

FECHA: 23/07/2014

**BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V., INFORMA:**

<b>CLAVE DE COTIZACIÓN</b>	INCARSO
<b>RAZÓN SOCIAL</b>	Inmuebles Carso, S.A.B. de C.V.
<b>LUGAR</b>	México, D.F.

**ASUNTO**

HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR AA+ con Perspectiva Estable para la emisión de CEBURS con clave de pizarra INCARSO 12 de Inmuebles Carso, S.A.B. de C.V.

**EVENTO RELEVANTE**

México, D.F., (23 de julio de 2014) - HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AA+ con Perspectiva Estable para la emisión de Certificados Bursátiles (CEBURS) con clave de pizarra INCARSO 12 (la Emisión y/o INCARSO 12) de Inmuebles Carso, S.A.B. de C.V. (Inmuebles Carso y/o la Empresa). Esta Emisión se encuentra al amparo del Programa Dual de CEBURS por un monto de P\$8,000.0 millones (m) o su equivalente en Unidades de Inversión (UDI'S) el cual fue autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el pasado 08 de agosto de 2012. La calificación de HR AA+ significa que el emisor o emisión se considera con alta calidad crediticia, y ofrecen gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo "+" representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma calificación.

La ratificación de la calificación a la Emisión de CEBURS con clave de pizarra INCARSO 12 se fundamenta en la calificación de largo plazo del Programa Dual de Inmuebles Carso, la cual fue ratificada por HR Ratings el pasado 09 de septiembre de 2013 en HR AA+ con Perspectiva Estable. Cualquier deterioro en la calidad crediticia de la Empresa o en las características de la Emisión podría tener un impacto sobre la calificación de la Emisión en cuestión.

La Empresa cuenta con un Programa por un monto total de P\$8,000.0m o su equivalente en UDI's, el cual cuenta con 2 emisiones vigentes al amparo del mismo, con claves de pizarra INCARSO 12 e INCARSO 13 (calificación otorgada por HR Ratings de HR AA+), por un monto acumulado de P\$8,000.0m, cubriendo el monto total del Programa. En la primera tabla del documento adjunto se detallan las principales características de la Emisión INCARSO 12.

Actualmente existe otra emisión vigente por P\$3,000.0m al amparo del Programa. En la segunda tabla del documento adjunto se muestran las principales características de las emisiones al amparo del Programa.

**Perfil de la Empresa**

Inmuebles Carso, S.A.B. de C.V. (Inmuebles Carso y/o la Empresa y/o la Emisora), a través de sus subsidiarias, se dedica principalmente a la adquisición, venta y desarrollo y arrendamiento de bienes inmuebles utilizados como oficinas, establecimientos comerciales y de servicios (incluyendo tiendas departamentales), hoteles (incluyendo su operación), universidades, hospitales, desarrollos inmobiliarios turísticos y residenciales, y clubes campestres y/o de golf.

El riesgo observado por HR Ratings sobre la calidad crediticia de la Empresa se basa en una generación estable de ingresos, en donde la mayoría de éstos provienen de arrendamientos (30.9% con partes relacionadas al 1T14), asegurando flujos constantes de efectivo y cubriendo 1.4 veces sus obligaciones de corto plazo. Por otra parte se refleja una mejora en el Margen EBITDA, cerrando en 68.9% al 1T14 (vs. 68.1% al 1T13) y se mantienen los niveles de capital de trabajo. Asimismo se refleja una mejora en la estructura de deuda, que en conjunto con un incremento del 65.7% en el Flujo Libre de Efectivo en los UDM reflejan niveles de DSCR al 1T14 de 1.59x (vs. 0.35x al 1T13). Es importante mencionar que la Empresa cuenta con una fuerte relación institucional con Grupo Carso el cual podría aportar soporte financiero en caso de presentarse un escenario de estrés adverso.

FECHA: 23/07/2014

---

Entre los factores que fundamentan la calificación de la Empresa están:

**Generación estable de Ingresos:** El 74.8% de los ingresos de Inmuebles Carso provienen de arrendamientos en los UDM al 1T14 (vs. 80.8% UDM al 1T13) con niveles de ocupación promedio superiores al 93.9% al 1T14, asegurando flujos de efectivo constantes para hacer frente a sus obligaciones financieras de corto plazo en tiempo y forma. Se estima que los Ingresos por renta pueden cubrir 1.4 veces sus obligaciones financieras no garantizadas de corto plazo al 1T14 (vs. 0.67 veces al 1T13), debido al incremento de los ingresos por arrendamiento aunado a la mejora en la Estructura de la deuda con la emisión INCARSO 13.

**Mejora en resultados financieros derivado de la Ciclicidad de Ingresos:** La Empresa presenta un crecimiento del 26.2% en los ingresos totales y un crecimiento del EBITDA del 27.7% en los UDM al 1T14 alcanzando un Margen de 68.9% (vs. 68.1% UDM al 1T13) derivado de un incremento en el segmento de venta de bienes (principalmente Plaza Carso 1) del 79.3%, representando las ventas de inmuebles 20.8% de las ventas totales de los UDM al 1T14 vs. 14.6% al 1T13.

**Niveles moderados de requerimientos de Capital de Trabajo:** El capital de trabajo representa el 4.9% (vs. 4.4% al 1T13) del flujo derivado de resultados antes de impuestos. Esta variación se estima fue principalmente consecuencia de mayores cuentas por cobrar a partes relacionadas y anticipo de clientes como resultado del incremento en ventas de bienes inmuebles. Este crecimiento moderado del capital de trabajo aunado a un mejor flujo de resultados antes de impuestos y una reducción en los impuestos a la utilidad pagados, dió como resultado una mejora del Flujo Neto de Efectivo de Actividades de Operación del 68.4%, alcanzando niveles de P\$1,955.0m en los UDM al 1T14 (vs. P\$1,160.7m al 1T13).

**Mejora en la estructura de la Deuda:** Con la incorporación de la emisión INCARSO 13, la estructura de la deuda ha mejorado, en donde al 1T14 la deuda a Corto Plazo representa el 8.3% (vs. 34.5% al 1T13), lo cual va en línea con el modelo de negocios.

**Mantenimiento de los niveles de cobertura del servicio de la deuda:** Como resultado del incremento del 65.7% en el FLE en los UDM al 1T14 el cual alcanza niveles de P\$2,001.2m (vs. P\$1,207.6m, UDM al 1T13) así como de la mejora en la estructura de deuda, se refleja un DSCR de 1.59x (vs. 0.35x al 1T13). Como referencia los años de pago de deuda a FLE disminuyeron en los UDM al 1T14 alcanzando niveles de 4.38 años (vs. 6.46 años al 1T13).

**Fuertes necesidades de CAPEX dados los planes de expansión de la Empresa:** La inversión en CAPEX en los UDM al 1T14 muestra niveles de P\$3,166.5m (vs. P\$2,637.2m UDM al 1T13). Esto impactó el nivel de endeudamiento, donde la deuda neta creció 12.5% al 1T14 vs. 1T13. No obstante se considera que la estructura de deuda es adecuada para el modelo de negocios de la Empresa.

**Mejora de resultados respecto a los esperados en nuestros Escenarios:** A pesar del periodo de lento crecimiento de nuestra economía, se ha observado una mejora en los resultados reportados de por la Empresa respecto a nuestros escenarios en términos de ventas, EBITDA, así como en los márgenes operativos. Asimismo se observan niveles de deuda similares en relación a ambos escenarios. Sin embargo es importante mencionar que esto es reflejo de la ciclicidad de ingresos por venta que la Empresa tiene.

**Fuerte relación institucional con Grupo Carso:** Las rentas son en su mayoría con partes relacionadas (30.9% al cierre de 2013), lo cual les brinda una seguridad en el cobro de las mismas y reduce el riesgo en las cuentas por cobrar. Asimismo el grupo podría aportar soporte financiero en caso de presentarse un escenario de estrés adverso. Grupo Carso tiene una calificación otorgada por HR Ratings de HR AAA con Perspectiva Estable.

**Desarrollos Integrales:** Inmuebles Carso participa en proyectos que incorporan varios sectores (comerciales, habitacionales, culturales, de salud, educativos, deportivos y hoteleros) contando con una alta diversificación de ingresos y reduciendo el riesgo de venta del proyecto. Un ejemplo de esto es Plaza Carso I y II y el nuevo desarrollo en Veracruz.

Eventos Relevantes

FECHA: 23/07/2014

### Proyectos en Proceso al 1T14

Durante 2013 la Empresa realizó un total de inversiones en propiedades por un monto de P\$2,618.5m (vs. P\$2,629.6m al cierre de 2012). Entre los principales se pueden mencionar:

El Teatro Telecel ubicado en Plaza Carso inició operaciones, incrementando el alto volumen de la Plaza. Asimismo a principios de 2013, el Hospital Star Medica Querétaro inició operaciones con instalaciones de primer nivel para incrementar las opciones en oferta de salud a los habitantes de la zona del Bajío. Asimismo se realizó la edificación del primer "museo del mar" en el Distrito Federal inició operaciones a principios del 2T14, el cual tiene un contrato de arrendamiento con una vigencia de más de 10 años.

Para los próximos 2 años la Empresa estima una inversión de aproximadamente P\$7,700.0m para continuar con los proyectos inmobiliarios que se encuentran actualmente en proceso. A continuación se mencionan los más relevantes:

Para 2014, la Empresa planea continuar con sus planes de expansión continuando con la Segunda Etapa de Plaza Carso con la construcción de oficinas corporativas, vivienda y comercio. Se estima que se termine en el último trimestre de 2015. Asimismo se está trabajando en la reconversión de la antigua planta de aluminio de ALMEXA. Este proyecto se encuentra ubicado en la Ciudad de Veracruz en un centro de usos mixtos, el cual contará entre otros con viviendas, oficinas, centro comercial, escuela, hospital, vivienda residencial y áreas deportivas.

También se están construyendo dos nuevos hospitales, uno en la ciudad de Veracruz y otro en Chihuahua. Asimismo se encuentran en análisis los proyectos hospitalarios para las ciudades de León y Tijuana. Estos hospitales iniciaran operaciones en el 1T16. Por otra parte está en proceso la construcción de un desarrollo de usos mixtos en el municipio de Tlalnepantla, Estado de México. Se estima que su terminación y apertura sea en el 2016.

### Nuevo Programa Dual de Certificados Bursátiles

La Empresa se encuentra por emitir un nuevo Programa Dual de Certificados Bursátiles de Corto y Largo Plazo hasta por un monto de P\$8,000.0m o su equivalente en Unidades de Inversión. De acuerdo con la estructura actual de la deuda se estima que los recursos que se obtengan de las emisiones al amparo del Programa serán empleados principalmente para inversiones y capital de trabajo. Se estima que la deuda de la Empresa incremente 100.0% en caso de emitirse el total del Programa, aunque se asume que sería deuda de largo plazo lo cual no presionaría el calendario de pagos ni la cobertura de deuda estimada, siguiendo en línea con su modelo de negocio. HR Ratings se encuentra en proceso de revisión de la calificación corporativa, la cual incorporara en los escenarios los posibles impactos con este nuevo Programa. HR Ratings continuará dando seguimiento a cualquier posible emisión al amparo de dicho Programa y el destino de la misma, evaluando cualquier posible impacto en los indicadores financieros o perfil de la deuda de la Empresa que pudiera derivar en una acción de calificación.

### Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings incluye el análisis de métricas financieras y flujo generado por la Empresa para determinar la capacidad de pago de la misma. Para esto, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad de pago de Inmuebles Carso y su capacidad de hacer frente a las obligaciones en tiempo y forma. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran en la tercera tabla del documento adjunto.

Los ingresos totales de Inmuebles Carso en los Últimos Doce Meses (UDM) al 1T14 alcanzan niveles de P\$6,117.9m (vs. P\$4,847.2m al 1T13), incrementando 26.2%. Este aumento se dio primordialmente en el segmento de venta de bienes, el cual incrementó a P\$1,272.8m (vs. P\$709.8m al 1T13), debido principalmente a la venta de oficinas de Plaza Carso 1. En los UDM al 1T14 la mayoría de los ingresos de la Empresa provinieron de arrendamientos (74.8%) con niveles de ocupación promedio superior al 95%, lo cual asegura flujos de efectivo constantes permitiendo cubrir obligaciones financieras de corto plazo. El costo de ventas aumentó 29.6% en los UDM debido principalmente al incremento en los ingresos alcanzando niveles de P\$1,533.2m al 1T14 (vs. P\$1,183.2m al 1T13). Por su parte, el margen bruto (Utilidad Bruta 12m/ Ventas 12m) alcanzó niveles de 74.9% (vs. 75.6% al 1T13) representando una disminución de 70 puntos base. Esta caída se debe principalmente a que a pesar del incremento en las ventas, la necesidad en los costos y gastos de venta refleja un incremento mayor por lo cual

FECHA: 23/07/2014

disminuye la utilidad bruta.

Asimismo, la Empresa presentó un nivel de EBITDA en los UDM de P\$4,216.2m al 1T14 (vs. P\$3,301.0m al 1T13) incrementando 27.7%. El margen EBITDA (EBITDA 12m /Ventas 12m) llegó a niveles de 68.9% al 1T14 (vs. 68.1% al 1T13). Esto se debe al incremento antes mencionado en los ingresos. En los UDM se ha realizado una inversión de P\$3,166.5m, del cual se estima que la mayoría es por expansión (vs. P\$2,637.2m UDM al 1T13). Esta inversión se realizó principalmente para la construcción del acuario y el Teatro que actualmente ya se encuentran en operación.

Al 1T14 la Empresa cuenta con deuda total por P\$9,308.5m (vs. P\$8,642.0m al 2T12), aumentando 7.7%. Al incorporar el nivel de efectivo e inversiones temporales, la deuda neta cierra en niveles de P\$8,774.6m (vs. P\$7,798.4m al 1T13), incrementando 12.5%. Si comparamos Deuda Neta con el EBITDA 12m la razón de pago es de 2.1 años al 1T14 (vs. 2.4 años al 1T13) disminuyendo debido al incremento del EBITDA. Es importante mencionar que con la incorporación de la Emisión INCARSO 13 la estructura de la deuda mejoró, para representar el 8.3% la deuda a corto plazo al 1T14 (vs. 34.5% al 1T13) y el 91.7% (vs. 65.6% al 1T13) restante correspondiente a deuda de largo plazo. Asimismo es relevante mencionar que el total de su deuda corresponde a deuda en pesos, lo cual nulifica el riesgo que pudiera tener por las variaciones en el tipo de cambio. Se estima que la deuda de la Empresa incrementa 100.0% en caso de emitirse el total del Programa, aunque se asume que sería deuda de largo plazo lo cual no presionaría el calendario de pagos ni la cobertura de deuda estimada, siguiendo en línea con su modelo de negocio. HR Ratings se encuentra en proceso de revisión de la calificación corporativa, la cual incorporara en los escenarios los posibles impactos con este nuevo Programa.

La Empresa presentó en los UDM un Flujo Libre de Efectivo (FLE) acumulado al 1T14 de P\$2,001.2m (vs. P\$1,207.6m al 1T13) incrementando 65.7. Es importante destacar que para el cálculo del FLE es ajustado el Capital de Trabajo utilizándose un promedio de los últimos trimestres observados para reducir el impacto de la ciclicidad y estacionalidad en los resultados. Por otro lado, se observa un DSCR de 1.59x al 1T14 (vs. 0.35x al 1T13), debido a la mejora en la estructura de deuda de la Deuda así como el incremento en el FLE. Como referencia los años de pago de deuda a FLE disminuyeron en los UDM al 1T14 alcanzando niveles de 4.38 años (vs. 6.46 años al 1T13).

### Comparativo vs. Proyecciones Realizadas

Los resultados reportados por la Empresa al 1T14 se encuentran por arriba de las proyecciones realizadas por HR Ratings el pasado 09 de septiembre de 2013, fecha en que se ratificó la calificación corporativa de Largo Plazo de la Empresa. En la cuarta tabla del documento adjunto se muestra una tabla comparativa de lo observado en los UDM al 1T14 y las proyecciones tanto del escenario base como del escenario de estrés.

Al comparar los resultados que presentó Inmuebles Carso en los UDM al 1T14 con las proyecciones realizadas por HR Ratings, observamos niveles más altos en términos de ventas, EBITDA, así como en los márgenes operativos. Por otro lado se observan niveles de deuda similares en relación a ambos escenarios.

Como se muestra en la tabla anterior, las ventas observadas en los UDM al 1T14 presentan mejores niveles que los proyectados por HR Ratings para el mismo periodo (vs. 22.1% en relación al escenario base y 34.6% en relación al escenario de estrés). Esto se estima, fue en parte por el incremento en los ingresos del segmento de venta de bienes el cual incrementó 33.2% en relación a lo que se tenía proyectado en nuestro escenario base, ya que se estimaba una menor venta de bienes para este periodo.

Por otra parte los márgenes operativos se observan en niveles superiores a lo proyectado por HR Ratings en ambos escenarios. Esto se debe a un mayor EBITDA el cual fue 33.8% superior al escenario base y 55.3% mayor que el escenario de estrés. Este margen se debe principalmente a la ciclicidad de las ventas ya que incrementan los ingresos por la venta de inmuebles absorbiendo más costos fijos, sin embargo en los periodos que existe una menor venta, el margen regresa a niveles estables.

La deuda total de la Empresa así como la deuda neta observada reflejan niveles por debajo de las proyecciones (-1.8% y -5.7% en la deuda total; y -3.4% y -7.4% en la deuda neta, respectivamente al escenario Base y Estrés). Por su parte la relación de pago de años de deuda (Deuda Neta / EBITDA) presenta niveles por debajo de lo proyectado en ambos escenarios. Lo anterior

## Evento Relevante de Calificadoras



FECHA: 23/07/2014

---

se debe por el efecto tanto en el EBITDA en relación con los escenarios base y estrés, así como la disminución de la deuda.

Asimismo se observa que el Flujo Libre de Efectivo Ajustado presenta un incremento de 72.7% de lo proyectado en el escenario Base. Esto se debió principalmente a una mayor absorción de los costos / gastos por mayores ventas de inmuebles reflejándose en un mejor EBITDA, y menores impuestos a la utilidad, parcialmente contrarrestado por un incremento del Capital de Trabajo ajustado respecto al proyectado.

De acuerdo al análisis realizado por HR Ratings, se ratificó la calificación de largo plazo de HR AA+ con Perspectiva Estable para la Emisión de Certificados Bursátiles con clave de pizarra INCARSO 12 de Inmuebles Carso S.A.B. de C.V.

ANEXOS del Escenario Base incluidos en el documento adjunto.

ANEXOS del Escenario Estrés incluidos en el documento adjunto.

### Contactos

José Luis Cano  
Director de Deuda Corporativa  
E-mail: [joseluis.cano@hrratings.com](mailto:joseluis.cano@hrratings.com)

Mariela Moreno  
Analista  
E-mail: [mariela.moreno@hrratings.com](mailto:mariela.moreno@hrratings.com)

Felix Boni  
Director General de Análisis  
E-mail: [felix.boni@hrratings.com](mailto:felix.boni@hrratings.com)

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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

Metodología de Calificación para Empresas Industriales, de Comercio y Servicio, de Abril de 2008.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)

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 HR AA+ / Perspectiva Estable

Fecha de última acción de calificación 09 de septiembre de 2013

Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación. 1T10 al 1T14

Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas Información trimestral interna y anual dictaminada por Deloitte proporcionada por la Empresa.

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

FECHA: 23/07/2014

---

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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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 o emitidas 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, a la 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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

### **MERCADO EXTERIOR**