

Calificación

CBE Zacatecas HR AA+ (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Luisa Adame
Asociada Senior
luisa.adame@hrratings.com

Alejandra Campa
Analista Senior
alejandra.campa@hrratings.com

Roberto Ballínez
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas / Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos
Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas / Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

Monto de endeudamiento autorizado	P\$7,341.7m
Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar	Estado de Zacatecas
Fiduciario	Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero
Fideicomisario en Primer Lugar	Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte
Vehículo legal	Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121
Ingresos Afectados	49.0% del FGP y 25.0% del FAFEF correspondientes al Estado
Crédito Banorte (2017)	P\$4,073.5m
Denominación	Pesos mexicanos
Tasa de interés ordinaria	TIIE _{3m} + sobretasa*
Tasa de interés moratoria	2.0x la tasa de interés ordinaria vigente
Pago de intereses	Mensual
Pago de capital	Mensual
Amortización	239 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a 1.3%, sin considerar periodo de gracia.
Plazo	240 meses
Fondo de reserva	2.0x el servicio de la deuda inmediato siguiente.
Cobertura de tasa de interés	CAP o SWAP por un periodo de 3 años.
Porcentaje asignado	27.19% del FGP y 13.87% del FAFEF correspondientes al Estado.
Destino	Refinanciamiento
Fecha de vencimiento	Abril de 2037

*La sobretasa se determina con base en la calificación de mayor nivel de riesgo que obtenga el crédito.
Fuente: HR Ratings con información del contrato de crédito.

Definición

La calificación que determinó HR Ratings al Crédito Bancario Estructurado celebrado al amparo del Fideicomiso No. 1121 entre el Estado de Zacatecas y Banobras es HR AA+ (E), en escala local, con Perspectiva Estable. Esta calificación considera que la estructura cuenta con alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Asimismo, mantiene muy bajo riesgo crediticio ante cambios económicos y financieros adversos. El signo “+” representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings asignó la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable al crédito contratado por el Estado de Zacatecas con Banorte por un monto inicial de P\$4,073.5m.

La asignación de la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable al crédito bancario estructurado contratado por el Estado de Zacatecas (Zacatecas y/o el Estado) con Banorte¹ es resultado, principalmente, del análisis de los flujos de la estructura realizados por HR Ratings bajo un escenario de estrés cíclico y un escenario de estrés crítico. Este último análisis determinó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 76.0%, lo que indica que los ingresos correspondientes al pago de este crédito podrían disminuir 76.0% más, en un periodo de 13 meses, respecto de los flujos sujetos a estrés cíclico y aún seguirían cumpliéndose las obligaciones de pago del crédito. El cálculo de la TOE supone el uso del fondo de reserva de tal manera que se podría garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico. Por otro lado, la calificación quirografaria vigente del Estado de Zacatecas es HR A- con Perspectiva Estable. Asimismo, con base en el dictamen legal entregado por el despacho jurídico externo e independiente, la estructura financiera recibió una opinión legal *satisfactoria*.

La apertura del crédito contratado por el Estado de Zacatecas por un monto inicial de P\$4,073.5 millones (m) se realizó al amparo del Fideicomiso Maestro Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121. El porcentaje asignado al pago del crédito es de 27.19% del total del Fondo General Participaciones (FGP) que mensualmente le corresponde al Estado y 13.87% de los ingresos del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) que le corresponden al Estado. De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el mes de mayor debilidad sería agosto de 2018, con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) esperada de 3.3x (veces) en el escenario de estrés cíclico. La fecha de vencimiento del crédito es en abril de 2037.

Tabla 1. Variables Relevantes: CBE Estado de Zacatecas con Banorte P\$4,073.5m
(cifras en millones de pesos nominales)

TOE: 76.0%	2015	2016	TMAC ₂₀₁₂₋₂₀₁₆	Escenario Base			Escenario de Estrés ¹		
				2017	2037	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₇	2017	2037	TMAC ₂₀₁₆₋₂₀₃₇
FGP Estatal	5,228	6,222	7.2%	6,474	23,115	6.4%	6,474	16,739	4.8%
FAFEF Estatal	451	476	3.8%	509	1,442	5.4%	509	1,084	4.0%
TIIE ₂₈	3.3%	4.6%		7.0%	4.9%		7.0%	5.8%	
DSCR Primaria ³				Min 4.3x	Prom 7.0x	Max 8.2x	Min 3.6x	Prom 5.3x	Max 6.0x

Nota: 1) Escenario de Estancamiento, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento y 3) Promedio anual de las DSCR's mensuales.

Fuente: HR Ratings con base en fuentes públicas y estimaciones propias.

Algunos de los aspectos más importantes en los que se basa la calificación son los siguientes:

- **Contrato de Crédito.** El 24 de abril de 2017 se firmó el crédito por un monto inicial de P\$4,073.5m a un plazo de hasta 240 meses. El 02 de junio de 2017, el Estado dispuso la totalidad del crédito, por lo que, de acuerdo con el pagaré, el primer pago se realizó en junio de 2017 y el último se realizaría en abril de 2037. La amortización del crédito se realizaría a través de 239 pagos mensuales, consecutivos y crecientes a una tasa de 1.3%.
- **DSCR Primaria.** Para 2017, en un escenario base, se esperaría una DSCR promedio mensual de 3.5x. En un escenario de estrés, la cobertura esperada para los próximos cinco años (2018-2022) sería 4.2x. La DSCR mínima anual considerando un escenario de estrés sería de 3.6x en 2018.
- **Fondo de Reserva.** La estructura establece la constitución de un fondo de reserva, cuyo saldo objetivo es equivalente a dos veces el siguiente pago de capital e intereses ordinarios. Este fondo se deberá mantener y, en su caso, reconstituirse durante la vigencia del crédito.
- **Aceleración y Vencimiento Anticipado.** El Banco podría acelerar el pago del crédito en caso de que el Estado no mantenga una cobertura de tasa de interés, dos calificaciones del crédito sin estipular un nivel mínimo y ciertos límites de razones de finanzas públicas a partir del cierre del ejercicio fiscal de 2017. Por otro lado, en caso de que el Estado no mantenga el saldo objetivo del fondo de reserva, el Banco podría vencer anticipadamente el pago del crédito.
- **Fuente de Pago.** El crecimiento nominal del FGP estatal en 2015 fue -3.6% y en 2016 fue 19.0%. Para 2017, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación, se espera un crecimiento nominal de 4.1%. Por otro lado, el FAFEF estatal tuvo un crecimiento en 2015 y 2016 de 7.0% y 5.6%, respectivamente. Para 2017 se presupuestó un crecimiento nominal de 7.0%.

¹ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o el Banco).

Principales factores considerados

El proceso de análisis que HR Ratings realizó para determinar la calificación crediticia, del crédito bancario estructurado considera los siguientes factores: 1) el análisis del desempeño financiero de la estructura bajo diferentes escenarios económicos y financieros², 2) la opinión legal acerca de la constitución del fideicomiso y del contrato de crédito, y 3) la calificación quirografaria.

A continuación, se presentan algunos de los principales factores considerados para la asignación de la calificación del crédito:

- Con base en el análisis realizado, en el periodo de estrés crítico, se obtuvo una TOE de 76.0%, lo cual significa que los ingresos asignados al pago de las obligaciones del crédito podrían disminuir un 76.0% más respecto al escenario de estrés cíclico y la estructura seguiría cumpliendo, en tiempo y forma, con sus obligaciones. Lo anterior considerando los recursos del fondo de reserva de tal manera que se garantice su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico.
- El análisis se realizó bajo un escenario de estanflación, entendido como un escenario de bajo crecimiento y altos niveles de inflación. En este escenario se considera que el valor promedio esperado de la TII_{E28} durante la vigencia del crédito sea de 6.6% en comparación con el esperado de 5.8% en un escenario base. La TMAC₂₀₁₆₋₂₀₃₇ del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sería de 4.3% en un escenario de estrés, mientras que en un escenario de base se esperaría 3.9%.
- A mayo de 2017, el Estado de Zacatecas recibió por concepto de FGP un monto acumulado de P\$3,107m, mientras que lo presupuestado al inicio del año por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) fue P\$2,626m, lo que resulta en una variación positiva de 18.3%. En el mismo periodo en 2016, el Estado recibió por FGP un monto de P\$2,708m, por lo que el monto entregado en los primeros cinco meses de 2017 es 14.7% superior al entregado en el mismo periodo de 2016.
- El FAFEF forma parte de las Aportaciones Federales (Ramo 33) y se calcula con base en la RFP establecida en la Ley de Ingresos. El monto presupuestado en 2017 para el Estado de Zacatecas equivale a P\$509.2m. Dicho monto se transfiere a través de 12 ministraciones iguales equivalentes a P\$42.4m.
- De acuerdo con nuestra metodología de calificación y con base en el dictamen legal entregado por el despacho de abogados, externo e independiente, esta estructura recibió una opinión legal *satisfactoria*.
- Entre las consideraciones extraordinarias analizadas por HR Ratings, se encuentran las siguientes:
 - El Estado deberá de cumplir con ciertas obligaciones, de lo contrario, el Banco podría acelerar el pago del crédito otorgándole al Estado un periodo de cura de 12 meses. Dentro de estas obligaciones se encuentran la de mantener una cobertura de tasa de interés, dos calificaciones del crédito sin

² Los escenarios económicos y financieros con los que se analiza la estructura son base y estrés. En la sección de "Análisis de la Fuente de Pago" se exponen las diferencias entre ellos.

estipular un nivel mínimo y cumplir con ciertas métricas de razones de finanzas públicas a partir del cierre del ejercicio fiscal de 2017. Actualmente, el Estado se encuentra en proceso de contratar la cobertura de tasa de interés y de contar con una segunda calificación del crédito. Es importante mencionar que para HR Ratings, la activación de un evento de aceleración no representa un riesgo para la estructura.

- La calificación quirografaria vigente del Estado de Zacatecas es HR A- con Perspectiva Estable. La asignación de la calificación quirografaria fue publicada por HR Ratings el 17 de julio de 2017.

Características de la Estructura

El 24 de abril de 2017 se celebró el contrato de apertura de crédito simple entre el Estado de Zacatecas y Banorte por un monto inicial de P\$4,073.5m a un plazo de 240 meses. Lo anterior al amparo del Decreto No. 110 publicado en el Periódico Oficial del Estado de Zacatecas el 31 de diciembre de 2016. Asimismo, el 28 de febrero de 2017 se celebró el acta de fallo y determinación de los resultados de la licitación pública para la contratación de financiamientos.

El crédito se realizó al amparo del Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. 1121, mismo que tiene afectado 49% de los recursos, presentes y futuros, del Fondo General Participaciones (FGP) que le corresponde al Estado de Zacatecas y 25% del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) que correspondan al Estado. El porcentaje asignado al crédito corresponde a 27.19% del FGP estatal y 13.87% del FAFEF que le corresponden al Estado.

El pago de capital se realizará a través de 239 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa de 1.3%. El Estado no contó con un periodo de gracia por lo que el primer pago se realizó en junio de 2017 y el último se realizaría en abril de 2037.

A partir de la disposición del crédito, el Estado realiza pagos mensuales de intereses ordinarios, los cuales se calcularán sobre saldos insolutos a la tasa que resulte de sumar la TII E₂₈ más una sobretasa que estará en función de las calificaciones del crédito. En caso de mora, la cantidad no pagada causará intereses moratorios desde la fecha de su vencimiento y hasta el día en que quede totalmente pagada. La tasa interés moratorio es equivalente a 2.0x la tasa de interés ordinaria.

Dentro del fideicomiso se ha constituido un fondo de reserva, el cual deberá ser como mínimo, en todo momento, equivalente a los 2.0x el siguiente pago de capital e intereses ordinarios.

Como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia asignada, HR Ratings realizará un seguimiento al desempeño financiero del fideicomiso, así como al comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá ratificar o modificar la presente calificación, o su perspectiva, en el futuro.

Glosario

Aportaciones Federales (Ramo 33). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal transfiere a las entidades federativas con el objetivo de fortalecer sus presupuestos en materia de educación, salud y asistencia social. La distribución de estos recursos se da mediante ocho fondos, de los cuales el FORTAMUN, FAISE, FAISM, y FAFEF³ pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor máximo de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (SWAP). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito contratado o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

Escenarios Macroeconómicos. Proyecciones sobre ciertas variables económicas y financieras, suponiendo, por un lado, un escenario base con la evolución más probable de estas variables, así como dos escenarios de estrés, uno de bajo crecimiento económico y alta inflación (Estanflación) y, por otro, un escenario de bajo crecimiento económico y baja inflación.

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS⁴, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y municipios, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente.

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda Primaria (DSCR por sus siglas en inglés). Indica el número de veces (x) que los ingresos disponibles son capaces de cubrir el servicio de la deuda (pago de capital e intereses) en un momento determinado.

Tasa Objetivo de Estrés (TOE). Es la máxima reducción posible de los ingresos disponibles de una estructura de deuda, a lo largo de un periodo de Estrés Crítico, sin caer en incumplimiento de pago (*default*). Los ingresos disponibles consideran el fondo de reserva, el cual debe restituirse al final de dicho periodo. El valor de la TOE equivale a una calificación cuantitativa.

TMAC. Tasa Media Anual de Crecimiento.

³ FORTAMUN: Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios, FAISM: Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social Municipal, FAISE: Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social Estatal y FAFEF: Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas.

⁴ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

Estado de Zacatecas

Crédito Bancario Estructurado Banorte (P\$4,073.5m, 2017)

HR AA+ (E)

Finanzas Públicas
26 de julio de 2017

HR Ratings Alta 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Laura Mariscal +52 55 1500 0761
laura.mariscal@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

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 calificadoradora:

Metodología de Productos Estructurados para Estados y Municipios: Deuda apoyada por Participaciones Federales de los Estados, 24 de enero de 2013.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar 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	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2011 a mayo de 2017
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado y fuentes de información pública
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N.A.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N.A.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora 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 Ratings 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 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 calificadoradora 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 calificadoradora 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).