# Estado de Campeche

## Crédito Bancario Estructurado

**Santander P. de Campeche**
**P$800.0m**
**HR AAA (E)**
**Perspectiva Estable**

Infraestructura
22 de junio de 2026

| 2024 | 2025 | 2026 |
|---|---|---|
| **HR AAA (E)** | **HR AAA (E)** | **HR AAA (E)** |
| Perspectiva Estable | Perspectiva Estable | Perspectiva Estable |




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



**Efraín Cárdenas**
efrain.cardenas@hrratings.com
Analista Sr.



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


## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para el Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Campeche con Banco Santander, por un monto de P$800.0m

La ratificación de la calificación del Crédito Bancario Estructurado (CBE) contratado por el Estado de Campeche con Banco Santander[1] por un monto de P$800.0m se basa en las métricas financieras de la estructura. El resultado de la Tasa de Estrés Anualizada (TEA) es de 4.92% (vs. 4.49% en la revisión anterior). El promedio de la Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) estimado durante el plazo restante de la deuda alcanza un nivel de 4.24 veces (x), mientras que la DSCR secundaria anual (al incorporar el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda) estimada durante los próximos tres años resulta de 4.16x (vs. 3.86x y 3.42x en la revisión anterior). Estas métricas solo consideran el ingreso generado por el cobro de cuotas de peaje del Nuevo Puente La Unidad.

El incremento en el resultado de las métricas respecto a la revisión anterior se debe a un crecimiento de 8.5% en los ingresos nominales durante los últimos doce meses (UDM), finalizados en abril de 2026, en comparación con el mismo periodo previo. Durante los UDM, el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) tuvo un nivel de 4,738 cruces, lo cual es 3.9% inferior al TPDA de los doce meses finalizados en abril de 2025. Sin embargo, el deterioro en el aforo fue compensado por la regularización en los ajustes de las tarifas, con un incremento equivalente a 15.2% en agosto de 2025. Como factor adicional, al considerar únicamente la fuente de pago subsidiaria del Crédito, misma que corresponde al 4.0% del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Campeche, se obtuvo una DSCR primaria promedio durante el plazo restante de la deuda de 4.41x.

[1] Banco Santander México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México (Santander).

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Comportamiento del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) e Ingreso Promedio Anual (IPDA) Real en 2025 y los primeros cuatro meses de 2026.** En 2025, el TPDA registró una contracción de 7.0% respecto a 2024, impulsada por disminuciones en todas las clasificaciones vehiculares, destacando caídas de 15.1% en camiones articulados con un remolque (CA1), 7.4% en camiones unitarios (CU), 6.3% en autobuses, 5.3% en camiones articulados con dos remolques (CA2) y 5.0% en automóviles. Con ello, el IPDA Real en 2025 se contrajo 7.2%. Durante los primeros cuatro meses de 2026, el aforo continuó decreciendo al disminuir 3.0% respecto al mismo periodo de 2025, debido principalmente a disminuciones de 5.6% en automóviles y 10.6% en autobuses, aunque los vehículos de carga presentaron un crecimiento de 3.6%. A pesar del menor tráfico, los ingresos reales crecieron 14.9% en el primer cuatrimestre de 2026 en comparación con el mismo periodo de 2025, como resultado de un ajuste tarifario aplicado en agosto de 2025 en una magnitud de 15.2%. Este incremento fue consecuencia de un rezago en los ajustes inflacionarios de los últimos tres años en los que no se habían ajustado las tarifas. En términos de los últimos doce meses (mayo de 2025 a abril de 2026), el TPDA alcanzó 4,738 cruces diarios en promedio, 3.6% superior al estimado por HR Ratings en la revisión anterior, aunque 3.9% inferior a los doce meses finalizados en abril de 2025. Por su parte, los ingresos nominales fueron 5.3% superiores a las estimaciones de la revisión anterior y crecieron 8.5% respecto a los doce meses previos, reflejando que los incrementos tarifarios compensaron un menor dinamismo en el tráfico.
- **Comportamiento del FGP del Estado de Campeche.** En 2025, el 4.0% del FGP de Campeche fue equivalente a un monto de P$333.1m. Con dicho monto, la Cobertura Promedio del Servicio de la Deuda durante 2025 fue de 3.70x. Asimismo, en los primeros cuatro meses de 2026, el monto equivalente al 4.0% del FGP del Estado fue de P$91.1m, lo cual resulta en una Cobertura Promedio del Servicio de la Deuda de 3.53x durante dicho periodo.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Comportamiento estimado del TPDA e IPDA Real.** Debido a la contracción del aforo durante los primeros cuatro meses de 2026 de 3.0% con respecto al mismo periodo de 2025, se espera que el resto de 2026 tenga una disminución en el TPDA de 3.0%, conformado por reducciones de 3.3% en el TPDA de automóviles, de 1.4% en el TPDA de camiones y de 11.2% en el TPDA de autobuses (en un escenario base). Por su parte, se estima un incremento del IPDA Real de 7.7% para 2026 debido a los ajustes tarifarios aplicados en agosto de 2025 y mayo de 2026. A partir de 2027 se asume un crecimiento conservador en el aforo, inferior a la expectativa de crecimiento de la economía nacional. Con ello, en el escenario base, la $TMAC_{25\text{-}37}$ del TPDA resulta de 1.6%, y de 2.6% para el IPDA Real; y en el escenario de estrés, la $TMAC_{25\text{-}37}$ del TPDA resulta de -7.3% y de -6.4% para el IPDA Real.
- **Comportamiento del Crédito en un escenario base.** En el escenario base, el flujo disponible para el Servicio de la Deuda (considerando sólo el cobro de cuotas de peaje del Nuevo Puente La Unidad) sería suficiente para cubrir el principal programado y los intereses devengados, sin hacer uso del Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda (FRSD) ni de la fuente de pago subsidiaria (FGP). El flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 4.24x el Servicio de Deuda mensual, en promedio, durante el resto de la vigencia del crédito. El saldo insoluto del crédito observado en abril de 2026 es de P$692.5 millones (m) y la fecha de vencimiento es en mayo de 2037.

- **Comportamiento del Crédito en un escenario de estrés.** El escenario de estrés considera la máxima reducción que el tráfico y, consecuentemente, los ingresos podrían experimentar sin activar un evento de incumplimiento de acuerdo con la documentación legal de la Estructura. La reducción asumida en el aforo y, por tanto, en los ingresos permitiría cumplir con las obligaciones de pago del Servicio de Deuda hasta septiembre de 2034. Posteriormente, se tendría que recurrir al FRSD por un monto de P$104.7m para liquidar el Crédito en la fecha de vencimiento (mayo de 2037). En este escenario, el flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 2.12x el Servicio de Deuda mensual, en promedio, durante el plazo restante del Crédito. De la misma forma, no se considera el uso de la fuente de pago subsidiaria.

## Factores adicionales considerados

- **Fuente de Pago Subsidiaria.** El Financiamiento está respaldado por el 4.0% del FGP del Estado de Campeche. En caso de que la fuente primaria de pago, correspondiente a los ingresos por cobro de cuotas de peaje del Nuevo Puente La Unidad fuese insuficiente para cubrir las obligaciones del pago del Crédito y los gastos del Fideicomiso No. 0205 (Fideicomiso del Financiamiento) se puede recurrir a los recursos del FGP. HR Ratings no considera los recursos de la fuente de pago subsidiaria en el análisis de los escenarios; sin embargo, considera que tal característica brinda fortaleza adicional a la Estructura.
- **Contrato de Cobertura de Tasa (CAP).** Con base en el Contrato de Crédito, el Estado tiene la obligación de contratar un CAP que cubra al menos 30.0% del saldo insoluto del Financiamiento hasta su vigencia. Actualmente, la entidad cuenta con una cobertura tipo CAP que cubre el 30.0% del saldo insoluto del financiamiento, la cual tiene un strike de 11.5% con vencimiento noviembre de 2026. La cobertura está contratada con Banco Santander, que cuenta con una calificación otorgada, por otra agencia calificadora, equivalente a HR AAA en escala local.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro en el Activo.** Deficiencias en el mantenimiento del Nuevo Puente La Unidad podría afectar el aforo vehicular y podría implicar un requerimiento de recursos adicionales, lo cual se podría ver reflejado en una menor generación de ingresos y, en consecuencia, en una baja de la calificación.

## Resultado Observado vs. Proyectado

Esta sección presenta una comparación y análisis entre las estimaciones realizadas en la revisión anterior para las variables más relevantes de la estructura en un escenario base y en un escenario de estrés, para el periodo comprendido entre mayo de 2025 y abril de 2026, y los datos efectivamente observados en dicho periodo.

### TPDA e Ingresos Nominales

El TPDA en los últimos doce meses (UDM), de mayo de 2025 a abril de 2026, tuvo un nivel de 4,738 cruces, lo cual es 3.6% superior a lo estimado en el escenario base de la revisión anterior y mostró un decremento de 3.9% con respecto al periodo de mayo de 2024 a abril de 2025. Por su parte, los ingresos nominales de los UDM fueron 5.3% superiores a los estimados en el escenario base de la revisión anterior y tuvieron un crecimiento de 8.5% respecto a los últimos doce meses finalizados en abril de 2025. La diferencia del comportamiento de los ingresos nominales en relación el TPDA se debe a la aplicación del ajuste tarifario en agosto de 2025 de 15.2%. La última actualización de tarifas se había realizado en enero de 2022, con lo que el ajuste aplicado en agosto de 2025 permite mantener el valor real de las tarifas y el equilibrio económico de la Concesión.

### Gastos

Los gastos de Mantenimiento y Operación reportados en el Fideicomiso No. 3089 durante 2025 fueron por un monto total de P$50.4m, lo cual se encuentra en línea con los P$49.3m estimados en la revisión anterior. Los gastos de Mantenimiento y Operación incluyen erogaciones por concepto de seguros por P$1.8m, pagos conforme a instrucciones del Comité Técnico de la Cuenta de Construcción de la Caseta por P$0.5m y pagos conforme a instrucciones del Comité Técnico de la Cuenta de Conservación y Mantenimiento por P$48.1m.

### Servicio de Deuda

En las fechas de pago mensuales correspondientes en los UDM, de mayo de 2025 a abril de 2026, el Crédito amortizó P$21.7m de acuerdo con el principal programado, mientras que el pago de intereses en el mismo periodo ascendió a P$60.3m, monto 3.9% inferior al esperado en el escenario base de la revisión anterior. Esto, debido a disminuciones en la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días ($TIIE_{28}$) observadas antes de lo estimado por HR Ratings en la revisión anterior.

***Figura 1. Comparativo Observado vs. Proyectado***

| | Observado | Estimado Base | Estimado Estrés |
|---|---|---|---|
| TPDA[1] | 4,738 | 4,572 | 4,087 |
| Ingresos[1] | P$356.2m | P$338.3m | P$301.6m |
| Gastos de Operación y Mantenimiento[2] | P$50.4m | P$49.3m | P$49.3m |
| Pago de intereses[1] | P$60.3m | P$62.1m | P$59.4m |
| Pago de principal[1] | P$21.7m | P$21.7m | P$21.7m |

(1) UDM (Últimos Doce Meses) (periodo de mayo de 2025 a abril de 2026). El Escenario de Estrés corresponde a un Escenario de Bajo Crecimiento y Baja Inflación.
(2) Gastos de Operación y Mantenimiento reportados en el Fideicomiso No. 3089 durante el periodo de enero a diciembre de 2025.
Información presentada en millones de pesos.
Fuente: HR Ratings con base en información histórica y proyecciones propias.

## Comportamiento del Fideicomiso No. 3089

De acuerdo con lo establecido en la documentación legal, la finalidad del Crédito fue el financiamiento parcial de la construcción del Nuevo Puente La Unidad, que concluyó en junio de 2019. El uso de los recursos se hizo a través de la Cuenta de Aplicaciones del Financiamiento. El saldo de esta cuenta en junio de 2019 fue de P$197.9m, mientras que, en abril de 2026, el saldo de la cuenta es de P$1.7m.

La Cuenta General presenta un saldo al cierre de abril de 2026 de P$1.9m. Durante los últimos doce meses comprendidos de mayo de 2025 a abril de 2026, la Cuenta General percibió ingresos por derecho de cobro de peaje por P$356.2m, mientras que realizó traspasos a los fondos del fideicomiso por un monto de P$364.0m durante el mismo periodo. Por otro lado, el Fondo de Reserva de Conservación cuenta con un saldo objetivo equivalente al 3.0% del valor ajustado de la inversión (P$1,298.8m). El Fondo de Reserva de Conservación no ha tenido salidas de recursos, por lo que en abril de 2026 cuenta con un saldo de P$63.8m, en línea con el saldo objetivo. En noviembre de 2022 se constituyó la Cuenta de Trabajos de Conservación y Mantenimiento con una aportación de P$37.8. Durante 2025, la cuenta recibió aportaciones por un monto de P$3.6m y realizó erogaciones conforme a instrucciones del Comité Técnico por P$48.1m. Al cierre de abril de 2026, la cuenta presentó un saldo de P$14.2m. Por su parte, en el mismo periodo, la Cuenta de Ramo 28 mostró un saldo de P$74.2m.

Debido a la finalización de la construcción del Nuevo Puente en junio de 2019, las Cuentas del Fideicomiso No. 3089 (el Fideicomiso del Proyecto), que fueron constituidas para el financiamiento de la construcción presentaron un saldo nulo en abril de 2026. De igual manera, debido a que las transferencias de los recursos remanentes se realizan de forma mensual, la Cuenta de Remanentes presenta un saldo nulo al cierre de abril de 2026. En relación con el Fideicomiso No. 0205 (el Fideicomiso de Fuente de Pago del Crédito), al cierre de abril de 2026, el Fondo de Reserva del Crédito cuenta con un saldo de P$23.4m, el cual cumple con el saldo objetivo del fondo, que es equivalente a 2.0x el Servicio de la Deuda de la siguiente fecha de pago, cuya periodicidad es mensual.

*Figura 2. Saldos de las Cuentas del Fideicomiso No. 3089*

| | dic.-23 | jun.-24 | dic.-24 | jun.-25 | dic.-25 | abr.-26 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Cuenta General | 21.6 | 4.8 | 9.5 | 5.9 | 8.1 | 1.9 |
| Cuenta Aplicaciones de Financiamiento | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| Cuenta Seguros | 3.4 | 4.3 | 4.0 | 5.3 | 4.5 | 7.0 |
| Cuenta Ramo 28 | 60.8 | 64.0 | 67.4 | 70.3 | 72.8 | 74.2 |
| Fondo de Reserva de Conservación | 52.2 | 55.0 | 57.9 | 60.4 | 62.6 | 63.8 |
| Fondo de Reserva para Defensa de Bienes Patrimonio de la Nación | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| Cuenta Trabajos de Conservación y Mantenimiento | 39.6 | 12.4 | 55.8 | 31.2 | 14.0 | 14.2 |
| Cuenta Finiquitos y Ajustes de Obra | 9.9 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Cuenta Remanentes | - | - | - | - | - | - |
| **Saldo Final** | **190.3** | **143.6** | **197.6** | **176.3** | **165.1** | **164.5** |

Fuente: HR Ratings con información del Fiduciario.
Información presentada en millones de pesos.

## Tráfico e Ingresos

En esta sección se analiza el comportamiento histórico del tráfico y de los ingresos reales del antiguo y del Nuevo Puente La Unidad desde 2015 hasta abril de 2026. Los derechos de cobro del Puente constituyen la fuente de pago primaria del Crédito.

El Puente La Unidad inició su operación en 1982, por lo que, al tener más de 30 años de operación, se determinó que el costo de futuras reparaciones sería equivalente a la construcción de un nuevo puente. Debido a esto, la Secretaría de Comunicaciones y Transportes Federal (SCT) otorgó dos Concesiones al Estado de Campeche. La primera Concesión se otorgó en 2005 para Operar, Explotar y Conservar el antiguo Puente por 20 años; mientras que la segunda Concesión se otorgó en 2016 para Construir, Operar, Explotar y Conservar el Nuevo Puente La Unidad por 30 años. El Nuevo Puente La Unidad comenzó operaciones el 10 de junio de 2019, con lo cual finalizaron las operaciones del Puente anterior.

Asimismo, durante 2016, se realizaron obras de reforzamiento de la estructura en el anterior Puente La Unidad, lo que restringió el cruce de camiones de carga con peso mayor a 30 toneladas durante el periodo de octubre de 2016 a junio de 2018, fecha en que finalizaron las obras. En línea con lo anterior, el TPD de camiones de carga para los primeros doce meses de restricción, de octubre de 2016 a septiembre de 2017, presentó una disminución de 30.1% con respecto al mismo periodo previo.

Por otra parte, la Concesión de 2005, estableció un Programa para los residentes de Ciudad del Carmen, permitiéndoles pagar 50.0% de la tarifa regular, y en 2016 se les permitió la exención de pago al determinarse que el Puente es la única vía de comunicación entre Ciudad del Carmen y la localidad de Isla Aguada. La Concesión de 2016 permitió continuar dicho Programa y en enero de 2018 entró en vigor un nuevo acuerdo que redujo los requerimientos para acceder a dicho Programa.

### Tráfico

La Figura 3 muestra el comportamiento histórico del TPDA y el IPDA en términos nominales y en términos reales. A partir de su primer año completo de operación, el Nuevo Puente presenta una Tasa Media Anual de Crecimiento ($TMAC_{20-25}$) de 8.9% para el TPDA y de 7.2% para el IPDA en términos reales. Por otro lado, la $TMAC_{15-25}$ para el TPDA es de 1.2% y de 2.4% para el IPDA Real. Lo anterior, derivado del Programa para residentes, que ocasionó un aumento en el número vehículos exentos,

así como por las restricciones en el tráfico de vehículos pesados implementadas durante dos periodos, de octubre de 2016 a junio de 2018, y de febrero a junio de 2019.

El 10 de junio de 2019 comenzó la operación del Nuevo Puente. Sin embargo, de febrero a junio de 2019, se implementaron restricciones a la circulación de camiones con peso superior a 30 toneladas en el antiguo Puente, debido a que este contaba con problemas estructurales, lo anterior llevó a que, en 2019, el TPDA total presentara una contracción de 8.4%. Por lo que, 2020 es el primer año de operación del Nuevo Puente que permite una adecuada circulación para los camiones, lo cual permitió que este tipo de vehículos alcanzaran un TPDA de 946 cruces en dicho año. A pesar de la contingencia sanitaria, este comportamiento se debió a que los vehículos de carga fueron necesarios para cubrir servicios esenciales durante la pandemia. Posteriormente, en 2021, con una mayor apertura de actividades económicas, el TPDA total mostró un crecimiento de 42.0% respecto a 2020.

Durante 2024 se reportó un crecimiento del TPDA de 1.9%, lo cual se compone de un incremento de 3.3% en los automóviles y de 5.0% en los autobuses, contrarrestado por una caída de 0.9% en camiones. Por otro lado, en 2025 hubo una caída de 7.0% en el TPDA en comparación con el 2024. Dicha contracción se compone de variaciones de -5.0% en automóviles, -7.4% en camiones unitarios (CU), -15.1% en camiones articulados con un remolque (CA1), -5.3% en camiones articulados con dos remolques (CA2) y -6.3% en autobuses; sin considerar vehículos exentos y eludidos. Finalmente, durante el primer cuatrimestre de 2026, el aforo presentó una caída de 3.0%, la cual estuvo compuesta por decrementos de 5.6% en automóviles y de 10.6% en autobuses, con un crecimiento de 3.6% en vehículos de carga (-4.1% en CU, +6.2% en CA1 y +8.8% en CA2).

## Tarifas

El Título de Concesión establece que las tarifas se ajustarán anualmente en enero de cada año calendario durante la vigencia de la Concesión, en la misma proporción en que hubiere incrementado el INPC durante el año inmediato anterior. En agosto de 2025 y mayo de 2026 se realizaron ajustes tarifarios en promedio por clasificación vehicular de 15.2% y 4.8%, respectivamente. La última actualización de tarifas se había realizado en enero de 2022, con lo que el ajuste aplicado en agosto de 2025 permite mantener el valor real de las tarifas y el equilibrio económico de la Concesión.

## Ingresos

A partir de la entrada en operación del Nuevo Puente en conjunto con la eliminación de las restricciones vehiculares, las variaciones en el aforo descritas anteriormente y la aplicación del ajuste tarifario en agosto de 2025, los ingresos han presentado incrementos importantes a partir de 2020, a pesar de la contingencia sanitaria. La $TMAC_{20\text{-}25}$ es de 7.2% en el IPDA Real y de 13.1% en el IPDA Nominal.

El IPDA Real en 2022 y 2023 tuvo crecimientos de 13.7% y 4.7%, seguido de una desaceleración en los años subsecuentes, con un decremento de 4.2% en 2024 y 7.2% en 2025. Por su parte, durante los primeros cuatro meses de 2026, los ingresos en términos reales resultan 14.9% superiores con respecto al mismo periodo de 2025, derivado de los ajustes tarifarios. Dicho crecimiento en los ingresos reales se conforma por incrementos en automóviles de 7.2%, de 9.3% en CU, de 21.5% en CA1, y de 24.5% en CA2.

***Figura 3. TPDA e IPDA Histórico***

| Año | TPDA | | IPDA Real[1] | | IPDA Nominal[2] | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Var % | | Var % | | Var % |
| 2015 | 4,237 | 5.8% | 733,905 | 8.5% | 448,058 | 11.4% |
| 2016 | 4,047 | -4.5% | 716,169 | -2.4% | 449,085 | 0.2% |
| 2017 | 3,698 | -8.6% | 597,155 | -16.6% | 397,615 | -11.5% |
| 2018 | 3,499 | -5.4% | 627,515 | 5.1% | 438,374 | 10.3% |
| 2019 | 3,205 | -8.4% | 590,686 | -5.9% | 427,969 | -2.4% |
| 2020 | 3,127 | -2.4% | 660,797 | 11.9% | 495,122 | 15.7% |
| 2021 | 4,439 | 42.0% | 882,118 | 33.5% | 698,586 | 41.1% |
| 2022 | 4,844 | 9.1% | 1,003,202 | 13.7% | 856,463 | 22.6% |
| 2023 | 5,047 | 4.2% | 1,050,633 | 4.7% | 945,867 | 10.4% |
| 2024 | 5,143 | 1.9% | 1,006,607 | -4.2% | 948,264 | 0.3% |
| 2025 | 4,785 | -7.0% | 933,826 | -7.2% | 914,699 | -3.5% |
| **$TMAC_{15-25}$** | **1.2%** | | **2.4%** | | **7.4%** | |
| **$TMAC_{20-25}$** | **8.9%** | | **7.2%** | | **13.1%** | |

Fuente: HR Ratings con información del Estado de Campeche.

(1) Información presentada a precios de enero de 2026.

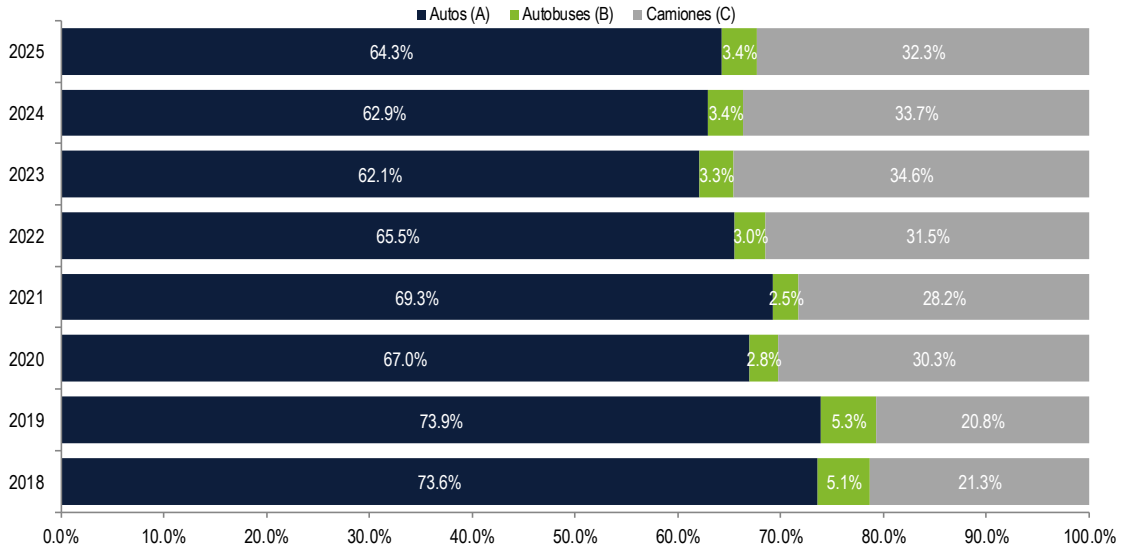
(2) Información presentada en pesos.

## Composición de la Mezcla Vehicular

La Figura 4 presenta la composición por tipo de vehículo de 2018 a 2025. La composición del aforo ha sido predominantemente representada por automóviles con un promedio de 65.2% de los cruces anuales durante los últimos seis años, mientras que los CU, CA1 y CA2 en el mismo periodo han representado el 9.7%, 15.1% y 7.0% del tráfico total respectivamente. Es importante destacar el movimiento de la participación de los camiones en el aforo total a partir de las restricciones en el tráfico de vehículos pesados implementadas en dos periodos, de octubre de 2016 a junio de 2018, y de febrero a junio de 2019, debido a daños estructurales del antiguo Puente.

Durante 2025, la participación de los automóviles en el aforo total fue de 64.3%, mientras que la participación de los camiones y autobuses fue de 32.3% y 3.4% respectivamente. Cabe destacar que la participación de los camiones en los últimos tres años ha sido la máxima históricamente. Lo anterior corresponde a un incremento en el aforo de vehículos de carga principalmente para la transportación de material de construcción debido al desarrollo de proyectos de infraestructura en la región como el Tren Maya y la remodelación de los Puertos de Ciudad del Carmen y de Seybaplaya.

*Figura 4. Composición Anual del Tráfico Total*



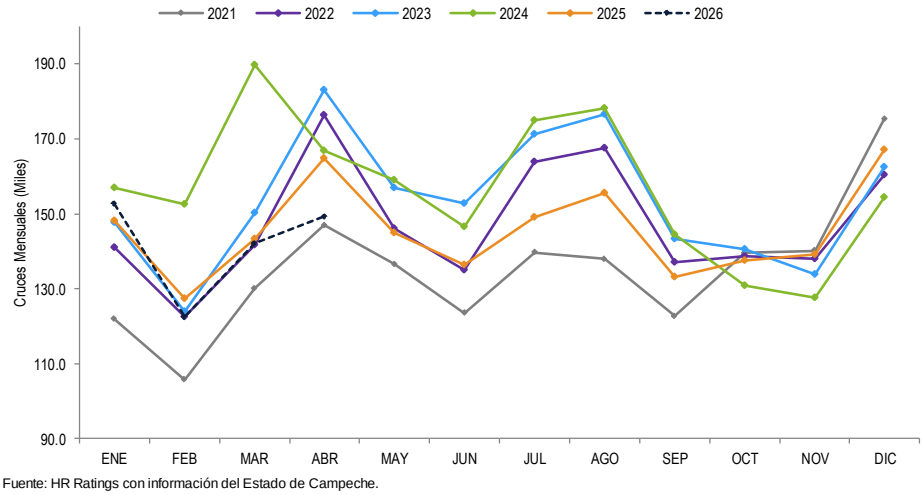

Fuente: HR Ratings con información del Estado de Campeche.

## Estacionalidad

La Figura 5 presenta el comportamiento del aforo mensual para el periodo comprendido de enero de 2019 a abril de 2026. Se observa que, en todos los años, el comportamiento del tráfico muestra una tendencia alcista en periodos vacacionales, correspondientes a los meses de abril, julio y diciembre.

En relación con el comportamiento reciente del tráfico, se observa que, a partir del último trimestre de 2024, el crecimiento del tráfico comenzó a desacelerarse, tendencia que se mantuvo durante los primeros nueve meses de 2025. Posteriormente, a partir del último trimestre de 2025, lo niveles de tráfico mostraron una recuperación. No obstante, durante los primeros cuatro meses de 2026, el tráfico se ubicó por debajo de los niveles observados en los mismos meses de 2025, con excepción de enero.

*Figura 5. Comportamiento Mensual del Tráfico Total*




Fuente: HR Ratings con información del Estado de Campeche.

## Comportamiento del FGP del Estado de Campeche

El Crédito considera como fuente de pago subsidiaria el 5.26% del Fondo General de Participaciones (FGP), excluyendo la parte correspondiente a municipios, o 4.0% si se considera lo que corresponde a municipios. Con base en las estimaciones de HR Ratings, se espera que el Estado de Campeche reciba en 2026, por concepto de FGP, un total de P$6,929.4m (a pesos de 2026), implicando un decremento en términos reales de 20.8% con respecto a 2025.

En 2025, el 4.0% del FGP de Campeche fue equivalente a un monto de P$333.1m. Con dicho monto, la Cobertura Promedio del Servicio de la Deuda durante 2025 fue de 3.70x. Asimismo, en los primeros cuatro meses de 2026, el monto equivalente al 4.0% del FGP del Estado fue de P$91.1m, lo cual resulta en una Cobertura Promedio del Servicio de la Deuda de 3.53x durante dicho periodo.

La estimación de los recursos de FGP se realiza a partir de las proyecciones del Ramo 28 Nacional y del Ramo 28 del Estado de Campeche. De 2021 a 2025, la proporción del Ramo 28 del Estado con respecto al Ramo 28 Nacional pasó de 0.84% a 0.85%. Por otra parte, la TMAC del Ramo 28 del Estado en dicho periodo fue de 2.7%, mientras que la del Ramo 28 Nacional fue de 6.8%.

En los últimos cinco años, el Ramo 28 del Estado ha presentado mayor volatilidad que el Ramo 28 Nacional, con mayores contracciones, en 2021 de -4.2% en comparación con +1.2% del Ramo 28 Nacional, en 2022 de -7.7% en comparación con un incremento de 7.5% del Ramo 28 Nacional, en 2023 de 17.4% con respecto a un crecimiento de 3.3% del Ramo 28 Nacional, en 2024 de -9.0% en comparación con un aumento de 9.1% del Ramo 28 Nacional, y en 2025 un incremento de 12.9% vs. un aumento de 7.8% del Ramo Nacional.

Por otra parte, de 2021 a 2022, el FGP estatal pasó de representar el 0.84% al 0.66% del FGP nacional. Esto fue resultado de una disminución del Producto Interno Bruto Estatal (PIBE) entre 2019 y 2020 de 26.5% (vs. la disminución de 5.5% en promedio de los estados a nivel nacional). Cabe mencionar que el Estado de Campeche fue la entidad federativa que experimentó la mayor contracción económica, lo cual afectó su recepción del FGP. Posteriormente, entre 2022 y 2025, la proporción del FGP Estatal respecto al FGP Nacional se incrementó de 0.66% a 0.85%.

La variación en 2025 de la proporción que representa el FGP Estatal del Nacional se debe a la recomposición de los coeficientes[2] de distribución del FGP del Estado, siendo el C1 el que mayor volatilidad ha mostrado y el que mayor ponderación tiene sobre la fórmula de distribución con un 60%. En 2025, el C1 mostró un incremento de 13pb con respecto a 2024, debido al incremento del Producto Interno Bruto Estatal (PIBE) de 2023 dentro de la fórmula de distribución del FGP. La Figura 6 muestra los movimientos anteriormente mencionados.

[2] Los tres coeficientes consideran la población de la entidad; y algunas otras variables. El C1 considera los datos del PIB Estatal de los últimos dos años publicados por el INEGI; el C2 considera el promedio de los crecimientos anuales de la recaudación local de impuestos y derechos de los últimos tres años, y, el C3 considera los datos nominales de la recaudación de impuestos y derechos locales reportada en la última cuenta pública oficial.

*Figura 6. Proporción Histórica y Coeficientes del FGP del Estado de Campeche*

| Año | *Proporción* [1] | *C1* | *C2* | *C3* |
|---|---|---|---|---|
| **2021** | 0.84% | 0.80% | 0.72% | 0.11% |
| **2022** | 0.66% | 0.57% | 0.72% | 0.11% |
| **2023** | 0.81% | 0.69% | 0.72% | 0.11% |
| **2024** | 0.74% | 0.68% | 0.73% | 0.11% |
| **2025** | 0.85% | 0.81% | 0.73% | 0.11% |

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.
Los datos de cada coeficiente corresponden a su promedio anual.
(1) Proporción del FGP Estatal con respecto al FGP Nacional.

## Análisis de Escenarios

En esta sección se analiza el comportamiento del Crédito bajo dos escenarios, uno base y uno de estrés. El escenario base considera datos históricos de aforo e ingresos para estimar el comportamiento que HR Ratings considera con mayor probabilidad de ocurrencia, y se utilizan las estimaciones macroeconómicas internas. Por otra parte, el escenario de estrés considera la máxima reducción que el tráfico y, consecuentemente, los ingresos podrían experimentar sin activar un evento de incumplimiento de acuerdo con la documentación legal de la Estructura. El escenario de estrés está elaborado bajo condiciones macroeconómicas de bajo crecimiento económico y baja inflación.

En cuanto a los ingresos, a partir de 2027 y hasta la vigencia del Crédito, se consideran ajustes tarifarios en enero de cada año por la inflación reportada en el año inmediato anterior. Adicionalmente, cabe mencionar que, dado que el Nuevo Puente es operado por el Estado de Campeche, no se considera la aplicación del Impuesto Sobre la Renta (ISR) sobre las utilidades provenientes de la operación del Nuevo Puente.

En cuanto a los gastos de operación y mantenimiento, las proyecciones se realizan con base en las erogaciones realizadas históricamente. Para 2026 se considera un monto de total de P$52.3m para de operación, mantenimiento y conservación. A partir de 2027 hasta el vencimiento del Crédito, las erogaciones de los gastos de operación y mantenimiento se actualizan con la inflación estimada.

La Figura 7 muestra el TPDA e IPDA Real de 2025, junto con las proyecciones para ambos escenarios. Debido a la contracción del aforo durante los primeros cuatro meses de 2026 de 3.0% con respecto al mismo periodo de 2025, se espera que el resto de 2026 tenga una disminución en el TPDA de 3.0%, conformado por reducciones de 3.3% en el TPDA de automóviles, de 1.4% en el TPDA de camiones y de 11.2% en el TPDA de autobuses (en un escenario base). Por su parte, se estima un incremento del IPDA Real de 7.7% para 2026 debido a los ajustes tarifarios aplicados en agosto de 2025 y mayo de 2026. A partir de 2027 se asume un crecimiento conservador en el aforo, inferior a la expectativa de crecimiento de la economía nacional. Con ello, en el escenario base, la $TMAC_{25\text{-}37}$ del TPDA resulta de 1.6%, y de 2.6% para el IPDA Real; y en el escenario de estrés, la $TMAC_{25\text{-}37}$ del TPDA resulta de -7.3% y de -6.4% para el IPDA Real.

*Figura 7. TPDA e IPDA Real en los escenarios Base y Estrés*

| Año | TPDA | | | | IPDA Real [1] | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Base | Var % | Estrés | Var % | Base | Var % | Estrés | Var % |
| 2025 | 4,785 | -7.0% | 4,785 | -7.0% | 933,826 | -7.2% | 933,826 | -7.2% |
| 2026 | 4,644 | -3.0% | 4,222 | -11.8% | 1,005,417 | 7.7% | 944,338 | 1.1% |
| 2027 | 4,734 | 1.9% | 3,932 | -6.9% | 1,039,134 | 3.4% | 863,057 | -8.6% |
| 2028 | 4,822 | 1.9% | 3,658 | -6.9% | 1,058,513 | 1.9% | 803,075 | -6.9% |
| 2029 | 4,914 | 1.9% | 3,406 | -6.9% | 1,078,682 | 1.9% | 747,586 | -6.9% |
| 2030 | 5,002 | 1.8% | 3,142 | -7.7% | 1,098,079 | 1.8% | 689,753 | -7.7% |
| 2031 | 5,111 | 2.2% | 2,934 | -6.6% | 1,121,934 | 2.2% | 644,043 | -6.6% |
| 2032 | 5,214 | 2.0% | 2,756 | -6.1% | 1,144,638 | 2.0% | 604,880 | -6.1% |
| 2033 | 5,330 | 2.2% | 2,592 | -5.9% | 1,169,962 | 2.2% | 569,043 | -5.9% |
| 2034 | 5,442 | 2.1% | 2,418 | -6.7% | 1,194,687 | 2.1% | 530,829 | -6.7% |
| 2035 | 5,555 | 2.1% | 2,239 | -7.4% | 1,219,444 | 2.1% | 491,541 | -7.4% |
| 2036 | 5,668 | 2.0% | 2,070 | -7.6% | 1,244,198 | 2.0% | 454,305 | -7.6% |
| 2037 | 5,781 | 2.0% | 1,929 | -6.8% | 1,268,950 | 2.0% | 423,367 | -6.8% |
| **$TMAC_{25-37}$** | **1.6%** | | **-7.3%** | | **2.6%** | | **-6.4%** | |

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por el Estado de Campeche y estimaciones propias.
(1) Información presentada a precios de enero de 2026.

## Escenario Base

La Figura 8 muestra el comportamiento estimado de los flujos del Fideicomiso No. 3089 (Fideicomiso Proyecto) y del Fideicomiso No. 0205 (Fideicomiso de Fuente de Pago del Crédito) en el escenario base. A partir del inicio de operación del Nuevo Puente, los derechos de cobro de peaje, afectados al Fideicomiso No. 3089, corresponden a la fuente de pago primaria del Crédito.

La prelación de pagos del Fideicomiso No. 3089 indica que una vez recibidos ingresos por derecho de cobro, estos se destinan a cubrir gastos de operación, administración, mantenimiento y conservación del Nuevo Puente. Posteriormente, los recursos se van al Fondo de Reserva de Conservación y Mantenimiento, sólo si el saldo del Fondo se encuentra por debajo del 3.0% del valor ajustado de inversión. Enseguida, se transfieren las cantidades requeridas al Fideicomiso No. 0205 para el pago de Servicio de Deuda mensual, gastos de mantenimiento del Fideicomiso No. 0205, gastos de coberturas de tasa tipo CAP y para conservar el saldo objetivo del Fondo de Reserva del Servicio de Deuda. Una vez cubiertos los conceptos anteriores, el Fideicomiso libera remanentes al Estado. Cabe mencionar que los ingresos provenientes del 4.0% afectado como fuente subsidiaria del Crédito, son transferidos al Fideicomiso No. 0205 y, posteriormente, liberados a favor del Estado vía Remanentes.

***Figura 8. Comportamiento de los Flujos de los Fideicomisos en el Escenario Base***

| | Fideicomiso No. 3089 | | | | | | Fideicomiso No. 0205 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año[1] | Ingresos Fiso No. 3089 | Gastos O&M[2] | Gastos Conservación | Fondo Reserva de Conservación | Transferencia a Fiso. No. 0205 | Remanentes Fiso. No. 3089 | Ingresos Fiso No. 0205 | FGP del Estado de Campeche[3] | Gastos de Mtto. Fiso. No. 0205 | Reposición / (Liberación) Reserva del Crédito | Intereses | Principal | Remanentes Fiso. No. 0205[4] |
| 2026 | 245.7 | 19.7 | 33.8 | 0.0 | 42.1 | 150.0 | 42.1 | 186.1 | 0.8 | -10.4 | 35.2 | 16.5 | 186.1 |
| 2027 | 394.4 | 21.2 | 35.1 | 37.5 | 78.1 | 222.6 | 78.1 | 318.9 | 1.3 | 0.1 | 48.6 | 28.2 | 318.9 |
| 2028 | 417.8 | 22.0 | 36.3 | 36.3 | 80.8 | 242.4 | 80.8 | 339.4 | 1.3 | 0.4 | 46.2 | 32.9 | 339.4 |
| 2029 | 440.3 | 22.8 | 37.5 | 37.5 | 83.8 | 258.7 | 83.8 | 361.1 | 1.4 | 0.5 | 43.5 | 38.4 | 361.1 |
| 2030 | 464.8 | 23.7 | 38.7 | 38.7 | 87.3 | 276.3 | 87.3 | 383.9 | 1.4 | 0.6 | 40.5 | 44.8 | 383.9 |
| 2031 | 492.5 | 24.7 | 39.9 | 39.9 | 91.5 | 296.5 | 91.5 | 408.1 | 1.5 | 0.7 | 37.0 | 52.3 | 408.1 |
| 2032 | 522.5 | 25.6 | 41.1 | 41.1 | 96.4 | 318.2 | 96.4 | 434.0 | 1.5 | 0.8 | 33.0 | 61.1 | 434.0 |
| 2033 | 552.3 | 26.6 | 42.3 | 42.3 | 102.0 | 339.0 | 102.0 | 461.6 | 1.6 | 1.0 | 28.1 | 71.4 | 461.6 |
| 2034 | 584.9 | 27.7 | 43.6 | 43.6 | 108.6 | 361.5 | 108.6 | 491.0 | 1.6 | 1.1 | 22.5 | 83.3 | 491.0 |
| 2035 | 619.1 | 28.8 | 44.8 | 44.8 | 116.3 | 384.5 | 116.3 | 522.2 | 1.7 | 1.3 | 16.0 | 97.3 | 522.2 |
| 2036 | 656.9 | 29.9 | 46.0 | 46.0 | 125.3 | 409.7 | 125.3 | 555.4 | 1.7 | 1.5 | 8.4 | 113.6 | 555.4 |
| 2037 | 293.1 | 13.0 | 19.7 | 19.7 | 33.4 | 207.4 | 33.4 | 268.1 | 0.8 | -21.1 | 1.0 | 52.8 | 268.1 |

Información presentada en millones de pesos.

De acuerdo con el Contrato de Fiso No. 0205, este recibe Ingresos del Fiso No. 3089 únicamente por las cantidades necesarias para cumplir con sus obligaciones de pago: Servicio de Deuda, Gastos de Mantenimiento del Fiso No. 0205, Gastos de Mantenimiento de las Coberturas y para el Fondo de Reserva del Servicio de Deuda.

(1) 2026 sólo cosidera los meses de mayo a diciembre y 2037 considera los meses de enero a mayo.

(2) Incluye la contraprestación a la SCT de 0.5% de los ingresos.

(3) Es el 4.0% del Fondo General de Participaciones del Estado de Campeche.

(4) Los Remanentes corresponden a las Cuotas de Peaje. El Modelo asume que los recursos del FGP son entregados al Estado como Remanentes.

La Figura 9 muestra el comportamiento del Crédito en el escenario base. El flujo disponible generado por el cobro de las cuotas de peaje sería suficiente en todos los años para cubrir los intereses y el principal, sin tener que recurrir al FRSD ni al porcentaje afectado de las Participaciones del Estado. El flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 4.24x el Servicio de Deuda, en promedio, durante el resto de la vigencia del Crédito. Históricamente se ha observado que únicamente se transfieren al Fideicomiso No. 0205 los recursos para pagar el Servicio de Deuda, gastos de mantenimiento de este Fideicomiso, gastos de mantenimiento de las coberturas y para el Fondo de Reserva del Servicio de Deuda, liberando recursos remanentes. En línea con lo anterior, al considerar sólo los flujos disponibles del Fideicomiso No. 0205, se estima una DSCR promedio de 1.01x durante el resto de la vigencia del Crédito; y una DSCR promedio de 4.41x, considerando solo el porcentaje de FGP afectado al pago del Crédito durante el plazo restante del Crédito.

Actualmente, el Crédito cuenta una cobertura de tasa de interés (CAP), la cual tiene un strike de 11.5% y vence en noviembre de 2026, contratado con Santander. La cobertura cubre el 30.0% del saldo insoluto del Crédito. Santander cuenta con una calificación vigente equivalente a HR AAA en escala local, otorgada por otra agencia calificadora. Se estima que la $TIIE_{28}$ tenga un nivel inferior al strike de cobertura hasta el vencimiento de la cobertura.

### *Figura 9. Comportamiento del Crédito en el Escenario Base considerando solo el Ingreso por Peaje*

| | | Intereses | | | Amortización | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año[1] | Saldo Inicial | Devengados | Pagados con Flujo | Pagados con FRSD | Programada | Pagada con Flujo | Pagada con FRSD | Saldo Final | DSCR Primaria Promedio Estimada |
| 2026 | 692.5 | 35.2 | 35.2 | 0.0 | 16.5 | 16.5 | 0.0 | 676.0 | 4.02x |
| 2027 | 676.0 | 48.6 | 48.6 | 0.0 | 28.2 | 28.2 | 0.0 | 647.8 | 3.90x |
| 2028 | 647.8 | 46.2 | 46.2 | 0.0 | 32.9 | 32.9 | 0.0 | 615.0 | 4.06x |
| 2029 | 615.0 | 43.5 | 43.5 | 0.0 | 38.4 | 38.4 | 0.0 | 576.6 | 4.16x |
| 2030 | 576.6 | 40.5 | 40.5 | 0.0 | 44.8 | 44.8 | 0.0 | 531.8 | 4.24x |
| 2031 | 531.8 | 37.0 | 37.0 | 0.0 | 52.3 | 52.3 | 0.0 | 479.4 | 4.32x |
| 2032 | 479.4 | 33.0 | 33.0 | 0.0 | 61.1 | 61.1 | 0.0 | 418.3 | 4.38x |
| 2033 | 418.3 | 28.1 | 28.1 | 0.0 | 71.4 | 71.4 | 0.0 | 347.0 | 4.41x |
| 2034 | 347.0 | 22.5 | 22.5 | 0.0 | 83.3 | 83.3 | 0.0 | 263.6 | 4.41x |
| 2035 | 263.6 | 16.0 | 16.0 | 0.0 | 97.3 | 97.3 | 0.0 | 166.4 | 4.39x |
| 2036 | 166.4 | 8.4 | 8.4 | 0.0 | 113.6 | 113.6 | 0.0 | 52.8 | 4.36x |
| 2037 | 52.8 | 1.0 | 1.0 | 0.0 | 52.8 | 52.8 | 0.0 | 0.0 | 4.86x |

Información presentada en millones de pesos.

(1) 2026 sólo considera los meses de abril a diciembre y 2037 considera los meses de enero a mayo.

## Escenario de Estrés

La Figura 10 muestra el comportamiento estimado de los flujos del Fideicomiso No. 3089 y del Fideicomiso No. 0205 en el escenario de estrés, el cual contempla la máxima reducción del aforo y, por lo tanto, de los ingresos antes de caer en incumplimiento del pago del Crédito. En el escenario de estrés, el flujo disponible para el Servicio de Deuda equivaldría a 2.12x el Servicio de la Deuda, en promedio, durante el resto de la vigencia del Crédito (4.24x en un escenario base). Esto considerando los ingresos generados por el cobro de peaje. Asimismo, se estima una DSCR promedio de 3.63x, considerando solo el porcentaje de FGP afectado al pago del Crédito durante el plazo restante del Crédito (4.41x en un escenario base).

### *Figura 10. Comportamiento de los Flujos de los Fideicomisos en el Escenario de Estrés*

| | Fideicomiso No. 3089 | | | | | | Fideicomiso No. 0205 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año[1] | Ingresos Fiso No. 3089 | Gastos O&M[2] | Gastos Conservación | Fondo Reserva de Conservación | Transferencia a Fiso. No. 0205 | Remanentes Fiso. No. 3089 | Ingresos Fiso No. 0205 | FGP del Estado de Campeche[3] | Gastos de Mtto. Fiso. No. 0205 | Reposición / (Liberación) Reserva del Crédito | Intereses | Principal | Remanentes Fiso. No. 0205[4] |
| 2026 | 223.3 | 19.6 | 33.8 | 0.0 | 40.1 | 129.9 | 40.1 | 186.1 | 0.8 | -11.0 | 33.8 | 16.5 | 186.1 |
| 2027 | 326.7 | 20.7 | 35.0 | 37.4 | 73.8 | 159.8 | 73.8 | 292.9 | 1.3 | -0.2 | 44.6 | 28.2 | 292.9 |
| 2028 | 314.9 | 21.3 | 36.1 | 36.1 | 75.9 | 145.6 | 75.9 | 294.2 | 1.3 | 0.5 | 41.2 | 32.9 | 294.2 |
| 2029 | 302.0 | 21.8 | 37.2 | 37.2 | 79.1 | 126.7 | 79.1 | 305.6 | 1.3 | 0.6 | 38.8 | 38.4 | 305.6 |
| 2030 | 287.8 | 22.4 | 38.2 | 38.2 | 83.0 | 105.9 | 83.0 | 317.3 | 1.4 | 0.7 | 36.1 | 44.8 | 317.3 |
| 2031 | 277.6 | 23.1 | 39.3 | 39.3 | 87.5 | 88.3 | 87.5 | 325.5 | 1.4 | 0.8 | 33.0 | 52.3 | 325.5 |
| 2032 | 270.0 | 23.8 | 40.4 | 40.4 | 92.9 | 72.6 | 92.9 | 323.2 | 1.5 | 0.9 | 29.4 | 61.1 | 323.2 |
| 2033 | 261.7 | 24.5 | 41.5 | 41.5 | 99.0 | 55.3 | 99.0 | 334.7 | 1.5 | 1.1 | 25.1 | 71.4 | 334.7 |
| 2034 | 252.2 | 25.2 | 42.5 | 42.5 | 106.2 | 35.7 | 106.2 | 337.9 | 1.6 | 1.2 | 20.1 | 83.3 | 337.9 |
| 2035 | 241.2 | 25.9 | 43.6 | 43.6 | 113.4 | 14.7 | 113.4 | 354.5 | 1.6 | 7.3 | 14.3 | 97.3 | 354.5 |
| 2036 | 230.9 | 26.7 | 44.7 | 44.7 | 114.9 | 0.0 | 114.9 | 371.8 | 1.7 | 48.5 | 7.5 | 113.6 | 371.8 |
| 2037 | 93.8 | 11.5 | 19.1 | 19.1 | 44.2 | 0.0 | 44.2 | 167.7 | 0.7 | 32.6 | 0.9 | 52.8 | 167.7 |

Información presentada en millones de pesos.

De acuerdo con el Contrato de Fiso No. 0205, este recibe Ingresos del Fiso No. 3089 únicamente por las cantidades necesarias para cumplir con sus obligaciones de pago: Servicio de Deuda, Gastos de Mantenimiento del Fiso No. 0205, Gastos de Mantenimiento de las Coberturas y para el Fondo de Reserva del Servicio de Deuda.

(1) 2026 sólo cosidera los meses de mayo a diciembre y 2037 considera los meses de enero a mayo.

(2) Incluye la contraprestación a la SCT de 0.5% de los ingresos.

(3) Es el 4.0% del Fondo General de Participaciones del Estado de Campeche.

(4) Los Remanentes corresponden a las Cuotas de Peaje. El Modelo asume que los recursos del FGP son entregados al Estado como Remanentes.

La Figura 11 muestra el comportamiento del Crédito en el escenario de estrés. Con respecto al Fideicomiso No. 0205, la asignación de recursos al FRSD se hace previo al pago de principal e intereses. Los pagos de Servicio de Deuda serían debidamente cubiertos con los flujos disponibles procedente de los derechos de cobro hasta agosto de 2035. En los periodos posteriores, debido a la reducción estimada en el aforo y los ingresos, sería necesario el uso del Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda por un total de P$104.7m para la liquidación del Crédito en la fecha de vencimiento (mayo de 2037).

***Figura 11. Comportamiento del Crédito en el Escenario de Estrés considerando solo el Ingreso por Peaje***

| | | Intereses | | | Amortización | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año[1] | Saldo Inicial | Devengados | Pagados con Flujo | Pagados con FRSD | Programada | Pagada con Flujo | Pagada con FRSD | Saldo Final | DSCR Primaria Promedio Estimada |
| 2026 | 692.5 | 33.8 | 33.8 | 0.0 | 16.5 | 16.5 | 0.0 | 676.0 | 3.81x |
| 2027 | 676.0 | 44.6 | 44.6 | 0.0 | 28.2 | 28.2 | 0.0 | 647.8 | 3.20x |
| 2028 | 647.8 | 41.2 | 41.2 | 0.0 | 32.9 | 32.9 | 0.0 | 615.0 | 2.97x |
| 2029 | 615.0 | 38.8 | 38.8 | 0.0 | 38.4 | 38.4 | 0.0 | 576.6 | 2.64x |
| 2030 | 576.6 | 36.1 | 36.1 | 0.0 | 44.8 | 44.8 | 0.0 | 531.8 | 2.31x |
| 2031 | 531.8 | 33.0 | 33.0 | 0.0 | 52.3 | 52.3 | 0.0 | 479.4 | 2.04x |
| 2032 | 479.4 | 29.4 | 29.4 | 0.0 | 61.1 | 61.1 | 0.0 | 418.3 | 1.80x |
| 2033 | 418.3 | 25.1 | 25.1 | 0.0 | 71.4 | 71.4 | 0.0 | 347.0 | 1.57x |
| 2034 | 347.0 | 20.1 | 20.1 | 0.0 | 83.3 | 83.3 | 0.0 | 263.6 | 1.35x |
| 2035 | 263.6 | 14.3 | 14.3 | 0.0 | 97.3 | 90.2 | 7.1 | 166.4 | 1.07x |
| 2036 | 166.4 | 7.5 | 6.8 | 0.7 | 113.6 | 57.9 | 55.7 | 52.8 | 0.53x |
| 2037 | 52.8 | 0.9 | 0.1 | 0.8 | 52.8 | 10.8 | 41.9 | 0.0 | 0.20x |

Información presentada en millones de pesos.

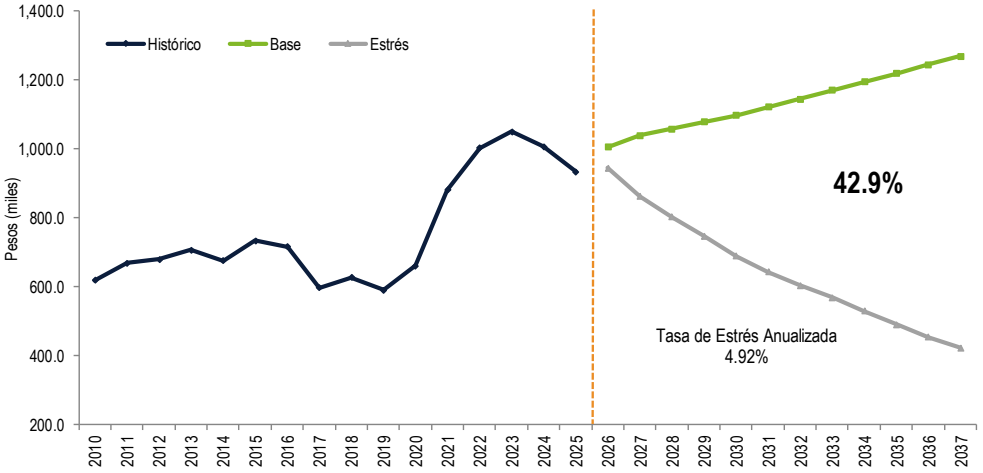
(1) 2026 sólo considera los meses de abril a diciembre y 2037 considera los meses de enero a mayo.

# Análisis de Métricas

## Tasa de Estrés Anualizada

En el escenario de estrés, las reducciones estimadas en el aforo y los ingresos están acotadas al cumplimiento del pago de intereses y principal durante el plazo del Crédito. El crecimiento estimado en el escenario de estrés tendría como resultado un ingreso real acumulado durante el plazo restante del Crédito contratado con Santander 42.9% inferior al escenario base, lo que se traduce en una Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 4.92% (vs. 4.49% en la revisión anterior).

*Figura 12. IPDA Real Esperado – Escenario Base vs. Escenario de Estrés*




Fuente: HR Ratings con información del Estado de Campeche y proyecciones propias.
Información presentada en millones de pesos a precios de enero de 2026.

### Razón de Cobertura Promedio Durante la Vigencia de la Deuda

La Razón de Cobertura Primaria Promedio para el Servicio de Deuda estimada durante el plazo restante del Crédito en el escenario base es de 4.24x (vs. 3.86x en la revisión anterior). Esto considera solo el ingreso generado por el cobro de cuotas de peaje del Nuevo Puente La Unidad, lo anterior implica altos niveles de flujo disponible para el Servicio de Deuda en el escenario base que permiten cubrir el pago del Servicio de Deuda. Al considerar únicamente la fuente de pago subsidiaria compuesta por el 4.0% del FGP correspondiente al Estado de Campeche, se estima una DSCR promedio durante el plazo restante del Crédito de 4.41x.

### Razón de Cobertura Secundaria en los próximos tres años

Esta métrica toma como base de su construcción el promedio de los siguientes tres años de proyección, con un cálculo anual, del saldo estimado del FRSD, y del flujo disponible para el Servicio de Deuda considerando solo el ingreso por el cobro de cuotas de peaje. La Razón de Cobertura Secundaria de los próximos tres años, de 2026 a 2028 en el escenario base resulta de 4.16x (vs. 3.42x en la revisión anterior).

## Consideraciones Cualitativas de la Transacción

### Riesgo por la Operación

Los Reportes de Fideicomiso mensuales son enviados en tiempo y forma por ambos Fiduciarios (Multiva del Fideicomiso No. 0205 y Banco Invex del Fideicomiso No. 3089). Debido a lo anterior, el subfactor de “Acceso a la Información en Tiempo y Forma” recibe un etiquetado *Superior* dentro de las consideraciones cualitativas.

Debido a la naturaleza del proyecto, este se encuentra sujeto a posibles deterioros, erosiones y movimiento de suelos. Así como posibles afectaciones en el mediano y largo plazo a las vías que rodean al puente en caso de desastres naturales o un aumento en el nivel del mar, que no permitan el paso hacia el Nuevo Puente.

Con respecto a Tendencia del Presupuesto, desde el inicio de la operación, se ha establecido un presupuesto de mantenimiento y operación para cada periodo; sin embargo, desde 2021 el presupuesto no es previamente aprobado por un Ingeniero Independiente como lo establece la Cláusula 11 sobre la Supervisión de la Concesión en el Primer Convenio Modificatorio del Fideicomiso No. 3089, lo anterior se debe a que el Ingeniero Independiente únicamente se contrató para supervisar la construcción del Nuevo Puente La Unidad, la cual se finiquitó en su totalidad en 2021.

## Posición de Mercado y Exposición a Contrapartes

El Nuevo Puente La Unidad representa un importante enlace económico y turístico, debido a que conecta Ciudad del Carmen, entidad que cuenta con la Industria Petrolera más desarrollada de México, con las ciudades turísticas del Norte de Campeche, como Champotón y Mérida, lo que permite el desarrollo y crecimiento de la región. Además, el Nuevo Puente se ha visto favorecido por el desarrollo de proyectos de infraestructura que se han autorizado recientemente para la región como el Tren Maya y la remodelación de los Puertos de Ciudad del Carmen y de Seybaplaya. Por otra parte, actualmente se está realizando una ampliación de dos a cuatro carriles en la carretera Macuspana–Escárcega. Este proyecto se estima que será finalizado en 2028 y aún se desconoce la magnitud del impacto que podría tener sobre el tráfico del Nuevo Puente La Unidad, ya que representa una vía alterna a la Carretera Federal 180 de Ciudad del Carmen (en donde se encuentra ubicado el Puente). Sin embargo, la fuente de pago subsidiaria puede mitigar las posibles reducciones en el aforo en caso de que los ingresos por el cobro de peaje no sean suficientes para cubrir el servicio de la deuda.

Actualmente, el proyecto cuenta con una cobertura de tasa de interés (CAP), la cual tiene un strike 11.5% con vencimiento en noviembre de 2026. La cobertura está contratada con Santander, que cuenta con una calificación equivalente a HR AAA otorgada por otra agencia calificadora, y su fecha de vencimiento es en noviembre de 2026. De acuerdo con lo establecido en el Contrato de Crédito, se esperaría que se mantenga vigente un Contrato de Cobertura por el 30.0% del saldo insoluto del Crédito. Asimismo, el Proyecto cuenta con pólizas de seguros contratadas con Seguros Atlas, S.A. y Seguros El Potosí, S.A., que cuentan con una calificación vigente, otorgadas por otras agencias calificadoras, equivalentes a HR AAA y AA-, respectivamente. Debido a lo anterior, la sección de Posición de Mercado y Exposición a Contrapartes recibe un etiquetado *Superior*.

## Características de la Estructura de la Transacción

El Crédito cuenta con una Estructura de Vehículo de Propósito Especial adecuada que permite satisfacer el Servicio de Deuda mensual de manera oportuna. La fuente de pago primaria que corresponde a las cuotas de peaje del Nuevo Puente se transfiere diariamente del Fideicomiso No. 3089 al Fideicomiso No. 0205. Por su parte, la fuente de pago subsidiaria que es el 4.0% del FGP considerando los municipios ingresa mensualmente al Fideicomiso No. 0205, por medio de un depósito de la Tesorería de la Federación.

El Crédito cuenta con un Calendario de Amortización obligatorio que establece pagos de principal e intereses mensuales. Asimismo, la Estructura permite la liberación de remanentes y establece un Fondo de Reserva del Servicio de Deuda, con un saldo objetivo que fue equivalente a P$12.0m durante el periodo de disposición y, que actualmente corresponde a 2.0x el

siguiente pago de intereses y principal, el cual puede aumentar a 3.0x si se activa un Evento de Incremento de Reservas y a 3.5x si no se subsana dicho Evento. Actualmente, el saldo del Fondo se encuentra en línea con el saldo objetivo, lo que reduce riesgos de liquidez. Debido a lo anterior, este apartado recibe un etiquetado *Superior* dentro de las consideraciones cualitativas.

## Seguros

***Figura 13. Seguros del Nuevo Puente La Unidad***

| Tipo de Seguro | Aseguradora | Coberturas | Vigencia |
|---|---|---|---|
| Responsabilidad Civil del Usuario y del Concesionario | Seguros el Potosí, S.A. | Responsabilidad Civil Vías Generales de Comunicación del Nuevo Puente La Unidad. | 1 de enero de 2026 a 31 de diciembre de 2026 |
| Dinero y Valores para Industria y Comercio | Seguros Atlas, S.A. | Pérdidas o Daños Materiales a Efectivo y Documentos Negociables y No Negociables propiedad del Estado de Campeche. | 28 de febrero de 2026 a 28 de febrero de 2027 |

Fuente: HR Ratings con información del Estado de Campeche.

## I. Perfil del Crédito Bancario Estructurado

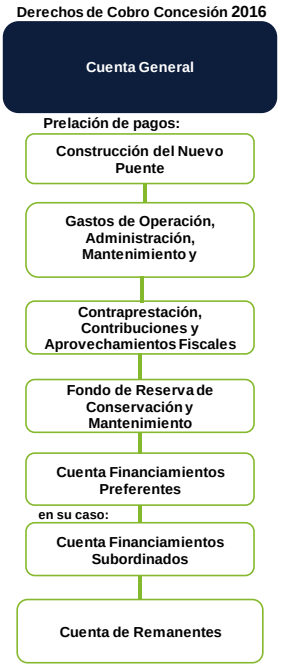
El 16 de mayo de 2017 se firmó el Contrato de Crédito entre Banco Santander y el Gobierno del Estado de Campeche por P$800.0m. El destino de los recursos del Crédito fue el financiamiento parcial de la construcción del Nuevo Puente La Unidad. Durante el periodo de construcción del Nuevo Puente la fuente de pago primaria del Crédito correspondió a los derechos de cobro del antiguo Puente y, a partir del inicio de la operación del Nuevo Puente, corresponde a los ingresos del cobro de peaje del Nuevo Puente. Adicionalmente, como fuente de pago subsidiaria se cuenta con el 5.26% del FGP sin considerar la proporción de municipios, dicho porcentaje sólo se utilizaría si la fuente de pago primaria no es suficiente para cumplir con el pago del Servicio de Deuda.

Antes del inicio de operación del Nuevo Puente, los ingresos por los derechos de cobro del antiguo Puente estaban afectados al Fideicomiso No. 0205 establecido en Multiva[3]. Por su parte, los derechos de cobro del Nuevo Puente y los recursos derivados del Crédito están afectados al Fideicomiso No. 3089 establecido en Banco INVEX[4], este Fideicomiso tenía la obligación de realizar los pagos de construcción con los recursos del Crédito y, desde el inicio de operación del Nuevo Puente, debe cubrir los gastos de operación, mantenimiento y conservación, mantener el saldo objetivo del Fondo de Reserva para Conservación y determinar la cantidad requerida a transferir al Fideicomiso No. 0205 para que cumpla con sus obligaciones de pago, que son el Servicio de Deuda, los gastos de mantenimiento del Fideicomiso No. 0205, el fondeo de la Reserva de Crédito, y los gastos de mantenimiento de la cobertura de tasa de interés (CAP).

El Crédito vence en mayo de 2037, establece pagos mensuales de intereses, calculados a $TIIE_{28}$ más una sobretasa en función de la calificación del Crédito. Los pagos de principal son crecientes en 1.3% en las mismas fechas que los pagos de intereses, de acuerdo con las curvas de amortización de los pagarés de cada una de las ocho disposiciones. Asimismo, el Contrato de Crédito establece que el incumplimiento de pago de Servicio de Deuda en cualquier fecha de pago activaría un Evento de Vencimiento Anticipado.

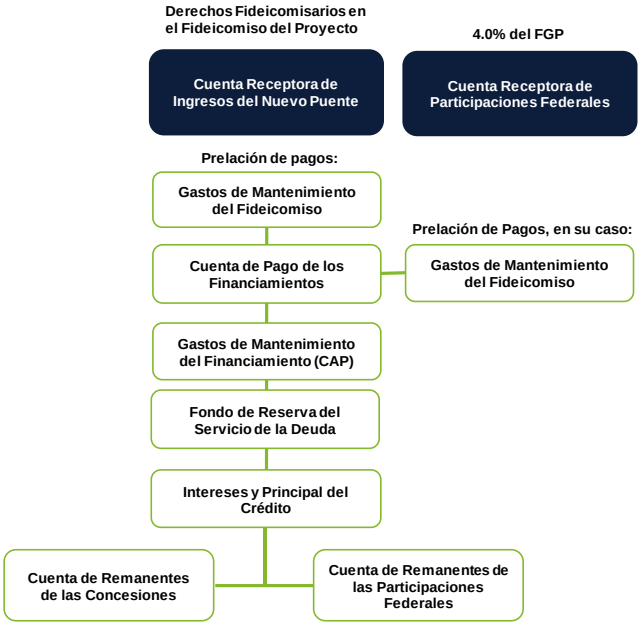
[3] Banco Multiva, S.A. de C.V. División Fiduciaria.
[4] Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero.

*Figura 14. Prelación de Pagos del Fideicomiso del Proyecto No. 3089*




Fuente: HR Ratings con información de los documentos legales.

*Figura 15. Prelación de Pagos del Fideicomiso del Financiamiento No. 0205*




Fuente: HR Ratings con información de los documentos legales.

## II. Características Técnicas del Nuevo Puente La Unidad

El 15 de diciembre de 2016, el Gobierno Federal, a través de la Secretaría de Comunicaciones y Transportes, otorgó la Concesión al Estado de Campeche para Construir, Operar, Explotar y Conservar el Nuevo Puente La Unidad con una vigencia

de 30 años. El Nuevo Puente inició operaciones el 10 de junio de 2019, sustituyendo la operación del antiguo Puente La Unidad-Eugenio Echeverría Castellot, que había iniciado desde 1982. El Nuevo Puente se ubica en la Carretera Federal 180 de Ciudad del Carmen, entre el km 38+200 y el km 41+422. Asimismo, cuenta con una longitud de 3.2 km y dos carriles de circulación, permitiendo la conectividad del extremo oriente de la Isla del Carmen (Puerto Real) con la parte continental (Isla Aguada).




Fuente: Grupo Cal y Mayor, consultoría especializada en movilidad.

**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.<br>Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024 |
| Calificación anterior | HR AAA (E) con Perspectiva Estable. |
| Fecha de última acción de calificación | 20 de junio de 2025. |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación | Enero de 2010 – abril de 2026. |
| Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas | Información presentada por el Estado de Campeche. |
| Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso) | Calificación vigente de Seguros Atlas, S.A. de mx AAA en escala local otorgada por S&P Local Ratings. Calificación vigente de Seguros El Potosi, S.A. de mx AA- en escala local otorgada por S&P Local Ratings. Calificación Vigente de Banco Santander S.A. de AAA(mex) en escala local otorgada por Fitch Ratings. |
| 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 la calificación asignada. |
| 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