturas a lo largo de la vigencia. La estructura financiera se realizó con el fin de que el Estado contara con un flujo de efectivo y un mecanismo que garantice el pago de las obligaciones derivadas del crédito contratado con el Banco.

El desempeño financiero esperado del Fideicomiso se presenta en la Tabla 2. Las cifras para 2018 y en adelante son pronosticadas considerando un escenario económico y financiero de estrés.⁴

Tabla 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso No. 1176: Multiva P\$1,000.0m (Escenario de Estancflación)

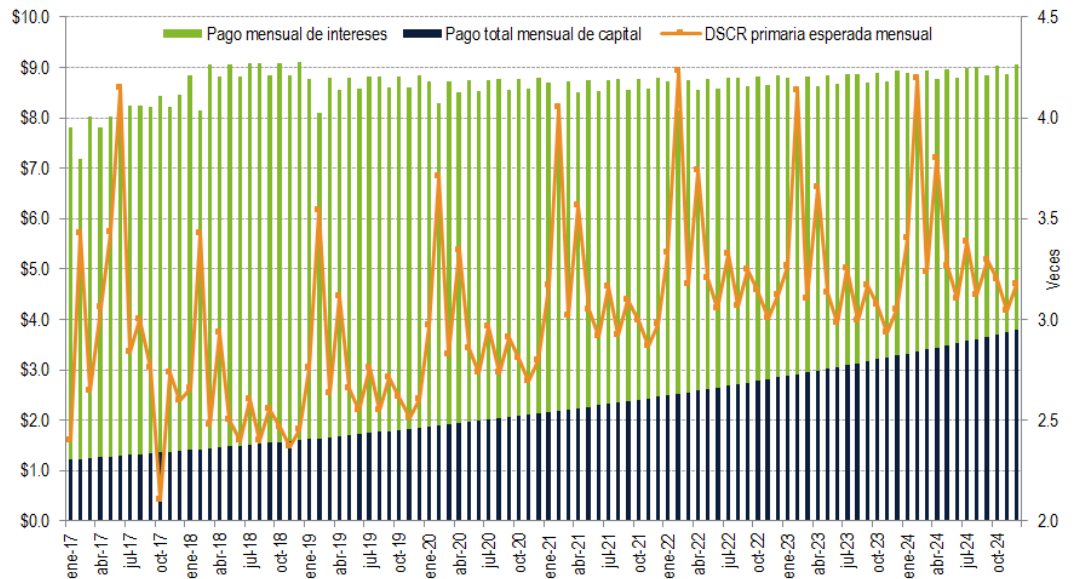
Año	FGP del Estado de Veracruz	FGP neto del Estado de Veracruz	Fuente de pago: 1.1% del FGP	Pago de Capital	Pago de Intereses	Servicio total de la deuda	DSCR PPM	Fondo de reserva en meses de pago (promedio anual)	Recursos transferidos al fondo de reserva	Monto anual de remanentes	Saldo Insoluto
2016	\$30,836.9	\$24,669.5	\$271.3	\$11.1	\$60.8	\$72.0	3.8	3.1	\$4.8	\$194.5	\$888.2
2017	\$32,083.9	\$25,667.1	\$282.3	\$15.7	\$81.0	\$96.7	2.9	3.0	\$3.2	\$182.4	\$872.5
2018	\$31,500.9	\$25,200.8	\$277.2	\$18.1	\$88.7	\$106.8	2.6	3.0	\$0.5	\$169.9	\$854.4
2019	\$32,489.8	\$25,991.9	\$285.8	\$20.8	\$83.2	\$104.1	2.8	3.0	-\$0.1	\$181.9	\$833.6
2020	\$34,675.9	\$27,740.8	\$305.1	\$24.1	\$79.7	\$103.7	2.9	3.0	-\$0.3	\$201.7	\$809.5
2021	\$36,989.2	\$29,591.3	\$325.5	\$27.8	\$75.8	\$103.5	3.1	3.0	\$0.1	\$221.9	\$781.8
2022	\$39,000.2	\$31,200.2	\$343.1	\$32.0	\$72.0	\$104.0	3.3	3.0	\$0.2	\$238.9	\$749.8
2023	\$38,447.6	\$30,758.1	\$338.3	\$37.0	\$68.0	\$105.0	3.2	3.0	\$0.5	\$232.9	\$712.8
2024	\$40,587.5	\$32,470.0	\$357.2	\$42.6	\$64.1	\$106.7	3.4	3.0	\$0.3	\$250.2	\$670.2
2025	\$41,839.1	\$33,471.3	\$368.1	\$49.2	\$59.1	\$108.3	3.4	3.0	\$0.5	\$259.3	\$621.0
2026	\$44,687.0	\$35,749.6	\$393.2	\$56.8	\$53.8	\$110.6	3.6	3.0	\$0.7	\$282.0	\$564.2
2027	\$47,723.2	\$38,178.5	\$420.0	\$65.5	\$47.9	\$113.4	3.7	3.0	\$0.9	\$305.6	\$498.7
2028	\$46,974.5	\$37,579.6	\$413.3	\$75.6	\$41.4	\$117.0	3.5	3.0	\$0.9	\$295.4	\$423.1
2029	\$49,642.6	\$39,714.1	\$436.9	\$87.2	\$33.8	\$121.1	3.6	3.0	\$1.2	\$314.6	\$335.8
2030	\$52,459.2	\$41,967.3	\$461.6	\$100.7	\$25.4	\$126.1	3.7	3.0	\$1.4	\$334.1	\$235.2
2031	\$54,106.9	\$43,285.6	\$476.1	\$116.1	\$15.9	\$132.1	3.6	3.0	\$1.7	\$342.3	\$119.0
2032	\$53,210.2	\$42,568.2	\$468.3	\$119.0	\$5.1	\$124.1	3.8	2.7	-\$25.2	\$369.3	\$0.0

NOTA: 1) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₂₃ más la sobretasa, 2) Millones de pesos nominales, 3) El contrato vence en noviembre 2032, 4) PPM: Primaria Promedio Mensual, 5) El cálculo de las coberturas considera ingresos - gastos de mantenimiento, 6) Los gastos de mantenimiento incluyen la renovación del CAP para toda la vigencia.
Fuente: HR Ratings

En la Gráfica 1 se muestra la proyección en el corto y mediano plazo del servicio total de la deuda mensual bajo un escenario de estrés, desglosado por intereses ordinarios y pago de capital, así como la DSCR primaria mensual esperada. A partir de julio de 2016 y como resultado del convenio modificatorio, los pagos de capital se realizarían de manera mensual, consecutiva y creciente a una tasa de 1.2%. Cabe mencionar que el aumento en la DSCR primaria mensual esperada en junio de 2017, se debe a un incremento de los recursos del FGP a entregar al Estado de Veracruz, según el Presupuesto de Egresos de la Federación para el 2017. Asimismo, podemos esperar que las coberturas más altas se den en el mes de febrero, mientras que las más bajas se darían en noviembre, lo anterior se debe a la estacionalidad que muestran las participaciones del Estado.

⁴ El escenario de estrés considera condiciones propias de un escenario de estancflación (bajo crecimiento y alta inflación).

Gráfica 1. Servicio de la deuda y DSCR primaria mensual (escenario de estrés)

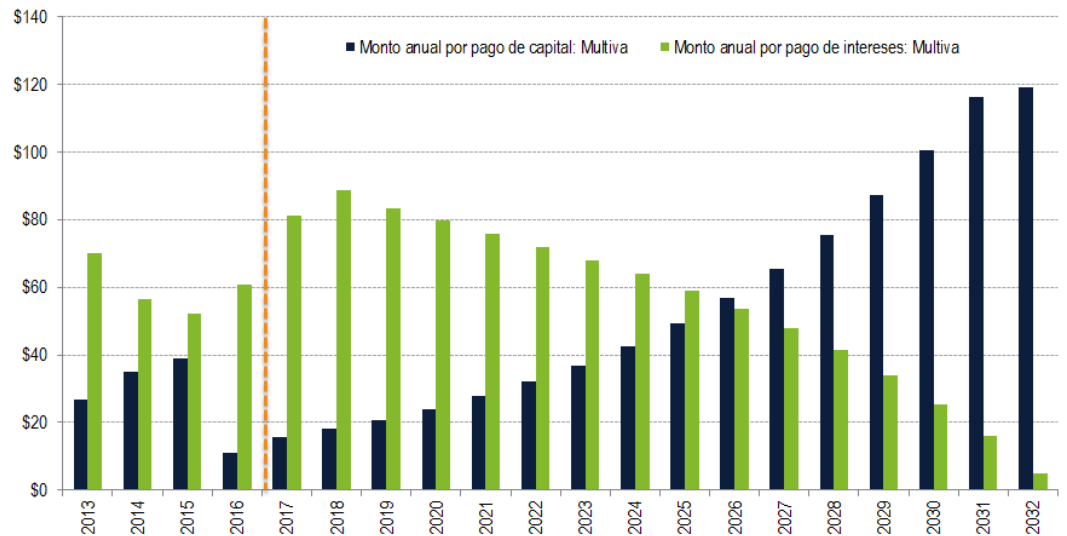


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Datos proyectados a partir de 2018 considerando un escenario base y otro de estrés y 2) Millones de pesos nominales.

El perfil de pago anual del servicio de deuda, desglosado por amortizaciones e intereses, se presenta en la Gráfica 2. Podemos observar una disminución en el pago de capital de 71.3% de 2015 a 2016, esto derivado de la modificación al perfil de amortizaciones a raíz de la firma del convenio modificatorio. Como resultado de dicha modificación, el pago de capital crece a una tasa anual de 15.4%, salvo en 2032 en donde el monto de capital solo considera los pagos a realizarse de enero a noviembre. El año donde se espera el servicio de la deuda más elevado sería 2031, con un monto de P\$132.0m, de los cuales P\$116.1m corresponden al pago de capital y P\$15.9m al pago de intereses. Adicionalmente, podemos observar que, debido al perfil de amortizaciones, el 42.3% del monto total dispuesto se cubre en los últimos cuatro años de la vigencia del crédito (2029-2032).

Gráfica 2. Pago de capital e intereses ordinarios en el escenario de estrés

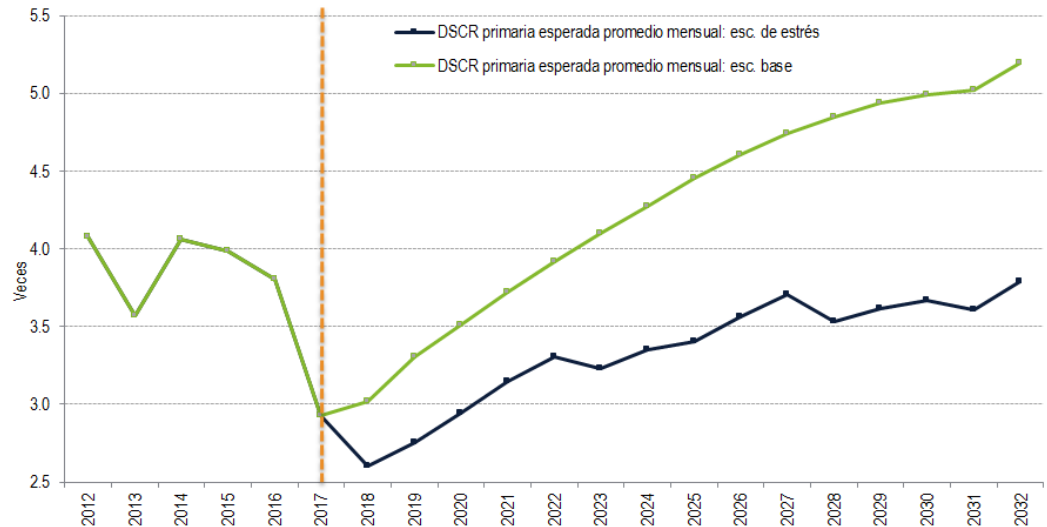


Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos nominales, 2) En 2013 y 2032 se consideran 4 y 11 meses respectivamente y 3) A partir de 2018 se consideran un escenario base y otro de estrés.

En la Gráfica 3 se presenta la serie de la cobertura primaria promedio mensual esperada en un escenario base y en un escenario de estrés. La disminución en las coberturas de 4.0x en 2015 a 3.8x en 2016 se debe, en parte, a la modificación realizada, en el convenio modificadorio, al porcentaje asignado de 1.6% a 1.1%. Adicionalmente, la disminución en la DSCR esperada para 2017, en el escenario base, a 2.9x se debe principalmente al aumento del pago de intereses esperado como resultado del alza en la tasa de interés de referencia en el último año y la esperada durante este año. Asimismo, en este escenario el promedio de la DSCR para los próximos cinco años del financiamiento, de 2018 a 2022, es 3.5x. Por otra parte, en un escenario de estrés, se esperaría una DSCR promedio para los próximos cinco años de vigencia del crédito (2018-2022) de 3.0x. La DSCR mínima anual en este escenario sería 2.6x en 2018.

Gráfica 3. DSCR primaria promedio mensual esperada



Fuente: HR Ratings.

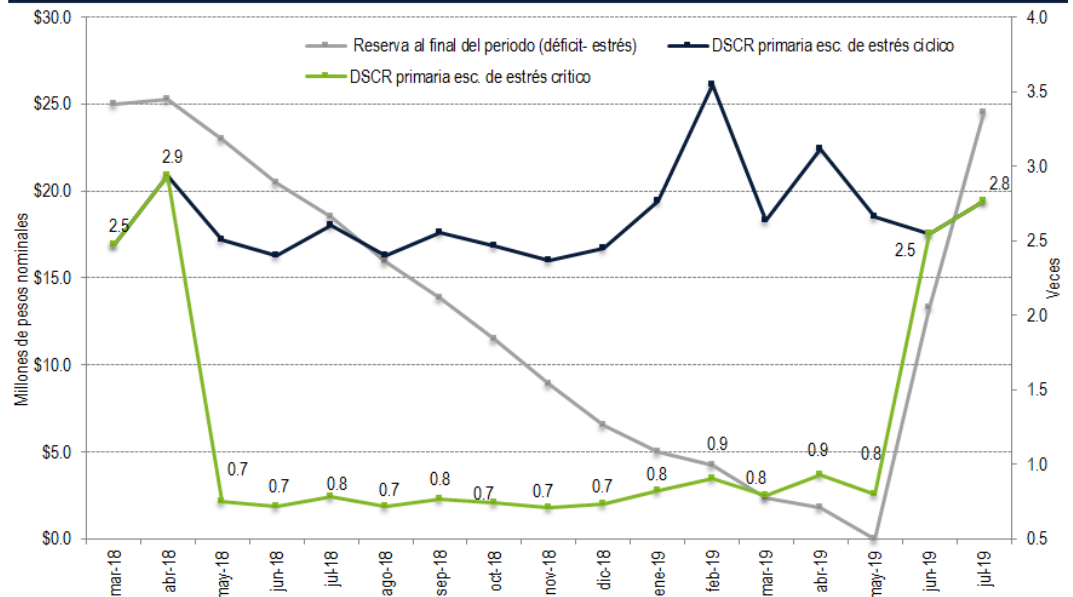
Nota: 1) A partir de 2018 se consideran un escenario base y otro de estrés.

Adicionalmente, se constituyó un fondo de reserva, cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a tres meses del servicio de la deuda, lo que equivale a P\$25.5m durante la vigencia del crédito.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería noviembre de 2018 con una DSCR esperada de 2.4x en el escenario de estrés cíclico. El escenario de estrés crítico incorpora reducciones adicionales a la fuente de pago seis periodos previos y seis periodos posteriores a dicho mes. El periodo de estrés crítico determinó una TOE de 70.1%. Esto indica que la fuente de pago podría disminuir 70.1% más respecto al escenario de estrés cíclico y serían capaces de cumplir con las obligaciones de pago del crédito, considerando el uso del fondo de reserva.

En la Gráfica 4 se muestra el comportamiento de la DSCR esperada en el escenario de estrés cíclico en comparación con la esperada en el escenario de estrés crítico. Asimismo, se muestra el uso de la totalidad de los fondos de reserva y su posterior reconstitución.

Gráfica 4. Tasa Objetivo de Estrés (TOE)



Fuente: HR Ratings.

Análisis de la Fuente de Pago

La estructura considera como fuente de pago 1.1% del FGP correspondiente al Estado de Veracruz. La estimación de los recursos que recibiría el Estado en el futuro es resultado de combinar las proyecciones realizadas para el Ramo 28 nacional y Ramo 28 del Estado.

En la Tabla 3 se presentan los supuestos sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés.

	Esc. base	Esc. de estrés
FGP Nom. Estado de Veracruz (TMAC)	6.1%	4.0%
INPC (TMAC)	3.6%	4.0%
TIIE ₂₈ (Prom.)	5.7%	6.5%

Fuente: HR Ratings

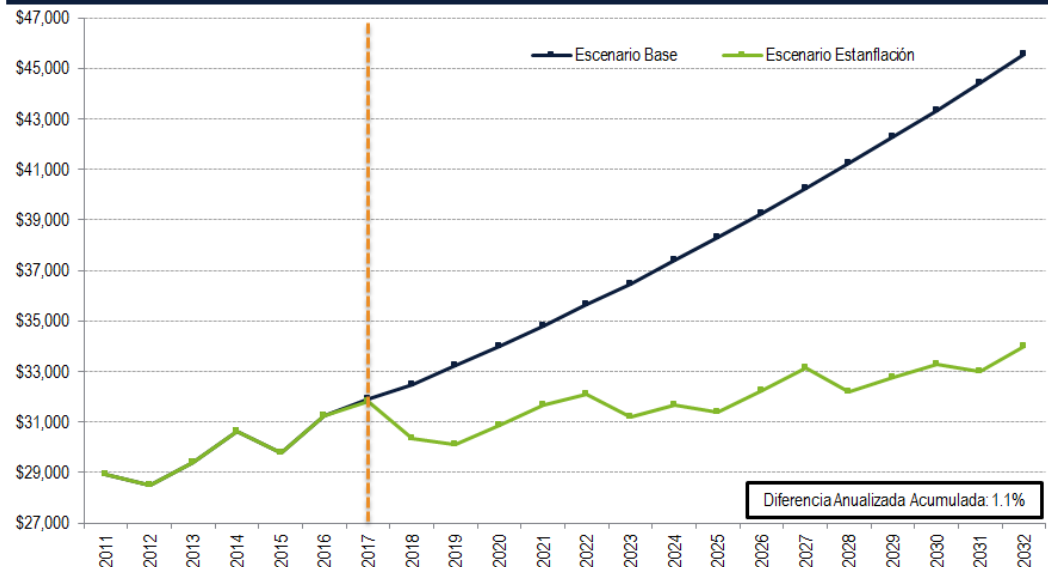
El Ramo 28 nacional tuvo una tasa de crecimiento real de 4.7% en 2015 y de 7.2% en 2016. Para 2017, se espera que el Ramo 28 nacional tenga un crecimiento real de 3.5%, recaudando un total de P\$604,699m. Lo anterior en términos reales a precios de 2011. Es importante mencionar que las estimaciones para 2017 son con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

La serie histórica del Ramo 28 estatal y las proyecciones para los escenarios base y de estrés se muestran en la Gráfica 5, en pesos reales de 2011. En 2017, se espera que el Ramo 28 estatal tenga un incremento real de 2.0% con respecto a 2016. Durante 2016, el Estado de Veracruz recibió 4.9% más participaciones que en 2015 y 0.7% menos de lo aprobado en el Presupuesto de Egresos de la Federación para 2016.

En 2016, el Ramo 28 Estatal tuvo un crecimiento nominal de 7.9%. Dicho aumento se puede explicar, principalmente, porque los recursos recibidos por medio del FGP y el Fondo ISR, mismos que representan el 85.3% de los recursos del Ramo 28 Estatal, tuvieron crecimientos de 8.9% y 90.5%, respectivamente. Ambos fondos crecieron en un monto de P\$2,934.7m de los P\$2,710.7m que creció el Ramo 28 Estatal, compensando la caída de P\$277.0m del Fondo de Extracción de Hidrocarburos.

En un escenario base se espera una $TMAC_{2016-2032}$ de 2.4%, mientras que en un escenario de estrés se espera una $TMAC_{2016-2032}$ de 0.5%, ambas en términos reales. Bajo estas condiciones, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés es de 1.1%.

Gráfica 5. Ramo 28 Estado de Veracruz

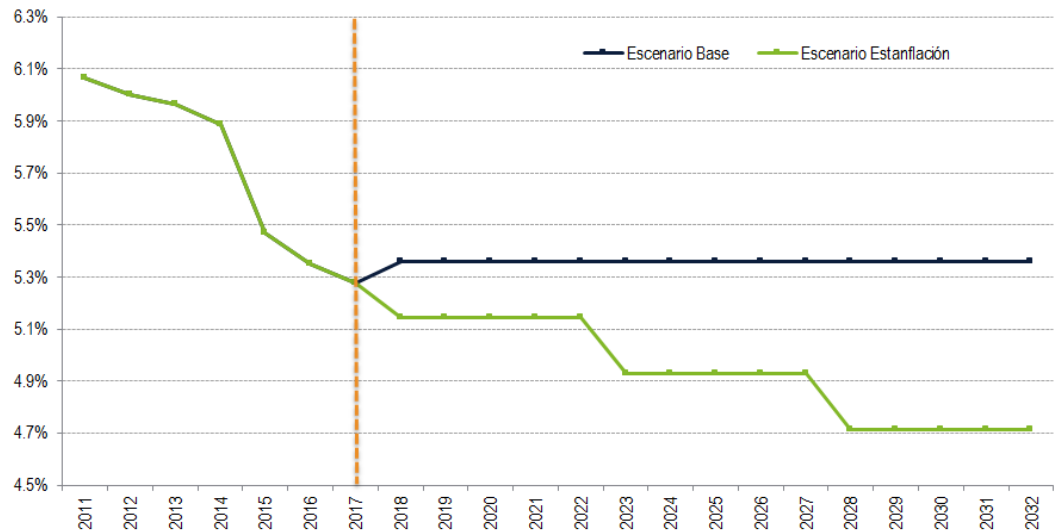


Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

En la Gráfica 6 se muestra el comportamiento en la proporción que mantiene el Ramo 28 estatal con respecto al Ramo 28 nacional. En un escenario base se asume que dicha proporción se mantendría en 5.4%. La disminución observada en la proporción de 2011 a 2016 se debe principalmente a que el Ramo 28 del Estado ha registrado crecimientos por debajo del promedio nacional. Por otro lado, en un escenario de estrés se esperaría que la proporción fuera, en promedio, de 4.9%. Es importante mencionar que el escenario de estrés considera reducciones en 2018, 2023 y 2028 con respecto al promedio ponderado considerado en el escenario base.

Gráfica 6. Veracruz: Ramo 28 Estatal a Ramo 28 Nacional

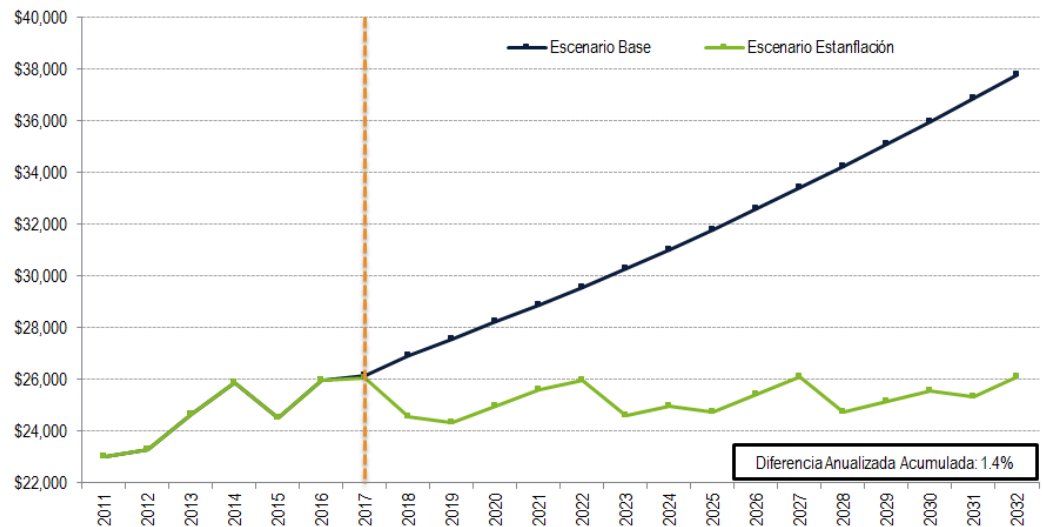


Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

La distribución de los recursos de las Participaciones Federales del FGP entre las 32 entidades federativas se determina en la Ley de Coordinación Fiscal y está sujeta a factores como el crecimiento económico de la entidad ponderado por la población, el esfuerzo recaudatorio estatal y la recaudación local con respecto a la nacional.

En la Gráfica 7 se muestran los ingresos observados y proyectados que por FGP recibiría el Estado en los escenarios base y estrés. Es importante mencionar que el FGP nacional corresponde a 20.0% de la Recaudación Federal Participable (RFP). En términos reales, en 2016, el FGP estatal tuvo un incremento de 6.0% (vs 5.0% del crecimiento promedio nacional). De acuerdo con los supuestos realizados para el escenario base, se espera una $TMAC_{2016-2032}$ de 2.4%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2016-2032}$ sería cercana a cero, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.4%.

Gráfica 7. FGP Estado de Veracruz



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: 1) Cifras en millones de pesos reales de 2011.

Obligaciones de Hacer y No Hacer

Durante la vigencia del contrato de crédito y hasta que no se realice el pago total de las cantidades de principal, intereses y accesorios insolutos del crédito, el Estado adquiere una serie de obligaciones de hacer, entre las que se encuentran las siguientes:

- Pagar los montos del principal, intereses, gastos y cualquier otra cantidad debida al acreditante.
- Incluir en el presupuesto de egresos del Estado de cada ejercicio fiscal, las partidas presupuestales necesarias para realizar el pago de las cantidades exigibles al amparo del contrato.
- Entregar o hacer que se entregue al acreditante dentro de los 30 días hábiles siguientes a la fecha en que sean aprobados por el Congreso del Estado con respecto a cada ejercicio fiscal durante la vigencia del contrato, una copia de la Cuenta Pública Anual.
- Entregar o hacer que se entregue al acreditante, durante los 45 días siguientes al cierre del último trimestre de cada año, una copia de: el Estado de ingresos, el Estado de egresos, el Estado de deuda, el Estado de deuda pública indirecta y un certificado suscrito por el Secretario de Finanzas y Planeación del Estado señalando que la información financiera correspondiente presenta razonablemente la condición financiera del Estado.
- Informar dentro de los 10 días hábiles siguientes a la fecha en que cualquier funcionario del Estado tenga conocimiento de que ha ocurrido cualquier circunstancia que pudiera constituir una causa de aceleración o causa de incumplimiento y que pudiera esperarse que tuviera un efecto material adverso o constituir en una causa de incumplimiento o una causa de aceleración, informando, asimismo, sobre las acciones que pretender tomar, o hubiere tomado, al respecto.

- El Estado mantendrá una razón no menor de 2.0 a 1 de la Cantidad Límite Mensual más las aportaciones que, en su caso, realice el Estado a la Cuenta Individual, respecto del Servicio del Crédito de cada periodo de intereses. Esta razón se calculará de manera mensual por el Fiduciario dentro de los cinco primeros días de cada mes y se determinará el cumplimiento de la misma si el promedio de dicha razón en los últimos tres meses anteriores cumple con dicha razón de a 2.0 veces a 1.
- Durante la vigencia del contrato, el Estado deberá mantener calificaciones del crédito en un nivel mínimo de HR A- (E) en la escala nacional o su equivalente otorgadas por al menos dos agencias calificadoras. En caso de que el crédito cuente con más de dos calificaciones, todas deberán mantener al menos el nivel de calificación equivalente a HR A- (E). En caso de que el Estado no contrate o renueve la contratación de las agencias calificadoras, el Banco podrá a contratar a las agencias calificadoras.
- Durante la vigencia del contrato, el Estado deberá mantener calificaciones quirografarias equivalentes de al menos HR BBB- en la escala nacional otorgada por al menos dos Agencias Calificadoras. En caso de que el Estado cuente con más de dos calificaciones, todas deberán mantener al menos el nivel de calificación equivalente a HR BBB-.
- Deberá mantener vigentes contratos de cobertura de tasa de interés, CAP a efecto de limitar el nivel de la TIIE₂₈ a un porcentaje máximo del 12.0%. El primer contrato de cobertura deberá cubrir un plazo mínimo de tres años. Una vez transcurrido un año del primer contrato de cobertura, el Estado deberá celebrar un nuevo contrato original, y así sucesivamente.
- Mantener, a través y en los términos del fideicomiso, un fondo de reserva equivalente a tres meses de pago de principal e intereses, por lo que será obligación del Banco notificar al fiduciario, en cada solicitud de pago, el saldo objetivo de dicho fondo.

El Estado notificará al fiduciario cualquier circunstancia que pudiere afectar el ejercicio de los derechos del fiduciario y el Banco, en su carácter de fideicomisario en primer lugar del fideicomiso, a más tardar dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que tenga conocimiento de dicha circunstancia.

Adicionalmente, y durante la vigencia del crédito, el Estado deberá cumplir con lo siguiente:

- A partir del ejercicio fiscal 2013 y hasta el pago total de las obligaciones del Estado derivadas del contrato de crédito, la variación nominal de la deuda total al cierre de cualquier ejercicio fiscal, respecto al cierre del ejercicio fiscal inmediato anterior, se sujetará a ciertas condiciones establecidas en el contrato de crédito.
- A partir del ejercicio fiscal 2012 y hasta el pago total de las obligaciones a cargo del Estado derivados del contrato de crédito, el monto de pasivo circulante del Estado al cierre del ejercicio fiscal correspondiente, no podrá ser superior al equivalente en pesos a 800 millones de UDI's.
- A partir del ejercicio fiscal 2013 y hasta el pago total de las obligaciones a cargo del Estado derivadas del contrato de crédito, el balance primario del Estado deberá ser mayor o igual a las erogaciones para atender el servicio de su deuda pública por concepto de intereses, comisiones y gastos, excluyendo los destinados al pago del

principal de la deuda pública, así como el gasto de inversión pública con cargo a los financiamientos contratados en el ejercicio.

- A partir del ejercicio fiscal de 2015 y hasta el pago total de las obligaciones a cargo del Estado, la proporción que represente el gasto corriente no podrá ser mayor al 65.0%.
- A partir del ejercicio fiscal del 2012, y hasta el pago total de las obligaciones a cargo del Estado derivadas del contrato de crédito, la cuenta pública anual deberá ser dictaminada por un auditor independiente. Asimismo, deberá reportar las variaciones, montos y proporciones que resulten de aplicar lo mencionado anteriormente.

El incumplimiento de los puntos anteriores exceptuando los relacionados al porcentaje de gasto corriente dará un incremento de 100 puntos base a la Tasa de Interés Ordinaria. Dicho incremento estará vigente hasta la presentación de la siguiente Cuenta Pública Anual. Si el auditor independiente dictamina que se ha revertido el incumplimiento la sobretasa se dejará de aplicar. El Banco podría acelerar el crédito, hasta que subsane el incumplimiento. En caso de aceleración se dejará de aplicar la sobretasa antes mencionada.

Eventos de Aceleración y Vencimiento Anticipado

Estos eventos ocurren, principalmente, cuando algún acto u omisión retrasa o disminuye el flujo de ingresos destinado al pago oportuno, a través del fideicomiso, de las obligaciones financieras contraídas por el Estado. Adicionalmente, se puede activar un evento de aceleración o de vencimiento anticipado, si el fideicomitente no cumple con alguna obligación de hacer y no hacer, o con cualquier otra obligación contenida en el contrato de crédito, que conlleve a la reducción o cancelación de este flujo.

Causas de aceleración y sus consecuencias

- Si el Estado incumple con la obligación de notificar dentro de los 15 días hábiles siguientes a la fecha en que sea publicado en la gaceta oficial del Estado, cualquier decreto emitido por el Congreso del Estado que contenga alguna disposición que de manera directa y evidente afecte la capacidad del Estado para cumplir con sus obligaciones de pago derivadas del crédito y entregar, dentro de dicho plazo copia de la misma. Contará con 10 días hábiles siguientes para subsanar dicho incumplimiento.
- Si el Estado incumple con alguna de las obligaciones referente a la entrega de información y no subsana dicho incumplimiento dentro de los 30 días hábiles siguientes.
- Si el Estado incumple con la obligación referente a las calificaciones objetivo y no subsana dicho incumplimiento dentro de los 60 días hábiles siguientes.
- Si el Estado no informa que ha ocurrido alguna circunstancia que pudiera llegar a constituir una Causa de Aceleración o Causa de Incumplimiento o que tenga conocimiento de cualquier demanda, acción reclamación, etc. El Estado contará con cinco días hábiles siguientes para subsanarlo.
- Si el Estado no cumple con la obligación de mantener una DSCR mínima de 2.0 a 1 de la cantidad límite de los tres últimos meses.

- Si el Estado no subsana el incumplimiento en alguna de las razones financieras en el ejercicio fiscal siguiente, según se desprenda del reporte de la Cuenta Pública Anual, el Banco podrá elegir entre actualizar una causa de aceleración o cobrar una sobretasa adicional de 100 puntos base.
- Si el Estado incumple alguna obligación de hacer o no hacer que no sea considerada como causa de incumplimiento y no se encuentre referida en alguno de los puntos anteriores y su incumplimiento no sea subsanado dentro de los 60 días hábiles siguientes.

En cualquier caso, el monto pagadero por aceleración se aplicará a las últimas amortizaciones del crédito. Una vez que el Estado haya subsanado una causa de aceleración y dentro del periodo en que se establece para cada caso o, en su caso, acredite fehacientemente ante el Banco la inexistencia de alguna causa de aceleración previamente notificada, el Banco tendrá obligación de notificar al fiduciario la terminación de la causa en términos del fideicomiso.

Vencimiento anticipado y sus consecuencias

Si cualquiera de los eventos que se listan más adelante, cada uno de los cuales constituye una causa de vencimiento anticipado, llegare a ocurrir y éstos no hubiesen sido subsanados en los términos previstos a continuación, Banco Multiva podrá dar por vencido anticipadamente el plazo para el pago del importe insoluto del crédito, incluyendo sus accesorios, y exigir su pago inmediato.⁵

- Si el Estado deja de pagar cualquier cantidad adeudada al acreedor.
- Si se actualiza y permanece activa una Causa de Aceleración, distinta de las obligaciones de mantener una razón de cobertura y en caso de que se incumpla con alguna razón financiera, el Banco no haya optado por aplicar la sobretasa referida y el Estado no subsane dicho incumplimiento en el ejercicio fiscal siguiente, por 120 días naturales.
- Si el Estado incumple con cualquiera de las obligaciones referente a mantenerse adherido al Sistema de Coordinación Fiscal, realizar los actos necesarios para mantener la afectación del Porcentaje de Participaciones, mantener libros y registros contables, así como la de cumplir con las leyes, reglamentos y decretos aplicables y no subsana dicho incumplimiento durante un periodo de 45 días hábiles contados a partir de la fecha en que el Banco notifique al Estado.
- Si durante seis meses consecutivos no se cumple la razón de 2.0 veces a uno.

Si algún acreedor del Estado cuyo financiamiento se encuentre inscrito en el registro del fideicomiso, vence anticipadamente el financiamiento por el incumplimiento del Estado a alguna de las obligaciones asumidas en el mismo considerada como causa de vencimiento anticipado, el Banco tendrá la prerrogativa de ejercer el vencimiento anticipado del crédito, siempre y cuando el monto de los saldos insolutos de dichos financiamientos sea igual o superior a P\$1,000.0m

⁵ El Estado podrá realizar el pago directamente o a través del fideicomiso.



Conclusiones

HR Ratings ratificó la calificación de HR A (E) y mantuvo la Observación Negativa para el crédito contratado por el Estado de Veracruz con Multiva por un monto inicial de P\$1,000.0m.

El crédito bancario estructurado con esta calificación, en escala local, ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda, manteniendo bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos.

La calificación se basa en el nivel de estrés crítico que es capaz de soportar la estructura. La TOE obtenida fue de 70.1%, lo cual indica que los ingresos asignados al pago del presente crédito podrían reducirse 70.1% en un periodo de 13 meses y la estructura podría hacer frente a sus obligaciones de pago utilizando el fondo de reserva. Asimismo, como resultado del análisis financiero en el escenario de estrés cíclico, se encontró que la razón de cobertura mínima alcanzaría su nivel más bajo en noviembre de 2018, la cobertura para dicho mes sería 2.4x el servicio de la deuda.

La calificación mantuvo dos ajustes negativos: 1) debido a la existencia de una cláusula de vencimiento cruzado con cualquier otro crédito inscrito en el Fideicomiso y 2) debido a que la calificación quirografaria vigente del Estado de Veracruz es HR BB con Observación Negativa y al estar por debajo de HR BBB- y de acuerdo con nuestra metodología, esto representó un ajuste en la calificación del crédito. Adicionalmente, se mantuvo la Observación Negativa, derivado del vencimiento cruzado y a que, actualmente, existe un crédito con Binter, que podría ser vencido anticipadamente en cualquier momento, sin periodo de cura.

Por último, como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia, HR Ratings continuará dando seguimiento al desempeño financiero del Fideicomiso, así como al comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá modificar la presente calificación crediticia, o su perspectiva, en el futuro.

Glosario

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor máximo de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (SWAP). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito contratado o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

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 IEPS⁶, 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 Primaria (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.

⁶ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



HR Ratings Alta 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

Karla Rivas +52 55 1500 0762
karla.rivas@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Laura Mariscal +52 55 1500 0761
laura.mariscal@hrratings.com
Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Metodología de Calificación para 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 A (E), con Observación Negativa.
Fecha de última acción de calificación	09 de septiembre de 2016.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2008 a diciembre de 2016.
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).	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.

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