

## Calificación

CMPC 23L	HR AAA
CMPC 23-2L	HR AAA
Perspectiva	Estable

### Evolución de la Calificación Crediticia



HR AAA  
2023

Fuente: HR Ratings.

## Contactos

**Elizabeth Martínez**  
Asociada de Corporativos  
Analista Responsable  
elizabeth.martinez@hrratings.com

**Heinz Cederborg**  
Director de Corporativos / ABS  
heinz.cederborg@hrratings.com

**Martha González**  
Analista de Corporativos  
martha.gonzalez@hrratings.com

## HR Ratings asignó la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para las emisiones CMPC 23L y CMPC 23-2L

La asignación de la calificación de las emisiones de Inversiones CMPC, S.A. (CMPC y/o la Empresa) se basa en el crecimiento esperado en el Flujo Libre de Efectivo (FLE), el cual alcanzaría US\$809 millones (m) en 2025 (vs. US\$237m en 2022). A pesar de que se espera un entorno de menor demanda y una normalización de la oferta en el mercado de celulosa, lo cual conllevaría a una caída en los precios internacionales de la misma, consideramos que la diversificación geográfica y de productos que mantiene la Empresa, así como la posición relevante que mantiene en cada uno de ellos, le permita lograr una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) en ingresos totales del 2.0% para 2022-2025. Lo anterior, aunado a la estructura de deuda esperada, se reflejaría en niveles promedio de las métricas de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus iniciales en inglés) en los valores más altos de la curva de calificación de la métrica. En línea con lo anterior, para 2023 y 2024 consideramos la revolvencia de la línea de crédito comprometida (US\$300m) que mantiene la Empresa, la cual se considera una fortaleza para el cumplimiento del servicio de la deuda. Finalmente, con respecto a los elementos ASG (ESG, por sus siglas en inglés) destacan tanto los tres factores (Ambiental, Social y Gobernanza) con una etiqueta Superior, por lo cual la calificación incorpora un ajuste positivo. Los principales supuestos y resultados son:

Las emisiones CMPC 23L y CMPC 23-2L se realizarán al amparo de un Programa de Largo Plazo de Certificados Bursátiles con carácter revolvente por un monto de hasta P\$10,000m. A continuación, se presentan las principales características de las emisiones:

Características de las Emisiones		
Clave de Pizarra	CMPC 23L	CMPC 23-2L
Plazo de la Emisión	1,092 días, equivalentes a, aproximadamente, 3 años.	3,640 días, equivalentes a, aproximadamente, 10 años
Tasa de la Emisión	TIIE 28 + una sobretasa por designar el día de la colocación.	Tasa por designar el día de la colocación, la cual se mantendrá fija durante la vigencia de la Emisión.
Emisor	Inversiones CMPC, S.A.	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles (CEBURS)	
Monto del Programa	Hasta P\$10,000m o su equivalente en UDIS o dólares.	
Monto de la Emisión	Hasta P\$5,000m	
Denominación	Pesos Mexicanos	
Vigencia del Programa	5 años a partir de su fecha de autorización, durante la cual el emisor podrá realizar una o varias emisiones de Certificados Bursátiles hasta por el Monto Total Autorizado.	
Amortización del Principal	En un solo pago a la Fecha de Vencimiento de la Emisión contra la entrega del título correspondiente.	
Amortización Anticipada	La Emisora tendrá el derecho de amortizar anticipadamente de manera parcial o total los CBs en cualquier fecha de pago de intereses, de conformidad con el calendario de pagos establecido en el apartado "Días del Período de Intereses" del Título, durante la vigencia de la Emisión.	
Destino de los Fondos	El destino de los recursos que se obtenga por concepto de la emisión de los Certificados Bursátiles, será para el refinanciamiento de pasivos y usos corporativos generales.	
Aval	Empresas CMPC, S.A.	
Intermediarios Colocadores	Casa de Bolsa BBVA México, S.A. de C.V., Grupo Financiero BBVA México, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat y Casa de Bolsa Santander, S.A. de C.V., Grupo Financiero Santander México.	
Representante Común	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.	

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

## Desempeño Histórico

- **Crecimiento en Ingresos Totales.** En 2022, los ingresos de la Empresa tuvieron un crecimiento anual del 23.7% para cerrar en US\$7,821m. Esto debido en gran parte al aumento en los precios de la celulosa, lo que impulsó la división de Celulosa y se vio complementado por el incremento en el precio promedio de venta en las divisiones de Softys y Biopackaging. Como resultado, las tres divisiones experimentaron un aumento en las ventas: Celulosa (+22.2% a/a), Softys (+26.4%) y Biopackaging (+22.5%).
- **Menor Generación de FLE.** Las operaciones de la Empresa aumentaron en 2022, generando mayores requerimientos de capital de trabajo. Esto se reflejó en un FLE de US\$237m (vs. US\$625m en 2021). Aunque el EBITDA presentó un crecimiento debido a un mayor apalancamiento operativo, la integración vertical de la CMPC y la posición que mantiene como productor de bajo costo, estos requerimientos de capital absorbieron parte de ese crecimiento.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Endeudamiento.** Estimamos que CMPC realice dos emisiones bursátiles por hasta US\$250m durante el 2T23 bajo la modalidad de vasos comunicantes, y con amortización al vencimiento. Los recursos serán utilizados para usos corporativos generales. Asimismo, esperamos que la Empresa cumpla con el calendario de deuda que mantiene al 4T22. De esta manera, esperamos que la Empresa reporte en 2025 una Deuda Neta de US\$3,252m y una Razón de Años de Pago de 4.0 años.
- **Crecimiento sostenido en FLE.** Nuestro escenario base refleja una TMAC de 2.0% en ingresos para 2022-2025, impulsado por un crecimiento en el volumen de venta consolidado, aunque a un menor dinamismo. Además, se espera que el proyecto BioCMPC (inicio en el 4T23) incremente la capacidad de producción de fibra corta e impactando positivamente la división de Celulosa, principal generadora de EBITDA.
- **Mayores niveles de FLE.** Aunque proyectamos una disminución en la generación de EBITDA, especialmente en 2023 debido a una caída en los precios de la celulosa, esperamos que CMPC pueda generar un FLE de US\$809m para 2025. Lo anterior derivado del crecimiento esperado en ingresos, la ventaja competitiva que mantiene en cuanto a costos de producción, y un eficiente manejo del capital de trabajo.

## Factores adicionales considerados

- **Factores ESG.** HR Ratings asignó la etiqueta Superior<sup>1</sup> con relación a los factores Ambientales, Sociales y Gobernanza de la Empresa (referirse a “Evaluación de Factores ASG”). La calificación incorpora un ajuste positivo por estos factores.
- **Líneas Comprometidas.** La Empresa cuenta con una línea de crédito comprometida por US\$300m, la cual fue contratada durante el 4T21. Al cierre del 4T22, la línea se encuentra 100% disponible y tiene vencimiento en el 4T24. Nuestros escenarios incorporan un beneficio por revolvencia en el servicio de la deuda para 2023 y 2024.

<sup>1</sup> Indica que el corporativo, ante otros participantes en su industria, muestra una exposición limitada ante un riesgo común, o que cuenta con los mecanismos para mitigar este riesgo o por arriba del estándar de mercado.

- **Deuda Soberana.** Cualquier cambio, positivo o negativo, de la calificación soberana de Chile<sup>2</sup>, y en su perspectiva, se reflejaría directamente en la calificación global de CMPC.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Menores resultados operativos.** Bajo un escenario en el que los resultados operativos de la Empresa sean inferiores a lo esperado debido a la exposición a la volatilidad de los precios de la celulosa, la generación de FLE podría verse impactada. Si esto se ve reflejado en una razón promedio (2023-2025) de Años de Pago mayor a 8.0 años, la calificación podría revisarse a la baja.

---

<sup>2</sup> La República de Chile mantiene una calificación de HR AA- (G) con Perspectiva Estable, la cual fue ratificada el 9 de agosto de 2022.

## Anexo - Escenario Base

Inversiones CMPC, S.A. (Base): Balance en Dólares (millones)						
	Al Cierre					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>14,791</b>	<b>15,290</b>	<b>16,491</b>	<b>16,865</b>	<b>16,922</b>	<b>17,357</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>3,565</b>	<b>4,223</b>	<b>4,658</b>	<b>4,687</b>	<b>4,885</b>	<b>5,423</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	891	1,154	756	959	941	1,245
Cuentas por Cobrar a Clientes	838	1,098	1,354	1,268	1,365	1,471
Otras Cuentas por Cobrar	4	9	11	8	8	8
Inventarios	1,212	1,312	1,720	1,667	1,776	1,886
Activos Biológicos Circulantes	330	347	384	384	384	384
Otros Activos Circulantes	290	302	433	402	411	430
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>11,225</b>	<b>11,068</b>	<b>11,833</b>	<b>12,178</b>	<b>12,038</b>	<b>11,933</b>
Cuentas por Cobrar a Clientes	10	7	10	9	9	10
Inversiones en Subsid. N.C.	1	1	1	1	2	3
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	7,245	7,090	7,589	7,961	7,805	7,660
Activos Biológicos No Circulantes	3,042	3,038	3,026	3,027	3,049	3,091
Activos Intangibles	315	300	512	497	483	470
Plusvalía	211	202	316	316	316	316
Otros Activos Intangibles	104	98	196	181	167	154
Impuestos Diferidos	81	82	95	95	95	95
Otros Activos LP	531	549	599	587	593	604
Otros	377	308	380	368	374	385
Derechos de Uso por Arrendamiento	154	241	219	219	219	219
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>6,859</b>	<b>7,886</b>	<b>9,385</b>	<b>9,478</b>	<b>8,903</b>	<b>8,616</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,193</b>	<b>2,259</b>	<b>3,120</b>	<b>3,072</b>	<b>2,373</b>	<b>2,993</b>
Pasivo con Costo	239	710	644	712	118	834
Proveedores	728	869	1,129	1,067	1,017	970
Impuestos por Pagar	42	131	141	137	141	148
Otros Pasivos Circulantes	184	549	1,205	1,156	1,097	1,042
Pasivos por Arrendamiento	37	61	50	50	50	50
Otros	147	488	1,156	1,106	1,047	992
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>5,667</b>	<b>5,626</b>	<b>6,265</b>	<b>6,406</b>	<b>6,530</b>	<b>5,623</b>
Pasivo con Costo	3,709	3,504	4,139	4,314	4,496	3,663
Impuestos Diferidos	1,588	1,682	1,705	1,645	1,579	1,498
Otros Pasivos no Circulantes	369	441	422	447	454	462
Pasivo por Arrendamiento	150	201	186	186	186	186
Otros	219	240	235	260	268	276
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>7,931</b>	<b>7,404</b>	<b>7,106</b>	<b>7,386</b>	<b>8,018</b>	<b>8,739</b>
<b>Minoritario</b>	<b>2,775</b>	<b>2,711</b>	<b>2,827</b>	<b>3,128</b>	<b>3,459</b>	<b>3,866</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	2,853	2,434	2,366	2,827	3,128	3,459
Utilidad del Ejercicio	(78)	277	461	301	331	407
<b>Mayoritario</b>	<b>5,157</b>	<b>4,694</b>	<b>4,279</b>	<b>4,258</b>	<b>4,559</b>	<b>4,873</b>
Capital Contribuido	399	399	399	399	399	399
Utilidades Acumuladas	4,677	4,000	3,288	3,459	3,720	3,934
Utilidad del Ejercicio	80	295	592	400	440	540
<b>Deuda Total<sup>1</sup></b>	<b>3,948</b>	<b>4,214</b>	<b>4,783</b>	<b>5,026</b>	<b>4,614</b>	<b>4,496</b>
<b>Deuda Neta<sup>1</sup></b>	<b>3,057</b>	<b>3,060</b>	<b>4,026</b>	<b>4,068</b>	<b>3,674</b>	<b>3,252</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.

<sup>1</sup> No considera arrendamientos financieros.

A NRSRO Rating\*

## Inversiones CMPC, S.A. (Base): Estado de Resultados en Dólares (millones)

	Años Calendario					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>Ventas Netas</b>	5,287	6,323	7,821	7,463	7,789	8,291
<b>Costos de Operación</b>	3,558	3,834	4,712	4,781	4,974	5,211
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,729	2,490	3,109	2,683	2,815	3,079
Gastos de Generales	500	555	698	703	734	790
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	1,229	1,934	2,412	1,979	2,081	2,289
Depreciación y Amortización	550	494	494	525	535	524
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	516	457	446	475	486	476
Depreciación por Derecho de Uso	26	29	36	35	35	35
Amortización Intangibles	7	8	12	15	14	13
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	679	1,440	1,917	1,454	1,546	1,765
Otros Ingresos por función <sup>2</sup>	144	147	214	169	177	187
Otros Ingresos y (gastos) netos	(256)	(275)	(336)	(125)	(126)	(127)
Costo de formación de plantaciones cosechadas	(115)	(108)	(130)	(119)	(119)	(120)
Mayor costo de la parte cosechada y vendida de las plantaciones derivado de la revalorización por su crecimiento natural	(201)	(187)	(207)	(200)	(201)	(202)
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	252	1,017	1,457	1,179	1,277	1,502
Ingresos por Intereses	17	13	46	44	53	61
Intereses Pagados	186	203	208	202	209	191
Intereses por Arrendamiento	16	14	12	17	17	17
Ingreso Financiero Neto	(185)	(205)	(174)	(175)	(173)	(146)
Resultado Cambiario	24	100	140	0	0	0
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(161)	(105)	(34)	(175)	(173)	(146)
<b>Utilidad después del RIF</b>	91	913	1,424	1,004	1,103	1,356
Participación en Subsid. no Consolidadas	1	1	1	1	1	1
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	92	914	1,425	1,004	1,104	1,357
Impuestos sobre la Utilidad	90	342	372	303	333	410
Impuestos Causados	126	219	446	363	400	491
Impuestos Diferidos	(36)	123	(74)	(60)	(66)	(81)
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	2	572	1,053	701	771	947
Participación minoritaria en la utilidad	(78)	277	461	301	331	407
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	80	295	592	400	440	540
<b>Cifras UDM</b>						
Cambio en Ventas (%)	-6.8%	19.6%	23.7%	-4.6%	4.4%	6.4%
Margen Bruto	32.7%	39.4%	39.8%	35.9%	36.1%	37.1%
Margen EBITDA <sup>1</sup>	23.3%	30.6%	30.8%	26.5%	26.7%	27.6%
Tasa de Impuestos (%)	97.6%	37.4%	26.1%	30.2%	30.2%	30.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.7	2.1	2.6	2.5	2.6	2.7
Retorno sobre Capital Empleado (%)	9.8%	16.6%	21.0%	15.1%	15.8%	18.1%
Tasa Pasiva	5.6%	4.9%	4.7%	4.3%	4.4%	4.2%
Tasa Activa	1.1%	0.6%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.

<sup>1</sup> No considera las cuentas de Otros Ingresos y (gastos) netos, Costo de formación de plantaciones cosechadas ni Mayor costo de la parte cosechada y vendida de las plantaciones derivado de la revalorización por su crecimiento natural.

<sup>2</sup> Efecto del crecimiento de las plantaciones forestales (Partida virtual).

Inversiones CMPC, S.A. (Base): Flujo de Efectivo en Dólares (millones)						
	Años Calendario					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	92	914	1,425	1,004	1,104	1,357
Utilidad / Pérdida en Venta de Activo Fijo	0	(0)	(5)	0	0	0
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(5)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Depreciación y Amortización	531	492	498	525	535	524
Ingreso por crecimiento de bosque, costo formación madera y fondos de madera	171	148	124	151	143	136
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Intereses a Favor	(10)	(8)	(44)	(44)	(53)	(61)
Fluctuación Cambiaria	(8)	(92)	(137)	0	0	0
Ajuste por IFRS	4	(2)	(3)	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>687</b>	<b>537</b>	<b>435</b>	<b>631</b>	<b>624</b>	<b>598</b>
Intereses Devengados	190	208	205	202	209	191
Intereses por Arrendamiento	16	14	12	17	17	17
Otros ingresos y egresos	49	74	105	0	0	0
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>255</b>	<b>296</b>	<b>322</b>	<b>219</b>	<b>226</b>	<b>208</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>1,033</b>	<b>1,746</b>	<b>2,177</b>	<b>1,855</b>	<b>1,955</b>	<b>2,162</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	5	(276)	(159)	86	(97)	(106)
Decremento (Incremento) en Inventarios	57	(111)	(389)	53	(110)	(109)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(26)	(26)	(86)	47	(16)	(31)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(183)	(47)	(267)	(62)	(50)	(47)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(106)	(19)	(173)	(29)	(47)	(41)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(252)</b>	<b>(479)</b>	<b>(1,074)</b>	<b>96</b>	<b>(320)</b>	<b>(334)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(51)	(120)	(381)	(363)	(400)	(491)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(304)</b>	<b>(599)</b>	<b>(1,455)</b>	<b>(267)</b>	<b>(719)</b>	<b>(825)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>730</b>	<b>1,147</b>	<b>722</b>	<b>1,587</b>	<b>1,236</b>	<b>1,337</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(167)	(224)	(407)	(847)	(330)	(331)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	13	0	0	0
Compra de Activos Biológicos	(164)	(199)	(150)	(152)	(165)	(177)
Compra de Inversiones Permanentes	(12)	0	(338)	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	1	1	0	0	0
Intereses Cobrados	9	8	42	44	53	61
Liquidación de Contratos de Derivados	(6)	7	109	0	0	0
Otros Activos	0	(4)	(48)	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(341)</b>	<b>(410)</b>	<b>(779)</b>	<b>(955)</b>	<b>(442)</b>	<b>(447)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>388</b>	<b>737</b>	<b>(57)</b>	<b>633</b>	<b>794</b>	<b>890</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	1,514	836	1,393	850	300	0
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(1,401)	(485)	(1,098)	(606)	(712)	(118)
Amortización de Arrendamientos	(26)	(27)	(30)	(35)	(35)	(35)
Intereses Pagados	(159)	(172)	(206)	(202)	(209)	(191)
Intereses por Arrendamiento	(16)	(14)	(12)	(17)	(17)	(17)
Liquidación CCS y Colateral	(11)	(69)	117	0	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>(99)</b>	<b>69</b>	<b>164</b>	<b>(11)</b>	<b>(673)</b>	<b>(360)</b>
Recaudación de la Cartera Cedida	0	(18)	(17)	0	0	0
Otras Partidas	(2)	(8)	(6)	0	0	0
Dividendos Pagados	(17)	(492)	(483)	(421)	(139)	(226)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(19)</b>	<b>(517)</b>	<b>(506)</b>	<b>(421)</b>	<b>(139)</b>	<b>(226)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(118)</b>	<b>(448)</b>	<b>(342)</b>	<b>(432)</b>	<b>(812)</b>	<b>(586)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>270</b>	<b>288</b>	<b>(400)</b>	<b>201</b>	<b>(18)</b>	<b>304</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	6	(24)	3	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	615	891	1,155	758	959	941
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>891</b>	<b>1,155</b>	<b>758</b>	<b>959</b>	<b>941</b>	<b>1,245</b>
<i>Cifras UDM</i>						
Capex de Mantenimiento	(516)	(457)	(446)	(475)	(486)	(476)
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>177</b>	<b>625</b>	<b>237</b>	<b>1,060</b>	<b>698</b>	<b>809</b>
Amortización de Deuda	1,401	485	1,098	606	712	118
Revolencia automática	(908)	(246)	(388)	(606)	(194)	0
Amortización de Deuda Final	493	239	710	0	518	118
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	150	164	165	158	156	129
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>643</b>	<b>403</b>	<b>875</b>	<b>158</b>	<b>675</b>	<b>247</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>0.3</b>	<b>6.7</b>	<b>1.0</b>	<b>3.3</b>
Caja Inicial Disponible	615	891	1,155	758	959	941
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>1.2</b>	<b>3.8</b>	<b>1.6</b>	<b>11.5</b>	<b>2.5</b>	<b>7.1</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>17.3</b>	<b>4.9</b>	<b>17.0</b>	<b>3.8</b>	<b>5.3</b>	<b>4.0</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>2.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.

## Anexo - Escenario de Estrés

Inversiones CMPC, S.A. (Estrés): Balance en Dólares (millones)						
	Al Cierre					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>14,791</b>	<b>15,290</b>	<b>16,491</b>	<b>16,428</b>	<b>16,370</b>	<b>16,507</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>3,565</b>	<b>4,223</b>	<b>4,658</b>	<b>4,224</b>	<b>4,305</b>	<b>4,557</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	891	1,154	756	472	406	501
Cuentas por Cobrar a Clientes	838	1,098	1,354	1,249	1,321	1,397
Otras Cuentas por Cobrar	4	9	11	9	9	10
Inventarios	1,212	1,312	1,720	1,686	1,758	1,826
Activos Biológicos Circulantes	330	347	384	384	384	384
Otros Activos Circulantes	290	302	433	423	427	440
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>11,225</b>	<b>11,068</b>	<b>11,833</b>	<b>12,203</b>	<b>12,065</b>	<b>11,950</b>
Cuentas por Cobrar a Clientes	10	7	10	23	24	25
Inversiones en Subsid. N.C.	1	1	1	1	2	3
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	7,245	7,090	7,589	7,962	7,811	7,658
Activos Biológicos No Circulantes	3,042	3,038	3,026	3,027	3,049	3,091
Activos Intangibles	315	300	512	497	483	470
Plusvalía	211	202	316	316	316	316
Otros Activos Intangibles	104	98	196	181	167	154
Impuestos Diferidos	81	82	95	95	95	95
Otros Activos LP	531	549	599	597	600	608
Otros	377	308	380	378	381	389
Derechos de Uso por Arrendamiento	154	241	219	219	219	219
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>6,859</b>	<b>7,886</b>	<b>9,385</b>	<b>9,269</b>	<b>8,812</b>	<b>8,470</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,193</b>	<b>2,259</b>	<b>3,120</b>	<b>2,943</b>	<b>2,140</b>	<b>2,680</b>
Pasivo con Costo	239	710	644	712	118	834
Proveedores	728	869	1,129	1,062	990	923
Impuestos por Pagar	42	131	141	127	129	132
Otros Pasivos Circulantes	184	549	1,205	1,042	904	791
Pasivos por Arrendamiento	37	61	50	50	50	50
Otros	147	488	1,156	993	854	741
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>5,667</b>	<b>5,626</b>	<b>6,265</b>	<b>6,326</b>	<b>6,671</b>	<b>5,790</b>
Pasivo con Costo	3,709	3,504	4,139	4,214	4,596	3,763
Impuestos Diferidos	1,588	1,682	1,705	1,665	1,622	1,569
Otros Pasivos no Circulantes	369	441	422	447	453	459
Pasivo por Arrendamiento	150	201	186	186	186	186
Otros	219	240	235	261	266	272
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>7,931</b>	<b>7,404</b>	<b>7,106</b>	<b>7,157</b>	<b>7,556</b>	<b>8,035</b>
<b>Minoritario</b>	<b>2,775</b>	<b>2,711</b>	<b>2,827</b>	<b>3,029</b>	<b>3,241</b>	<b>3,509</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	2,853	2,434	2,366	2,827	3,029	3,241
Utilidad del Ejercicio	(78)	277	461	203	212	268
<b>Mayoritario</b>	<b>5,157</b>	<b>4,694</b>	<b>4,279</b>	<b>4,128</b>	<b>4,315</b>	<b>4,526</b>
Capital Contribuido	399	399	399	399	399	399
Utilidades Acumuladas	4,677	4,000	3,288	3,459	3,635	3,771
Utilidad del Ejercicio	80	295	592	269	281	355
<b>Deuda Total<sup>1</sup></b>	<b>3,948</b>	<b>4,214</b>	<b>4,783</b>	<b>4,926</b>	<b>4,714</b>	<b>4,596</b>
<b>Deuda Neta<sup>1</sup></b>	<b>3,057</b>	<b>3,060</b>	<b>4,026</b>	<b>4,454</b>	<b>4,308</b>	<b>4,096</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.

<sup>1</sup> No considera arrendamientos financieros.

A NRSRO Rating\*

## Inversiones CMPC, S.A. (Estrés): Estado de Resultados en Dólares (millones)

	Años Calendario					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>Ventas Netas</b>	5,287	6,323	7,821	7,255	7,439	7,773
<b>Costos de Operación</b>	3,558	3,834	4,712	4,807	4,892	5,018
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,729	2,490	3,109	2,448	2,547	2,755
Gastos de Generales	500	555	698	785	835	880
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	1,229	1,934	2,412	1,663	1,712	1,875
Depreciación y Amortización	550	494	494	525	535	524
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	516	457	446	475	486	476
Depreciación por Derecho de Uso	26	29	36	35	35	35
Amortización Intangibles	7	8	12	15	14	13
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	679	1,440	1,917	1,138	1,178	1,351
Otros Ingresos por función <sup>2</sup>	144	147	214	169	177	187
Otros Ingresos y (gastos) netos	(256)	(275)	(336)	(124)	(125)	(126)
Costo de formación de plantaciones cosechadas	(115)	(108)	(130)	(119)	(119)	(120)
Mayor costo de la parte cosechada y vendida de las plantaciones derivado de la revalorización por su crecimiento natural	(201)	(187)	(207)	(200)	(201)	(202)
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	252	1,017	1,457	863	910	1,089
Ingresos por Intereses	17	13	46	38	38	42
Intereses Pagados	186	203	208	209	225	222
Intereses por Arrendamiento	16	14	12	17	17	17
Ingreso Financiero Neto	(185)	(205)	(174)	(188)	(204)	(197)
Resultado Cambiario	24	100	140	0	0	0
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(161)	(105)	(34)	(188)	(204)	(197)
<b>Utilidad después del RIF</b>	91	913	1,424	676	705	892
Participación en Subsid. no Consolidadas	1	1	1	1	1	1
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	92	914	1,425	676	706	893
Impuestos sobre la Utilidad	90	342	372	204	213	270
Impuestos Causados	126	219	446	245	255	323
Impuestos Diferidos	(36)	123	(74)	(40)	(42)	(53)
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	2	572	1,053	472	493	623
Participación minoritaria en la utilidad	(78)	277	461	203	212	268
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	80	295	592	269	281	355
<i>Cifras UDM</i>						
Cambio en Ventas (%)	-6.8%	19.6%	23.7%	-7.2%	2.5%	4.5%
Margen Bruto	32.7%	39.4%	39.8%	33.7%	34.2%	35.4%
Margen EBITDA <sup>1</sup>	23.3%	30.6%	30.8%	22.9%	23.0%	24.1%
Tasa de Impuestos (%)	97.6%	37.4%	26.1%	30.2%	30.2%	30.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.7	2.1	2.6	2.4	2.4	2.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	9.8%	16.6%	21.0%	11.8%	12.1%	13.9%
Tasa Pasiva	5.6%	4.9%	4.7%	4.5%	4.7%	4.8%
Tasa Activa	1.1%	0.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.

<sup>1</sup> No considera las cuentas de Otros Ingresos y (gastos) netos, Costo de formación de plantaciones cosechadas ni Mayor costo de la parte cosechada y vendida de las plantaciones derivado de la revalorización por su crecimiento natural.

<sup>2</sup> Efecto del crecimiento de las plantaciones forestales (Partida virtual).

A NRSRO Rating\*

Inversiones CMPC, S.A. (Estrés): Flujo de Efectivo en Dólares (millones)	Años Calendario					
	2020*	2021*	2022*	2023P	2024P	2025P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	92	914	1,425	676	706	893
Utilidad / Pérdida en Venta de Activo Fijo	0	(0)	(5)	0	0	0
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	0	(0)	(5)	0	0	0
Depreciación y Amortización	531	492	498	525	535	524
Ingreso por crecimiento de bosque, costo formación madera y fondos de madera	171	148	124	151	143	136
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Intereses a Favor	(10)	(8)	(44)	(38)	(38)	(42)
Fluctuación Cambiaria	(8)	(92)	(137)	0	0	0
Ajuste por IFRS	4	(2)	(3)	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	687	537	435	637	639	617
Intereses Devengados	190	208	205	209	225	222
Intereses por Arrendamiento	16	14	12	17	17	17
Otros ingresos y egresos	49	74	105	0	0	0
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	255	296	322	226	242	239
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	1,033	1,746	2,177	1,539	1,588	1,749
Decremento (Incremento) en Clientes	5	(276)	(159)	105	(71)	(76)
Decremento (Incremento) en Inventarios	57	(111)	(389)	34	(71)	(69)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(26)	(26)	(86)	1	(8)	(22)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(183)	(47)	(267)	(68)	(72)	(67)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(106)	(19)	(173)	(151)	(131)	(104)
<b>Capital de trabajo</b>	(252)	(479)	(1,074)	(80)	(354)	(337)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(51)	(120)	(381)	(245)	(255)	(323)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	(304)	(599)	(1,455)	(325)	(609)	(660)
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	730	1,147	722	1,214	978	1,089
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(167)	(224)	(407)	(848)	(335)	(323)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	13	0	0	0
Compra de Activos Biológicos	(164)	(199)	(150)	(152)	(165)	(177)
Compra de Inversiones Permanentes	(12)	0	(338)	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	1	1	0	0	0
Intereses Cobrados	9	8	42	38	38	42
Liquidación de Contratos de Derivados	(6)	7	109	0	0	0
Otros Activos	0	(4)	(48)	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	(341)	(410)	(779)	(962)	(462)	(458)
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	388	737	(57)	253	516	631
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	1,514	836	1,393	750	500	0
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(1,401)	(485)	(1,098)	(606)	(712)	(118)
Amortización de Arrendamientos	(26)	(27)	(30)	(35)	(35)	(35)
Intereses Pagados	(159)	(172)	(206)	(209)	(225)	(222)
Intereses por Arrendamiento	(16)	(14)	(12)	(17)	(17)	(17)
Liquidación CCS y Colateral	(11)	(69)	117	0	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	(99)	69	164	(117)	(489)	(392)
Recaudación de la Cartera Cedida	0	(18)	(17)	0	0	0
Otras Partidas	(2)	(8)	(6)	0	0	0
Dividendos Pagados	(17)	(492)	(483)	(421)	(93)	(144)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	(19)	(517)	(506)	(421)	(93)	(144)
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	(118)	(448)	(342)	(538)	(583)	(537)
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	270	288	(400)	(286)	(66)	94
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	6	(24)	3	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	615	891	1,155	758	472	406
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	891	1,155	758	472	406	501
<i>Cifras UDM</i>						
Capex de Mantenimiento	(516)	(457)	(446)	(475)	(486)	(476)
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	177	625	237	687	441	561
Amortización de Deuda	1,401	485	1,098	606	712	118
Revolencia automática	(908)	(246)	(388)	(606)	(194)	0
Amortización de Deuda Final	493	239	710	0	518	118
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	150	164	165	170	187	180
<b>Servicio de la Deuda</b>	643	403	875	170	706	298
<b>DSCR</b>	0.3	1.6	0.3	4.0	0.6	1.9
Caja Inicial Disponible	615	891	1,155	758	472	406
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	1.2	3.8	1.6	8.5	1.3	3.2
<b>Deuda Neta a FLE</b>	17.3	4.9	17.0	6.5	9.8	7.3
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	2.5	1.6	1.7	2.7	2.5	2.2

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 1T23.



## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

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

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

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

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

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

Akira Hirata +52 55 8647 3837  
akira.hirata@hrratings.com

#### Corporativos / ABS

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

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

#### Sustainable Impact / ESG

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

### Regulación

#### Dirección General de Cumplimiento

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

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

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

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

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

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

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



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

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

**Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, Agosto 2021**  
**Criterios Generales Metodológicos, Enero 2023**

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

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

Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2020-2022
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral y cierres anuales dictaminados por KPMG
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

*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), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).*

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](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 de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia 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 lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

\*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.