

AQUACB 24X
HR AAA (E)
Perspectiva
Estable

Finanzas Públicas Estructuradas
29 de septiembre de 2026

2024

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2025

HR AAA (E)
Perspectiva Estable

2026

HR AAA (E)
Perspectiva Estable



Diego Paz

diego.paz@hrratings.com

Asociado

Analista Responsable



Natalia Sales

natalia.sales@hrratings.com

Directora Asociada de Finanzas

Públicas Estructuradas e Infraestructura



Roberto Ballinez

roberto.ballinez@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 de las métricas obtenidas en los escenarios Base y de Estrés. Dichas métricas corresponden a: 1) DSCR¹ Primaria, 2) DSCR Secundaria², que incorpora el saldo del Fondo de Reserva (FR) al ingreso afectado, y 3) Razón de Años de Pago³. La determinación de las tres métricas se basa en el promedio ponderado⁴ de los datos observados y de las estimaciones anuales para el periodo comprendido entre 2025 y 2029. El cálculo de estos indicadores considera exclusivamente los ingresos afectados al Fideicomiso Proyecto⁵ destinados como fuente de pago de la deuda.

Cabe mencionar que los CEBURs Fiduciarios se pagarán con los recursos derivados de los Certificados de Avance de Obra (Certificados de Avance y/o CAOs) al amparo del Contrato de Obra. A su vez, el pago de los CAOs se encuentra respaldado por los recursos afectados en favor del Fideicomiso Proyecto, los cuales se componen del 32.9% de los Ingresos Propios⁶ de

¹ Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Primaria (*Debt Service Coverage Ratio*, por sus siglas en inglés). Este indicador mide cuántas veces el ingreso afectado cubre el Servicio de la Deuda (SD, capital más intereses ordinarios) durante los Últimos Doce Meses (UDM). Bajo la presente metodología, este indicador tiene una ponderación del 35.0% sobre las métricas que determinan la calificación.

² DSCR Secundaria. Este indicador mide cuántas veces el ingreso afectado, más el FR disponible, cubre el SD durante los UDM. Bajo la presente metodología, este indicador tiene una ponderación del 25.0% sobre las métricas que determinan la calificación.

³ Razón de Años de Pago. Este indicador mide cuántos años tomaría al ingreso afectado de los UDM pagar el saldo insoluto de toda la deuda de largo plazo vigente del Organismo Operador de Agua (OOA), utilizando el FR para descontar dicho saldo insoluto. Bajo la presente metodología, este indicador tiene una ponderación del 40.0% sobre las métricas que determinan la calificación.

⁴ Ponderación conjunta de las métricas obtenidas en el Escenario Base y el de mayor Estrés.

⁵ 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).

⁶ 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.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Servicios de Agua y Drenaje de Monterrey (el Organismo y/o SADM) (Fuente Primaria de Pago) y del 35.0% del Impuesto Sobre Nómina (ISN) del Estado de Nuevo León (el Estado y/o Nuevo León) (Fuente Secundaria de Pago).

En esta revisión, se obtuvo una DSCR Primaria de 5.9 veces (x) y una DSCR Secundaria de 6.3x durante el periodo comprendido entre 2025 y 2029 (vs. 5.8x y 6.4x, respectivamente, obtenidos en el análisis anterior). Asimismo, al considerar la deuda vigente de SADM⁷, se obtuvo una Razón de Años de Pago de 2.2, respecto al 1.2 del análisis anterior. La diferencia observada en las métricas se debe a: i) nuevas estimaciones de HR Ratings sobre la fuente de pago de los CAOs; ii) modificaciones a los documentos legales de la Emisión; y iii) la incorporación de nueva deuda y el refinanciamiento de los créditos del Organismo realizada a inicios de 2026.

Un aspecto importante es que la calificación de la Emisión considera la calificación crediticia vigente de SADM debido a la relación que existe entre las actividades operativas y la generación de ingresos que fungirán como fuente de pago. En ese sentido, la calificación vigente del Organismo es de HR AA- con Perspectiva Estable, revisada por HR Ratings el 29 de septiembre de 2026.

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. Considerando el pago realizado a inicios de septiembre de 2026, la Emisión ha amortizado en cuatro fechas de pago, un total de P\$1,118.4m.
- **Fideicomiso Emisor.** La colocación de los CEBURs Fiduciarios se realizó a través del Fideicomiso No. F/5570⁸, celebrado el 28 de agosto de 2024 entre Invex como Fiduciario Emisor, Acueducto Cuchillo 2 como Fideicomitente y Monex como Representante Común de los Tenedores de los Certificados Bursátiles. 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 Obra⁹ para la construcción de la infraestructura operativa del proyecto 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).
- **Primer Convenio Modificadorio sobre el Fideicomiso Emisor.** El 20 de marzo de 2026 se celebró el Primer Convenio Modificadorio sobre el Fideicomiso Emisor, mediante el cual se acordó reducir el saldo objetivo del Fondo de Reserva

⁷ La deuda vigente estructurada de largo plazo de SADM se compone de los quince CAOs, cuyo saldo insoluto hasta septiembre de 2026 asciende a P\$8,721.9m más IVA, y de los ocho créditos bancarios que mantiene vigente.

⁸ Fideicomiso Irrevocable No. F/5570 (Fideicomiso Emisor), cuyo Fiduciario es Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Invex y/o el Fiduciario Emisor y/o el Emisor), Acueducto Cuchillo 2, S. de R.L. de C.V. funge como Fideicomitente (AC2 y/o Fideicomitente del Fideicomiso Emisor), y Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero, como Representante Común de los Tenedores de los Certificados Bursátiles (Monex y/o Representante Común).

⁹ Contrato de Obra Pública a precio alzado con pagos a plazos preestablecidos celebrado el 18 de octubre de 2022.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

SADM a un monto equivalente al mes inmediato siguiente de pago de los CAOs¹⁰. Con base en lo anterior, la Emisión cuenta con un FR equivalente a dos meses de pago de los CAOs: un mes que proviene del Fondo de Reserva SADM, y el otro mes que proviene del Fondo de Reserva ISN.

- **DSCR Primaria.** 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 5.8x en un Escenario de Estrés.
- **DSCR Secundaria.** La disminución del Fondo de Reserva SADM tuvo un ligero impacto sobre la DSCR Secundaria anual de la Emisión, debido a que, al ser un promedio de las métricas semestrales, el cálculo de HR Ratings pondera seis meses acumulados de los Ingresos afectos al Fideicomiso Proyecto por cada cupón, frente a solo un mes del Fondo de Reserva SADM y un mes del Fondo de Reserva ISN; esto diluye el peso relativo de la reducción de los recursos del FR dentro del cálculo. Estos recursos representan, en promedio, solo el 2.4% del total de los recursos¹¹ que, en la fecha de pago, se ponderan dentro de la métrica. Bajo estas condiciones, HR Ratings estima que durante la vigencia de la Emisión (2025 a 2032) la métrica tendría un valor de 6.9x en el Escenario Base y de 6.2x en el Escenario de Estrés.
- **Razón de Años de Pago.** Para la vigencia de la Emisión se esperaría que la razón de Años de Pago fuera en promedio de 1.7 en un Escenario Base y de 1.9 en un Escenario de Estrés.
- **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 CAOs.

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 disponibles¹² 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 100.0% de los recursos disponibles en la cuenta general se apliquen al prepago de la deuda. De igual manera, en caso de que la DSCR primaria del Fideicomiso Emisor se encuentre por debajo de 1.1x se activaría un Evento De Retención Total¹³.
- **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 existentes¹⁴, 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 (ICMA¹⁵, LMA¹⁶, APLMA¹⁷ y LSTA¹⁸). Las categorías elegibles a las que se alinea el proyecto

¹⁰ Previo al Convenio Modificatorio, el Fondo de Reserva SADM tenía un saldo objetivo equivalente a los siguientes tres meses de pago. Este saldo se ajustó a partir de diciembre de 2025 debido a que, a inicios de dicho mes, se recibió la autorización en la Asamblea de Tenedores para que, durante doce meses, el fondo mantuviera un saldo equivalente al monto que finalmente se fijó en el Convenio Modificatorio.

¹¹ El total de los recursos que, en caso de ser necesario, se pueden destinar como fuente de pago de la Emisión son los Ingresos del Fideicomiso Proyecto (Ingresos Propios de SADM e ISN del Estado de Nuevo León), el Fondo de Reserva SADM y el Fondo de Reserva ISN.

¹² 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.

¹³ 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.

¹⁴ 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.

¹⁵ International Capital Market Association.

¹⁶ Loan Market Association.

¹⁷ Asia Pacific Loan Market Association.

¹⁸ Loan Syndications and Trading Association.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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, revisada por HR Ratings el 29 de septiembre de 2026.
- **Desempeño de la DSCR Primaria y Secundaria.** En caso de que el nivel promedio ponderado de la DSCR Primaria fuera igual o inferior a 2.4x, y el de la DSCR Secundaria fuera igual o inferior a 2.6x, la calificación de la Emisión podría revisarse a la baja.



@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 Evaluación de Deuda Quirografaria y Flujos Futuros Dependientes, Organismos Operadores de Agua, agosto de 2021.
Calificación anterior	HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	26 de septiembre de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2020 a septiembre de 2026.
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/

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

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

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

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS