

**ZONALCB 06U**  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

**ZONALCB 06-2U**  
**HR A+ (E)**  
Perspectiva  
Estable

**ZONALCB 06-3U**  
**HR C- (E)**  
Perspectiva  
Estable

**2023**  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva Estable

**2024**  
**HR AA+(E)**  
Perspectiva Estable

**2025**  
**HR AA+ (E)**  
Perspectiva Estable



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



**Efraín Cárdenas**  
[efrain.cardenas@hrratings.com](mailto:efrain.cardenas@hrratings.com)  
Analista de Infraestructura

### HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AA+ (E) para la emisión ZONALCB 06U, de HR A+ (E) para la emisión ZONALCB 06-2U y de HR C- (E) para la emisión ZONALCB 06-3U, manteniendo la Perspectiva Estable para las tres emisiones

La ratificación de las calificaciones para las Emisiones identificadas como Emisión ZONALCB 06U (Emisión Preferente), Emisión ZONALCB 06-2U (Emisión Subordinada) y Emisión ZONALCB 06-3U (Emisión Convertible) (en su conjunto, las Emisiones) se sustenta en los niveles de métricas alcanzados, las cuales incorporan el comportamiento del aforo observado durante los Últimos Doce Meses (UDM), así como las características y el comportamiento observado de las Emisiones. Este análisis incluye la séptima conversión por un monto total de 10m de UDIs de los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS) de la Serie 06-3U a CEBURS de la Serie 06U realizada en junio de 2025.

A continuación, se detalla el desempeño de las principales métricas consideradas para cada Emisión:

- Emisión ZONALCB 06U:** La Emisión Preferente cuenta con una Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 6.93% (vs. 4.98% de la revisión anterior) y una Razón de Cobertura promedio de la Vida de la Deuda (RCVD) estimada para el plazo restante de la Emisión Preferente de 2.88 veces (x) (vs. 3.01x en la revisión anterior).
- Emisión ZONALCB 06-2U:** La Emisión Subordinada con una TEA de 3.44% (vs. 2.58% de la revisión anterior) y una RCVD estimada para el plazo restante de la Emisión Subordinada de 1.71x.
- Emisión ZONALCB 06-3U:** La calificación de la Emisión Convertible se debe a que, dentro de nuestras estimaciones en un escenario base, el principal no alcanzaría a liquidarse al término de su vigencia.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

En la última fecha de pago de la Emisión Preferente (junio de 2025) se realizó una conversión de 10.0m UDIs equivalente al 8.0% del saldo insoluto de los Certificados Bursátiles de la Serie Convertible, a partir del monto acumulado de los prepagos de principal de los Certificados de la Serie Preferente desde la última conversión (diciembre de 2022). Con ello, la Emisión Preferente presenta un saldo insoluto de 50.3m de UDIS al cierre de junio de 2025, y se estima de 40.8m de UDIS posterior a la fecha de pago de diciembre de 2025, equivalente a aproximadamente P\$353.8m. No se estiman prepagos adicionales y, por lo tanto, conversiones adicionales durante el plazo restante de las Emisiones.

En cuanto a la Emisión Subordinada y de acuerdo con nuestras estimaciones en el escenario base, posterior al pago de intereses y principal objetivo de junio de 2025, desde diciembre de 2025 a diciembre de 2027), la Emisión Subordinada no realizaría pagos del principal programado y capitalizaría una proporción importante de los intereses devengados. A partir del pago de cupón de junio de 2028, en el cual se estima la liquidación anticipada de la Emisión Preferente, se aceleraría la amortización de la Emisión Subordinada. Con base en lo anterior y nuestras estimaciones del escenario base permitiría prepagar la Emisión 06-2U en diciembre de 2030 (cuatro años previo a su fecha de vencimiento legal).

## Desempeño Histórico / Comparativo Observado vs. Proyectado

- **Comportamiento del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA).** Durante 2024, el aforo disminuyó 5.5% anual. Lo anterior a partir de una caída en el aforo de los automóviles de 13.2% y de 7.2% en los autobuses. La caída en la métrica obedece a la desaceleración económica de la zona, así como a un menor turismo. Los camiones aumentaron 3.3% impulsado por un crecimiento de 8.1% en los camiones de cinco y seis ejes. En los primeros nueve meses de 2025 se reportó una disminución de 5.9% compuesto por caídas de 11.5% en automóviles y 18.3% en el aforo de autobuses en comparación con el mismo periodo de 2024. Por su parte, los camiones presentan un crecimiento agregado de 0.5% compuesto por un aumento 5.6% en los camiones de cinco y seis ejes que compensan las disminuciones de 5.5% en camiones unitarios y de 6.4% en los camiones articulados de doble semi-remolque.
- **Comportamiento del Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA).** A partir del comportamiento en el aforo durante 2024, en conjunto con la ausencia de un ajuste tarifario durante el año el IPDA en términos reales se contrajo de 6.9%. En enero de 2025 se realizó un ajuste tarifario en promedio de 5.9%, lo cual en conjunto con un adecuado comportamiento del transporte de carga ha mitigado la disminución en el IPD Real, la cual resulta de -1.3% en comparación con los primeros nueve meses de 2024.
- **Composición Vehicular del TPDA por autopista.** A partir de la reducción en el aforo de automóviles reportado en 2024, los camiones representaron el 50.0% del aforo total del proyecto. A partir del desempeño de los automóviles durante los primeros meses de 2025, se estima el proyecto cuente con una mayoría de cruces de vehículos de carga durante el año con aproximadamente el 52.7% de los cruces anuales, los cruces de autobuses han mantenido la participación a pesar de las disminuciones que han presentado en términos absolutos.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Comportamiento esperado del TPDA e IPDA Real.** En un escenario base y de acuerdo con el comportamiento observado del aforo de enero a septiembre de 2025, se estima una reducción en el TPDA de 6.0% para el cierre de 2025. En línea con lo anterior en conjunto con el ajuste tarifario aplicado en enero de 2025, se estima que el IPDA Real presente



una caída de 0.8%, mitigada por un adecuado crecimiento en los vehículos de carga en el Proyecto. En el largo plazo, en un escenario base, se estima una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2024 a 2033, es decir, durante la vigencia de la Emisión Preferente de 0.3% para el TPDA y de 1.2% para el IPDA Real. En el escenario de estrés de la Emisión Preferente, la  $TMAC_{24-33}$  sería de -10.2% para el TPDA y de 9.4% para el IPDA Real.

- **Comportamiento de la Emisión bajo el escenario base.** Con base en la estimación de aforo e ingresos, así como la actualización del servicio de la deuda estimado para los próximos periodos a partir de la última conversión de Certificados Bursátiles de la Serie Convertible, HR Ratings no espera amortizaciones anticipadas a la Emisión Preferente con recursos excedentes. De acuerdo con los pagos de principal esperados en función de la curva actualizada de amortización objetivo, en el escenario base se estima que la Emisión Preferente sería liquidada en junio de 2028, cinco años y medio antes de su vencimiento legal. Posteriormente, la Emisión Subordinada recibiría la totalidad de los flujos disponibles para el servicio de la deuda y amortizaciones anticipadas, con lo cual sería liquidada en diciembre de 2030, cuatro años antes de su vencimiento legal. Finalmente, la Emisión Convertible no alcanzaría a ser liquidada en su fecha de vencimiento en la cual se estima un saldo insoluto de P\$998.1m (aproximadamente 83.1m de UDIS).
- **Comportamiento de las Emisiones bajo Escenarios de Estrés.** Los escenarios de estrés diferenciados aplicados a la Emisión Preferente y a la Emisión Subordinada resultarían en disminuciones en los ingresos en términos reales de 40.6% y 27.7%, respecto al escenario base. Lo anterior equivale a una  $TMAC_{24-34}$  en los ingresos del proyecto en términos reales de -9.4% bajo el escenario de estrés de la Emisión Preferente y -4.3% bajo el escenario de estrés de la Emisión Subordinada. Dichas reducciones representan la máxima disminución aplicable a los ingresos que aun permitirían la liquidación de cada serie en la fecha de vencimiento legal correspondiente.

## Factores Adicionales Considerados

- **Estructura de deuda de las Emisiones.** Las Emisiones provienen de la reestructura realizada a la emisión original ZONALCB 06U colocada en diciembre de 2006 por un monto de 423.5m de UDIS (P\$1,599.9m). La reestructuración, llevada a cabo en 2012, consistió en la división del saldo insoluto, de manera que el 50.0% (211.7m de UDIS) lo conservó la Emisión Preferente, el 20.0% (84.7m de UDIS) la Emisión Subordinada y el 30.0% (127.0m de UDIS) la Emisión Convertible. La Emisión Preferente tiene como fecha de vencimiento diciembre de 2033; mientras que la Emisión Subordinada y Convertible tienen vencimiento en diciembre de 2034. La fuente de pago de las Emisiones se compone de los ingresos por cuotas de peaje de la Autopista Santa Ana-Altar en el Estado de Sonora, cedidos al Fideicomiso No. F/1486<sup>1</sup>.
- **Servicio de la Deuda.** La Emisión Preferente y la Emisión Subordinada siguen un calendario de amortizaciones objetivo, y devengan intereses semestralmente. Debido a lo anterior y en caso de ser insuficientes los recursos para cubrir en la fecha de pago el porcentaje de principal programado de los Certificados de la Serie Preferente, la cantidad faltante se computará dentro del saldo insoluto y se pagará hasta la última fecha de pago de principal de estos certificados. Una vez que el servicio de la deuda de la Emisión Preferente es cubierto, se fondea el Fondo de Reserva de esta Emisión, el cual tiene un saldo objetivo equivalente al pago de intereses del próximo cupón. Una vez cubierto lo anterior, se pagaría el servicio de la deuda de la Emisión Subordinada. En caso de que existieran recursos excedentes se aplicarían a la amortización anticipada de la Emisión Preferente. Por otro lado, la Emisión Subordinada y la Emisión Convertible tienen

<sup>1</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/1486, cuyo Fiduciario es Banco Inbursa, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Inbursa, División Fiduciaria (Inbursa y/o el Fiduciario).



la posibilidad de capitalizar los intereses devengados que no alcancen a ser cubiertos con los flujos disponibles, y también el capital que no alcance a ser cubierto de estas Emisiones podrá computarse dentro del saldo insoluto de las mismas.

- **Conversión de Títulos.** Cada vez que los prepagos realizados a la Emisión Preferente acumulen el 5.0% de su saldo, el 8.0% de los CEBURS de la Emisión 06-3U serán convertidos a CEBURS de la Emisión Preferente. Si bien en nuestras estimaciones no se esperan futuras conversiones por recursos excedentes, esto se podría presentar por medio de algún prepago voluntario, como el que se realizó en junio 2012. Este prepago activo el mecanismo previamente descrito para la conversión de títulos. En junio de 2025 tendrá lugar la séptima conversión de los CEBURS Convertibles a CEBURS Preferentes. Como resultado de lo anterior, esperamos un mayor servicio de la deuda de la Emisión Preferente, lo cual limitará en los próximos periodos el flujo disponible para el servicio de la deuda de la Emisión Subordinada, aunque seguiría sin comprometer su liquidación anticipada en un escenario base.



Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías utilizadas para el análisis*	Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, enero de 2023.
Calificación anterior	Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024.
Fecha de última acción de calificación	ZONALCB 06U: HR AA+ (E) con Perspectiva Estable ZONALCB 06-2U: HR A+ (E) con Perspectiva Estable ZONALCB 06-3U: HR C- (E) con Perspectiva Estable
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	19 de diciembre de 2024.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Enero de 2012 a octubre de 2025.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Información proporcionada por: <ul style="list-style-type: none"><li>• Concesionaria de Santa Ana Altar, S.A. de C.V.</li><li>• Banco Inbursa S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Inbursa, División Fiduciaria</li><li>• Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.</li></ul>
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)	Calificación vigente de Grupo Nacional Provincial S.A.B., Seguros Atlas, S.A de mxAAA en escala local otorgada por S&P. Calificación vigente de Allianz México, S.A., de AAA en escala local otorgada por AM Best.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y, por lo tanto, ya está reflejado en las calificaciones otorgadas.
	n.a.

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

HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, Emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de Emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o Emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por Emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



[WWW.HRRATINGS.COM](http://WWW.HRRATINGS.COM)



HR RATINGS