

Calificación

ZONALCB 06U HR AA+ (E)
ZONALCB 06-2U HR A+ (E)
ZONALCB 06-3U HR C- (E)

Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings



Fuente: HR Ratings



Fuente: HR Ratings

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 la calificación de la Emisión ZONALCB 06U (la Emisión Preferente) es resultado del comportamiento histórico de la Tasa de Estrés Anualizada (TEA), que presentó un nivel de 5.21%, superior a la estimada en la revisión anterior de 3.07%. Con relación a la Emisión ZONALCB 06-2U (la Emisión Subordinada), el nivel de estrés que la fuente de pago es capaz de soportar corresponde a una TEA de 2.94% (vs. 1.38% en la revisión anterior). La Razón de Cobertura promedio de la Vida de la Deuda resultó de 2.59x para la Emisión Preferente y 1.62x para la Emisión Subordinada. En diciembre de 2022 se realizó una conversión por un monto de 9.5m de UDIs, equivalentes al 8.0% del saldo insoluto e intereses capitalizados de la Emisión ZONALCB 06-3U (la Emisión Convertible). Por otra parte, la calificación de la Emisión Convertible se debe a que el principal no alcanzaría a pagarse en su totalidad en nuestras estimaciones en un escenario base al término de su vigencia. Los principales supuestos y resultados son:

Comparativo Observado vs. Proyectado													
TEA _{pref} Actual: 5.21%		TEA _{sub} Actual: 2.94%		Escenario Base		Escenario de Estrés ²							
TEA _{pref} Anterior: 3.07%		TEA _{sub} Anterior: 1.38%		2021	2022	Crec. Obs. 21-22	Crec. Proy. 21-22 ¹	2023	2033	TMAC ₂₂₋₃₃	2023	2033	TMAC ₂₂₋₃₃
Preferente													
TPDA	4,884	5,218	6.8%	6.4%	5,314	5,656	0.7%	5,195	2,072	-6.9%	5,195	2,072	-6.9%
IPDA Real ³	967,921	976,687	0.9%	3.1%	941,523	995,506	0.2%	920,563	364,641	-7.8%	920,563	364,641	-7.8%
Subordinada													
TPDA	5,314	5,690	0.7%		5,314	5,690	0.7%	5,245	3,073	-3.5%	5,245	3,073	-3.5%
IPDA Real ³	941,523	1,001,479	0.2%		941,523	1,001,479	0.2%	929,505	540,899	-4.4%	929,505	540,899	-4.4%
Fecha de Liquidación ZONALCB 06U / 06-2U													
dic-2027 / dic-2031													
jun-2030 / dic-2034													
Características de las Emisiones													
				ZONALCB 06U			ZONALCB 06-2U			ZONALCB 06-3U			
Monto Emitido ⁵	211.8m UDIs			84.7m UDIs			127.0m UDIs						
Saldo Insoluto	70.2m UDIs (P\$559.3m)			51.5m UDIs (P\$410.3m)			115.6m UDIs (P\$921.6m)						
Valor Nominal Ajustado (VNA) ⁶	21.30			60.77			150.07						
Tasa de Interés	5.4% hasta diciembre de 2031. 5.6% a partir de enero de 2032 hasta el vencimiento.												
Pago de Principal	De acuerdo con el calendario de amortización objetivo.												
Amortizaciones anticipadas	100.0% de los recursos excedentes después de servicio de la deuda de la Emisión Preferente y Subordinada. Los prepagos se aplican a la Emisión Subordinada una vez que sea liquidada la Emisión Preferente y a la Emisión Convertible cuando la Emisión Subordinada que sea liquidada.												

Fuente: HR Ratings con base en información histórica y proyecciones propias.
(1) Crecimiento esperado en el escenario base de la revisión anterior. (2) Bajo crecimiento y baja inflación. (3) Información presentada en miles de pesos a precios de enero de 2023. (4) Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda, por sus siglas en inglés. (5) En la fecha de reestructura se realizó un prepago voluntario con el que los Saldos Insolutos resultaron de 169.7m UDIs (Preferente), 68.2m UDIs (Subordinada), 105.2m UDIs (Convertible). (6) Calculado a partir del número de títulos posterior a la última conversión.

Contactos

Angel Medina
Subdirector de Infraestructura
Analista Responsable
angel.medina@hrratings.com

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

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Crecimiento del aforo y los ingresos reales en los primeros nueve meses del 2023.** En este periodo, se observa un incremento en el aforo 2.4% superior al observado para el mismo periodo de 2022 y se observa una disminución en los ingresos reales de 4.4%, derivado de un ajuste tarifario de 0.44% durante 2023. En específico, se observó un aumento en el aforo de automóviles de 6.6%, mientras que el aforo de camiones se redujo 1.6% y los autobuses aumentaron 1.4%. Los ingresos reales por cobro a camiones y autobuses se incrementaron 3.7% y 13.7%, mientras que los de los automóviles se contrajeron 1.3% respecto a los primeros nueve meses de 2021. El nivel del ajuste tarifario fue inferior a la inflación observada durante 2022 sin embargo, este se dio en línea con las bases de regulación tarifaria establecidas en el Título de Concesión.

- **Prepagos a la Emisión ZONALCB 06U y conversión de títulos.** Durante las últimas dos fechas de pago se realizaron prepagos a la Emisión Preferente por un total de 8.4m de UDIs. En diciembre de 2022 se llevó a cabo la conversión de 9.5m de UDIs a la Emisión Preferente. Con ello la Emisión Preferente presenta un saldo insoluto de 70.2m de UDIs, equivalente en la última fecha de pago a P\$559.3m. Los prepagos realizados a partir del último canje de títulos ascienden a 3.8% del nuevo monto, por lo que no se estima una conversión adicional en el periodo proyectado.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Desempeño esperado del TPDA e IPDA Real.** De acuerdo con el comportamiento del aforo e ingresos observados durante los nueve meses de 2023, HR Ratings estima bajo un escenario base que el TPDA incremente 1.8%, mientras que el ingreso en términos reales presentaría una contracción de 3.6% al cierre de 2022 respecto a 2021. Las proyecciones de largo plazo en el escenario base resultarían en una TMAC₂₂₋₃₄ de 0.7% y 0.2% para el TPDA e IPDA Real, respectivamente.
- **Comportamiento de la Emisión bajo el escenario base.** De acuerdo con los prepagos observados históricamente a la Emisión Preferente en conjunto con la estimación de ingresos mismos que no permitirían prepagos adicionales durante el plazo restante de la Emisión Preferente, esta sería liquidada en diciembre de 2027, seis años antes de su vencimiento legal. Bajo este escenario, cuando sea liquidada la Emisión Preferente, la Emisión Subordinada aplicaría la totalidad de los flujos disponibles para el servicio de la deuda y amortizaciones anticipadas, con lo cual sería liquidada en junio de 2030, 4.5 años antes de su vencimiento legal. La Emisión Convertible no sería liquidada en la fecha de vencimiento y quedaría con un saldo insoluto estimado de P\$839.2m, equivalente a aproximadamente 115.6m de UDIs.
- **Comportamiento de las Emisiones en el Escenario 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 73.6% y 39.8%, respecto al escenario base. Considerando dichas reducciones, aún se alcanzaría la liquidación de ambas emisiones en la respectiva fecha de vencimiento legal.

Factores adicionales considerados

- **Estructura de deuda de las emisiones.** La Emisión Preferente y la Emisión Subordinada siguen un calendario de amortizaciones objetivo. Una vez que el servicio de la deuda de ambas emisiones es cubierto, los recursos excedentes se aplican a la amortización anticipada obligatoria de la Emisión Preferente. La Emisión Subordinada y la Emisión Convertible tienen la posibilidad de capitalizar los intereses devengados que no alcancen a ser cubiertos con los flujos disponibles. Asimismo, cada vez que los prepagos realizados a la Emisión Preferente acumulen el 5.0% del Saldo de la Emisión Preferente, el 8.0% de los Certificados Bursátiles de la Serie Convertible son convertidos a Certificados Bursátiles de la Emisión Preferente. Si bien en nuestras estimaciones no se esperan futuras conversiones, esto se podría presentar, con lo cual se reflejaría mayor servicio de la deuda de la Emisión Preferente y habría un menor flujo disponible para el servicio de la deuda de la Emisión Subordinada.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Reducción de 20.0% en el TPDA durante 2024.** En caso de que el TPDA presente una disminución superior a 20.0% en 2024, se podría llevar a cabo una disminución de la calificación de la Emisión Preferente y de la Emisión Subordinada.

Glosario

Valor Nominal Ajustado:

$$VNA_t = \frac{\text{Saldo Insoluto}_t}{\text{Monto Emitido}}$$

RCSD Primaria promedio durante la Vigencia de la Deuda:

$$RCSD \text{ Primaria promedio} = \frac{\sum_{t=1}^n RCSD \text{ Primaria}_t}{n}$$

Donde: n es el número de meses utilizados para el Análisis

$$\text{Y donde: } RCSD \text{ Primaria} = \frac{\text{Flujo disponible para Servicio de Deuda}}{\text{Servicio de Deuda}}$$

RCSD Secundaria promedio de Corto Plazo (próximos tres años):

$$RCSD \text{ Secundaria promedio} = \frac{\sum_{t=i}^{i+2} RCSD \text{ Secundaria}_t}{3}$$

Donde: i es el primer año de proyección

$$\text{Y donde: } RCSD \text{ Secundaria} = \frac{\text{Flujo disponible para Servicio de Deuda} + \text{FDSD}}{\text{Servicio de Deuda}}$$

TEA: Tasa de Estrés Anualizada:

$$TEA = \left| \left(\frac{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Estrés}_t}{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Base}_t} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right| = \left| \left(\frac{\text{Ingreso Real Acumulado Estrés}}{\text{Ingreso Real Acumulado Base}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right|$$

Donde n es el número de meses utilizados para el análisis.



Credit
Rating
Agency

ZONALCB 06U
ZONALCB 06-2U
ZONALCB 06-3U
Certificados Bursátiles Fiduciarios

HR AA+ (E)
HR A+ (E)
HR C- (E)
Infraestructura
20 de diciembre de 2023

HR Ratings Contactos 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

Director General

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

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

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

FP Estructuradas / Infraestructura

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

FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Corporativos / ABS

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@hrratings.com

Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545
luisa.adame@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

José González +52 55 8647 3810
jose.gonzalez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765
veronica.cordero@hrratings.com

Luis Miranda +52 52 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746
carmen.oyoque@hrratings.com

Operaciones

Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769
odette.rivas@hrratings.com



**Credit
Rating
Agency**

**ZONALCB 06U
ZONALCB 06-2U
ZONALCB 06-3U
Certificados Bursátiles Fiduciarios**

**HR AA+ (E)
HR A+ (E)
HR C- (E)**

**Infraestructura
20 de diciembre de 2023**

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel. +52 (55) 15 00 31 30
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (786) 464 0500

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

**Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, enero de 2023.
Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023.**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/methodology/>

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	ZONALCB 06U: HR AA+ (E) Perspectiva Estable ZONALCB 06-2U: HR A+ (E) Perspectiva Estable ZONALCB 06-3U: HR C- (E) Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	17 de noviembre de 2022
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Febrero de 2007 – Septiembre de 2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Concesionaria Santa Ana Altar, S.A. de C.V. Banco Inbursa S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Inbursa, División Fiduciaria Bolsa Mexicana de Valores.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación vigente de Grupo Nacional Provincial S.A.B. de aaa.MX en escala local otorgada por AM Best. Calificación vigente de Allianz México, S.A., Compañía de Seguros de aaa.MX en escala local otorgada por AM Best.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto ya está reflejado en las calificaciones otorgadas.

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, (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 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, 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, 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).