

AQUACB 24X  
HR AAA (E)  
Perspectiva  
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas  
26 de septiembre de 2025

Agosto 2024

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Septiembre 2024

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Septiembre 2025

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable



Natalia Sales

[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)

Subdirectora de Finanzas Públicas  
Estructuradas  
Analista Responsable



Diego Paz

[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)

Analista Senior



Roberto Balline

[roberto.balline@hrratings.com](mailto:roberto.balline@hrratings.com)

Director Ejecutivo Senior de Finanzas  
Públicas Estructuradas e Infraestructura

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los Certificados Bursátiles Fiduciarios identificados bajo la clave pizarra AQUACB 24X

La ratificación de la calificación para la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra AQUACB 24X (la Emisión, la Estructura y/o los CEBURs Fiduciarios), emitidos por un monto total de P\$6,600.0 millones (m), es resultado del comportamiento esperado de los ingresos afectados al Fideicomiso Proyecto<sup>1</sup>, los cuales resultarían en una DSCR<sup>2</sup> primaria promedio ponderada<sup>3</sup> de 2025 a 2029 de 5.8 veces (x) y una DSCR secundaria promedio ponderada al incorporar el Fondo de Reserva disponible de 6.4x durante dicho periodo (vs. 5.0x y 5.6x en el análisis anterior). Asimismo, al considerar la deuda vigente de Servicios de Agua y Drenaje de Monterrey<sup>4</sup> se obtuvo una razón de Años de Pago de 2025 a 2029 de 1.2 en promedio en un escenario base (vs. 1.6 en el análisis anterior).

La diferencia en las métricas que determinaron la calificación de la Estructura se debe a una mejora en las estimaciones de HR Ratings respecto a la Fuente de Pago de la Emisión en el largo plazo. Cabe mencionar que los CEBURs Fiduciarios se pagarán con los recursos derivados de los Certificados de Avance de Obra (CAO's) al amparo del Contrato de Obra. A su vez, el pago de los CAO's se encuentra respaldado por los recursos afectados en favor del Fideicomiso Proyecto, los cuales se componen del 32.9% de los Ingresos Propios<sup>5</sup> de SADM (Fuente Primaria de Pago) y del 45.0%<sup>6</sup> del Impuesto Sobre Nómina (ISN) del Estado de Nuevo León (Fuente Secundaria de Pago). En específico, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC)

<sup>1</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 3486-7 (Fideicomiso Proyecto) cuyo fiduciario es Bansí, S.A., Institución de Banca Múltiple (Bansí y/o Fiduciario del Fideicomiso Proyecto).

<sup>2</sup> Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (*Debt Service Coverage Ratio*, DSCR, por sus siglas en inglés).

<sup>3</sup> Ponderación del escenario base y el de estrés.

<sup>4</sup> Servicios de Agua y Drenaje de Monterrey (el Organismo y/o SADM).

<sup>5</sup> Los Ingresos Propios como fuente de pago corresponden a los siguientes conceptos: (i) servicios de agua, (ii) servicios de drenaje, (iii) obras de infraestructura y (iv) conexiones y reparaciones.

<sup>6</sup> Para el análisis se consideró como Fuente Secundaria de Pago el 35.0% de los recursos del ISN, esto con base en el Título de Colocación de la Emisión.



de 2024 a 2032 de la Fuente Primaria de Pago en un escenario base sería de 6.3% (vs. 3.4% estimada en la revisión anterior); mientras que la TMAC<sub>24-32</sub> de la Fuente Secundaria de Pago sería de 5.8% (vs. 5.9% estimada en la revisión anterior).

Un aspecto importante es que la calificación de la Emisión considera la calificación crediticia vigente del Organismo debido a la relación que existe entre las actividades operativas y la generación de ingresos. La calificación vigente del Organismo es de HR AA- con Perspectiva Estable, revisada por HR Ratings el 12 de noviembre de 2024.

## Principales Elementos Considerados

- **Características de la Emisión.** Los CEBURs Fiduciarios con clave de pizarra AQUACB 24X se colocaron el 4 de septiembre de 2024 por un monto total de P\$6,600.0m a una tasa de interés fija de 10.74%. La vigencia de esta Emisión sería de 8 años, con un vencimiento previsto en septiembre de 2032. La Estructura devenga intereses semestralmente en marzo y septiembre, y el pago de principal sería cubierto a través de 16 amortizaciones semestrales con una curva de amortización definida.
- **Fideicomiso Emisor.** La colocación de los CEBURs Fiduciarios se realizó a través del Fideicomiso No. F/5570<sup>7</sup>, celebrado el 28 de agosto de 2024 entre Invex como fiduciario y Acueducto Cuchillo 2, S de R.L. de C.V. (AC2) como fideicomitente. El Fideicomiso Emisor tiene como fin que las cantidades adeudadas al amparo de los CEBURs Fiduciarios sean pagadas con los recursos que formen parte de su patrimonio.
- **Fideicomiso Proyecto.** El 6 de octubre de 2022, SADM y Bansí celebraron y constituyeron el Fideicomiso Proyecto con el fin de servir como vehículo de pago de las obligaciones bajo el Contrato de Obra<sup>8</sup> para la construcción de la infraestructura operativa del Acueducto Cuchillo II. Como se mencionó previamente, el Fideicomiso Proyecto tiene afectado a su favor ambas fuentes de pago (Ingresos Propios de SADM e ISN del Estado de Nuevo León).
- **Fondo de Reserva.** El Fideicomiso Proyecto cuenta con un Fondo de Reserva equivalente a cuatro meses de pago de los CAO's. Dicho fondo está compuesto, por un lado, por el Fondo de Reserva SADM, el cual tiene un saldo objetivo equivalente a los siguientes tres meses de pago y, por otro lado, está el Fondo de Reserva ISN, el cual tiene un saldo objetivo equivalente al mes inmediato siguiente de pago.
- **DSCR primaria y secundaria.** Durante la vigencia de la Emisión (2025 a 2032), se esperaría que la DSCR primaria promedio del Fideicomiso Proyecto sea de 6.5x en un escenario base y de 5.6x en un escenario de estrés; mientras que la DSCR secundaria, la cual considera el fondo de reserva, se estima que sea de 7.2x en un escenario base y de 6.2x en un escenario de estrés.
- **Años de Pago.** Para la vigencia de la Emisión se esperaría que la razón de Años de Pago fuera en promedio de 0.8 en un escenario base y de 1.0 en un escenario de estrés. Lo anterior considera la deuda de largo plazo vigente del Organismo, la cual está compuesta por siete financiamientos bancarios<sup>9</sup>.
- **Inscripción Adicional de Financiamientos en el Fideicomiso Proyecto.** De acuerdo con el Contrato del Fideicomiso Proyecto, no se encuentran afectados ni se afectarán al pago de otras obligaciones de SADM ni de terceros los Ingresos Propios de SADM dentro del Fideicomiso Proyecto durante la vigencia de las obligaciones de pago derivadas de los CAO's.

<sup>7</sup> Fideicomiso Irrevocable No. F/5570 (Fideicomiso Emisor), cuyo fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Invex o el Fiduciario Emisor o el Emisor).

<sup>8</sup> Contrato de Obra Pública a precio alzado con pagos a plazos preestablecidos celebrado el 18 de octubre de 2022.

<sup>9</sup> Actualmente el Organismo cuenta con los siguientes siete financiamientos de largo plazo: 1) Banorte por P\$1,035.0m, 2) Banobras por P\$2,000.0m, 3) Banobras por P\$1,250.0m, 4) BBVA por P\$550.0m, 5) BBVA por P\$400.0m, 6) Banorte por P\$250.0m, y 7) Banorte por P\$50.0m.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Factores Adicionales Considerados

- **Eventos de Retención y Prepago.** En caso de que, en cualquier fecha de pago, la DSCR primaria del Fideicomiso Proyecto (considerando ambas fuentes de pago) se encuentre por debajo de 3.0x, se podría activar un evento de retención parcial, que implicaría que el 30.0% de los recursos disponibles<sup>10</sup> en la cuenta general del Fideicomiso Emisor se apliquen al prepago de la deuda. En caso de que se encuentre por debajo de 2.0x, esto podría llevar a un evento de retención total, lo cual implicaría que el 100% de los recursos disponibles en la cuenta general se apliquen al prepago de la deuda. De igual manera, en caso de que la DSCR del Fideicomiso Emisor se encuentre por debajo de 1.1x se activaría un evento de retención total<sup>11</sup>.
- **Destino de los Recursos.** Los recursos que se obtuvieron de la colocación de los CEBURs Fiduciarios fueron utilizados para pagar los saldos insolutos y demás cantidades adeudadas conforme a los financiamientos existentes<sup>12</sup>, gastos de la Emisión y para fondear la cuenta de reserva de gastos de mantenimiento y la cuenta de gastos de administración.
- **Financiamiento Hídrico Sostenible.** El Marco de Financiamiento Sostenible de la Emisión está alineado a los Principios de Financiamiento Sostenible (ICMA<sup>13</sup>, LMA<sup>14</sup>, APLMA<sup>15</sup> y LSTA<sup>16</sup>). Las categorías elegibles a las que se alinea el proyecto del Acueducto Cuchillo II son las siguientes: Gestión Sostenible del Agua y de las Aguas Residuales (categoría verde) y Acceso a Infraestructura Básica (categoría social). Lo anterior en línea con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) número 6 y 10 (Agua Limpia y Saneamiento y Reducción de las Desigualdades).

## Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Disminución en la calificación del Organismo.** Al ser una Estructura catalogada como dependiente y de acuerdo con la metodología aplicable, en caso de presentarse un deterioro que afecte la calidad crediticia y operacional del Organismo y su calificación baje hasta un nivel igual o inferior a HR A-, la calificación de la Emisión podría ajustarse a la baja. La calificación vigente de la contraparte de largo plazo de SADM es HR AA- con Perspectiva Estable cuya última acción de calificación fue realizada por HR Ratings el 12 de noviembre de 2024.
- **Desempeño de la DSCR primaria y secundaria.** Si el nivel promedio de la DSCR primaria semestral del Fideicomiso Proyecto durante los siguientes doce meses, de agosto de 2025 a julio de 2026, en un escenario base fuera inferior a 1.8x y si la DSCR secundaria fuera inferior a 2.3x, la calificación de la Emisión podría revisarse a la baja. Actualmente esperamos una DSCR primaria del Fideicomiso Proyecto de 5.5x y una DSCR secundaria de 6.1x en un escenario de estrés para dicho periodo.

<sup>10</sup> Los recursos disponibles en la Cuenta General del Fideicomiso Emisor después de haber cubierto lo siguiente: 1) IVA, 2) Saldo requerido de la Cuenta de Reserva de Gastos de Mantenimiento, 3) Servicio de la deuda de los CEBURs Fiduciarios y 4) Gastos de Mantenimiento Extraordinarios de la Emisión.

<sup>11</sup> Al ocurrir un Evento de Retención (parcial o total), el periodo de retención iniciará de manera automática. Asimismo, al subsanarse el Evento de Retención respectivo, concluirá el periodo de retención.

<sup>12</sup> Crédito con Banorte celebrado en enero de 2023 con saldo a pagar de P\$4,472.5m y con Multiva celebrado en marzo de 2023 con un saldo de P\$1,590.8m.

<sup>13</sup> International Capital Market Association.

<sup>14</sup> Loan Market Association.

<sup>15</sup> Asia Pacific Loan Market Association.

<sup>16</sup> Loan Syndications and Trading Association.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**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 de Organismos Operadores de Agua, agosto de 2021.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	27 de septiembre de 2024.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a agosto de 2025.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Agente Estructurador, el Organismo, el Estado de Nuevo León y 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.
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/](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, (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](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



HR RATINGS