

CREDIT OPINION

7 November 2019

Actualización
 Califique este reporte

CALIFICACIONES
Oaxaca, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba3
Type	LT Issuer Rating - Dom Curr
Outlook	Stable

Para mayor información, favor de consultar la sección de calificaciones al final de este reporte. Las calificaciones y perspectiva mostradas reflejan información a la fecha de publicación.

Analistas de Contacto

Matthew Walter +52.55.1253.5736
 AVP-Analyst
 matthew.walter@moodys.com

Nuvia Martinez +52.55.1555.5309
 Reyes
 Analyst
 nuvia.martinez@moodys.com

Maria Martinez-Richa +52.55.1253.5729
 VP-Senior Analyst
 mariadelcarmen.martinez-
 richa@moodys.com

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
 Associate Managing Director
 alejandro.olivo@moodys.com

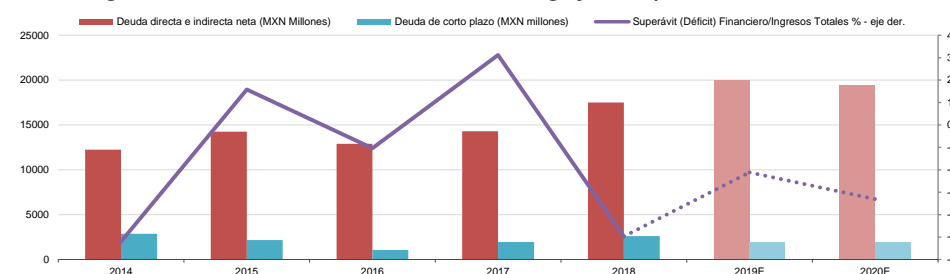
Estado de Oaxaca (México)

Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Oaxaca](#) (Ba3/A3.mx estable) se caracteriza por un bajo nivel de ingresos propios junto con una posición de liquidez ajustada y un nivel de endeudamiento moderado, pero creciente. El PIB per cápita de Oaxaca era equivalente a solo 45% del nivel nacional en 2017 y este rezago económico no solo restringe la capacidad de generar ingresos, sino también genera presiones en gasto social e infraestructura. Oaxaca reportó déficits financieros que promediaron 1.3% de los ingresos totales entre 2014 y 2018 y liquidez baja, con una razón de efectivo a pasivos circulantes de 0.2x al final del periodo. La actual administración piensa contratar nueva deuda de largo plazo para financiar obras públicas durante 2020. Estimamos que reportará déficits financieros de 1.2% en 2019 y 3.2% en 2020, y que los ingresos por nuevos financiamientos le permitirán mantener su razón de liquidez en un rango 0.2-0.4x. Si por el contrario la liquidez se reduce a niveles aún más bajos, habría presión a la baja en las calificaciones del estado.

Gráfico 1

Oaxaca sigue financiando sus déficits con deuda de largo y corto plazo


Fuentes: Estados financieros del Estado de Oaxaca, Moody's Investors Service

Fortalezas crediticias

- » Moderados, pero crecientes niveles de deuda
- » Bajos pasivos por pensiones

Retos crediticios

- » Presiones en el gasto social y en infraestructura que generan déficits recurrentes
- » Bajos niveles de ingresos propios
- » Ajustada posición de liquidez

Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestra expectativa que el estado registrará déficits dentro del rango histórico y que la contratación de nueva deuda de largo plazo le permitirá mantener una posición de liquidez ajustada, pero estable y en línea con la mediana de sus pares nacionales.

Factores que podrían cambiar la calificación al alza

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un alza en la calificación. Sin embargo, el fortalecimiento de los resultados financieros junto con una mejora considerable de la posición de liquidez podrían generar presión al alza.

Factores que podrían cambiar la calificación a la baja

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos una baja en la calificación. Sin embargo, el registro de déficits financieros mayores a los proyectados que resulten en un deterioro en la ya estrecha liquidez y/o un mayor uso de deuda de corto plazo podría generar presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores clave

Gráfico 2

Estado de Oaxaca

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	19.3	21.3	18.6	19.1	22.7	24.6	22.7
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.5	0.6	1.3	1.4	2.1	1.3	-2.1
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]	-5.2	1.6	-1.0	3.1	-5.0	-2.1	-3.3
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-5.2	1.6	-1.0	3.1	-5.0	-2.1	-3.3
Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)	4.3	5.2	4.8	5.1	5.7	5.3	5.4
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	48.1	49.7	45.1	44.9	-	-	-

[1] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales

Fuentes: Estados financieros del Estado de Oaxaca, INEGI con cifras de CONAPO, Moody's Investors Service.

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El perfil crediticio del Estado de Oaxaca combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba3 y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal de [México](#) (A3 negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Base económica limitada que genera bajos niveles de ingresos propios

La economía del estado depende en gran medida en la agricultura y en el turismo y la economía local genera niveles de riqueza muy por debajo del promedio nacional. Más del 40% de la población vive en condiciones de pobreza. La economía estatal tuvo un crecimiento real de 1% anual en promedio entre 2013 y 2017, la mitad del ritmo de crecimiento promedio nacional durante el mismo periodo. Estas restricciones relativas de la economía regional limitan su capacidad de generar tanto ingresos propios, como aumentar su proporción de participaciones que se reparten a los estados, basada en una fórmula que pondera el crecimiento en la recaudación de ingresos propios y el crecimiento de la economía local. Esta situación constituye uno de los retos más importantes para Oaxaca dado que restringe su capacidad para financiar el gasto. Los ingresos propios del estado fueron equivalentes a 5.7% de los ingresos totales en 2018, en línea con su rango histórico y por debajo de la mediana de 7.7% para los estados mexicanos calificados en Ba.

El estado está implementando medidas para atacar su baja recaudación que estimamos tendrán efectos positivos, pero modestos en el mediano plazo. Las propuestas incluyen nuevos impuestos que serían aplicados a partir del año 2020 a actividades mineras y otros servicios profesionales, los cuales requerirían aprobación del congreso estatal. Adicionalmente, Oaxaca pretende llevar a cabo un proceso de renovación de placas vehiculares durante 2020 que podría generar hasta MXN 200 millones en ingresos adicionales. El

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia a la que se haga referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moody.com para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

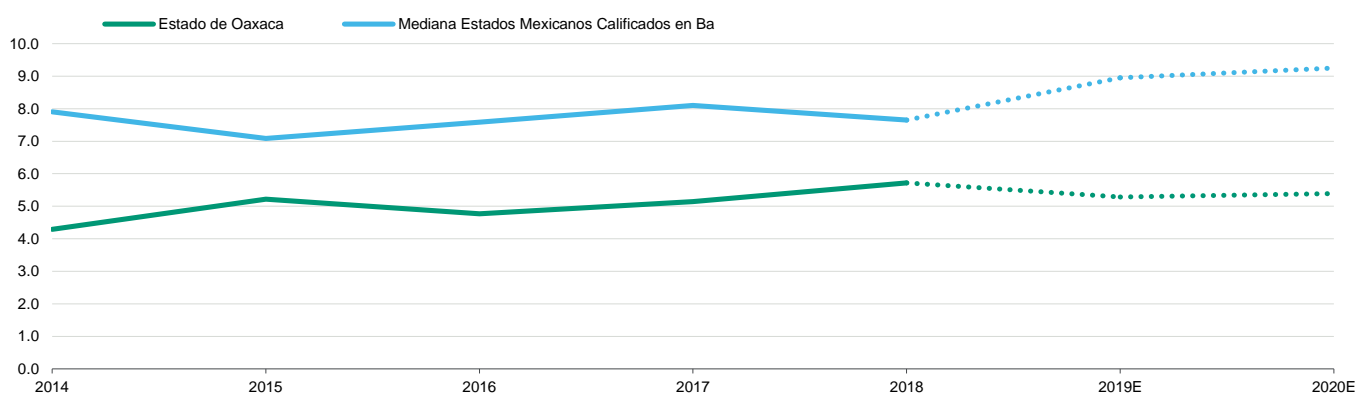
estado también está tomando acción para ampliar la base de contribuyentes a través de acciones de fiscalización y con convenios de colaboración para el intercambio de información con organismos federales. Sin embargo, los altos índices de informalidad económico en Oaxaca seguirán presentando un reto en este ámbito.

El gobierno federal ha manifestado que le dará prioridad a proyectos de obra pública en los estados del sur del país – entre ellos Oaxaca – para cerrar su brecha de infraestructura. De materializarse dichas inversiones, contribuirían al desarrollo económico del estado. Sin embargo, estimamos que cualquier beneficio en los ingresos propios de Oaxaca se materializaría en el largo plazo. Durante el periodo de enero a septiembre 2019, el crecimiento en la recaudación de los impuestos fue de 3% versus el mismo periodo de 2018, en línea con su rango histórico. Esperamos que Oaxaca continuará registrando niveles bajos de ingresos propios de alrededor 5.3-5.4% de los ingresos totales durante 2019-2020.

Gráfico 3

Oaxaca reporta bajos niveles de ingresos propios como consecuencia de su limitada base económica

Ingresos propios/Ingresos totales (%)



Fuentes: Estados financieros del Estado de Oaxaca, Moody's Investors Service

Presiones recurrentes en gasto social y en infraestructura que generan déficits

Oaxaca históricamente ha registrado déficits financieros recurrentes debido al crecimiento alto y sostenido del gasto. Durante 2018 el estado reportó un déficit equivalente a 5% de sus ingresos totales, el más alto desde 2014, debido a un aumento de 11% en los egresos frente un crecimiento de solo 3% en los ingresos. Tras dos sismos en septiembre 2017 que causaron daños importantes en el estado, el gasto de capital incrementó un 34% durante 2018, un incremento que se financió en parte con recursos de un nuevo crédito colocado con el apoyo del FONAREC (Fondo Nacional de Reconstrucción) por MXN 1,200 millones. El estado también recibió apoyo del Fondo de Desastres Naturales de México (Fonden), que a menudo proporciona ayuda federal después de eventos severos, ayudando a contener las presiones financieras que derivan de dichos eventos. Sin embargo, estos apoyos no compensan completamente los efectos negativos, especialmente los relativos a la actividad económica local.

Para 2019 el estado se está beneficiando de un fuerte crecimiento en las transferencias federales no etiquetadas (participaciones), las cuales aumentaron 10% durante el periodo enero – septiembre versus el mismo periodo de 2018, y en las aportaciones federales, que crecieron 8%. Al mismo tiempo se ha presupuestado un leve recorte en el gasto de capital para 2019. Sin embargo, a pesar de que una porción importante del gasto social se financia con ingresos federales etiquetados, sigue representando una presión para el estado ya que necesita dedicar también ingresos propios. Los egresos en salud, vivienda, educación y protección social representan aproximadamente 58% del gasto total del estado y el gasto en estos rubros creció a una tasa media compuesta anualizada de 8% durante los últimos tres años. Derivado de estas tendencias, estimamos que el estado volverá a reportar un déficit financiero durante 2019, aunque menor al déficit reportado el año pasado, equivalente a 2.1% de los ingresos totales.

Para 2020 estimamos que el crecimiento de las participaciones y aportaciones será menor debido a una consolidación fiscal del gobierno federal. También estimamos que el gasto de capital volverá a crecer en Oaxaca dado su plan de obra pública para el cual va a adquirir MXN 3,500 millones en nueva deuda de largo plazo. Para la inversión de dichos recursos, el estado ha identificado 111 proyectos de infraestructura incluyendo gastos importantes en caminos y puentes, proyectos de rehabilitación, modernización y ampliación de la red hidráulica, eléctrica, espacios públicos y alumbrado, entre otros. Estos factores así como el crecimiento continuo

en el gasto social resultará en un déficit de alrededor de 3.3% de los ingresos totales en 2020. Si Oaxaca vuelve a reportar un déficit similar al déficit de 5% observado en 2018 o mayor, habría presión a la baja en sus calificaciones.

Moderados, pero crecientes niveles de deuda

El Estado de Oaxaca registra niveles moderados, pero crecientes de deuda comparados con sus pares nacionales, equivalentes al 22.7% de los ingresos totales a finales de 2018. A septiembre del año 2019, el saldo insoluto de la deuda directa e indirecta neta era de MXN 16,144.8 millones, incluyendo créditos de corto plazo por MXN 1,700 millones.

Después de un refinanciamiento llevado a cabo en el cuarto trimestre de 2018, la deuda directa bruta consiste en ocho créditos de largo plazo. De estos créditos, cinco cuentan con una afectación de las participaciones del estado como fuente de pago para el servicio de la deuda. El estado también tiene un crédito de Banobras que cuenta con una afectación del 12.23% de los ingresos del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF) que corresponden al estado y también de una porción de sus participaciones federales como fuente de pago. Los otros dos consisten en un crédito con Banobras bajo el programa FONAREC y otro con Banobras para el Sistema de Justicia Penal. Oaxaca afectó participaciones federales para pagar los intereses de los dos créditos colocados bajo estos programas, pero el pago del principal se encuentra respaldado con los recursos de los bonos cupón cero emitidos por el Gobierno Federal. Debido a que el estado sólo tiene la obligación de cubrir los intereses, Moody's excluye estas obligaciones del cálculo de la deuda directa e indirecta neta, pero incluye el pago por intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Bajo el refinanciamiento llevada a cabo en octubre 2018 Oaxaca refinanció la mayoría de sus créditos de largo plazo, incluyendo algunos créditos que contaban con bonos cupón cero emitidos por el gobierno federal bajo el programa PROFISE (Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad) y FONAREC. Dado que los nuevos créditos no cuentan con un bono cupón cero para el pago del principal, ya no se descuentan estos créditos del cálculo de la deuda total, por lo que el nivel de deuda directa e indirecta neta aumentó levemente a 22.7% de los ingresos totales en diciembre 2018 versus 19.1% en 2017, un nivel todavía por debajo de la mediana de los estados calificados en Ba.

Moody's también incluye en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples. Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa (INFE) en cada entidad federativa, Moody's considera que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. En el caso del INFE del Estado de Oaxaca, el monto recibido durante 2018 ascendió a aproximadamente MXN 1,624.

Estimamos que la deuda directa e indirecta neta de Oaxaca subirá a 24.6% al final de 2019 derivado de su plan de adquirir MXN 3,500 millones en nuevos financiamientos. Oaxaca también está considerando llevar a cabo otro refinanciamiento de sus créditos de largo plazo bajo una nueva estructura. Moody's monitoreará este proceso para estimar posibles impactos en el servicio de la deuda. Para 2020, estimamos que su métrica de endeudamiento caerá levemente a 22.7% como consecuencia de la amortización de sus créditos.

Ajustada posición de liquidez

Como resultado de los déficits financieros recurrentes, la posición de liquidez de Oaxaca se ha mantenido apretada. El indicador de efectivo a pasivo circulante se ubicó en 0.2x a finales de 2018 versus 0.3x en 2017. A septiembre de 2019, la posición de efectivo del estado había subido más que los pasivos circulantes, por lo que el indicador quedó en 0.6x. Sin embargo, las necesidades de liquidez suelen incrementarse a finales de año, por lo cual estimamos que esta métrica quedará a finales de 2019 en 0.4x. Para 2020, estimamos que el registro de otro déficit financiero conllevará un incremento en los pasivos circulantes, incluyendo el uso continuo de créditos de corto plazo, y por ende estimamos que la razón de efectivo/pasivos circulantes podría volver a caer a 0.2x. La baja liquidez del estado lo deja con una capacidad muy limitada de absorber choques no esperados, y representa un reto crediticio importante.

Bajo pasivo por pensiones

Oaxaca enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos con respecto a otros estados mexicanos calificados por Moody's. Los resultados de un estudio actuarial independiente de 2016 (último disponible) muestran que los pasivos por pensiones no fondeados ascendieron a MXN 18,710 millones en dicho periodo, monto equivalente a 24% de sus ingresos totales de 2018, muy por debajo de la mediana de 106% para los estados mexicanos calificados por Moody's. El estudio actuarial proyecta que el año 2023 será el año de descapitalización, es decir, el periodo cuando el estado empezará a hacer aportaciones extraordinarias para cubrir el pasivo

no fondeado. Sin embargo, se proyecta que dichas aportaciones extraordinarias serán pequeñas, equivalentes a menos de 0.5% de los ingresos totales, ejerciendo una presión limitada en las finanzas del estado. Si bien el estado implementó una reforma en 2012 para incorporar aumentos en las aportaciones del empleado y del patrón e incrementos a los años de servicios y edades mínima de retiro, actualmente no tiene planes concretos para implementar nuevas reformas.

Consideraciones de apoyo extraordinario

Asignamos una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Oaxaca. La baja probabilidad refleja nuestra apreciación de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

Consideraciones ESG

Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno (ESG por sus siglas en inglés) informan nuestro análisis crediticio del Estado de Oaxaca.

Moody's toma en cuenta el impacto de los factores ambientales (E), sociales (S) y de gobierno corporativo (G) al determinar las fortalezas económicas y financieras de los emisores subsoberanos. En el caso del Estado de Oaxaca, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales son materiales para el perfil crediticio del Estado de Oaxaca. El estado tiene una alta exposición a diferentes tipos de desastres naturales como son los ciclones tropicales, las lluvias extremas que causan inundaciones y los sismos. Entre 2001 y 2018 el estado tuvo 61 declaratorias de desastres naturales, el segundo más alto entre los estados mexicanos. Si bien el apoyo del Fonden ayuda a contener las presiones financieras que derivan de dichos eventos, no compensa completamente. Los riesgos ambientales ya están capturados en las calificaciones actuales de Oaxaca.

Los riesgos sociales son materiales para el perfil crediticio de Oaxaca. El estado tiene un muy alto nivel de rezago social en indicadores que abarcan de pobreza, analfabetismo y acceso a servicios básicos, y sus altas necesidades en términos de desarrollo social seguirán presionando el gasto en el largo plazo. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales de Oaxaca.

En términos de administración y gobierno interno, Oaxaca cumple en términos generales con el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. Si bien los déficits recurrentes y la baja liquidez del estado reflejan deficiencias en su planeación y el gestión del presupuesto, estas prácticas están en línea con sus pares nacionales. Las consideraciones de gobierno interno ya están capturadas en las calificaciones actuales del estado.

Mayores detalles se proveen en la sección de "Evaluación del riesgo crediticio base". Nuestro enfoque de ESG se explica en nuestra metodología intersectorial "[Principios generales para evaluar riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo](#)".

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

En el caso del Estado de Oaxaca, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA, por sus siglas en inglés) asignada de ba3 difiere en dos niveles con el resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de ba1 de la BCA de la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 6 (presentado abajo) en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la más fuerte calidad crediticia relativa y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de A3, reflejado en la calificación del bono soberano de México. La diferencia entre el resultado de la BCA indicado por la matriz y la BCA asignada refleja un número de factores que no captura la matriz, tales como la alta concentración económica en los sectores de turismo y agricultura.

Para mayor detalle sobre nuestro enfoque para la calificación, favor de ver la [Metodología de Calificación: Gobiernos Locales y Regionales](#), 16 de Enero de 2018.

Gráfico 4

Estado de Oaxaca

Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA)	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub factores	Total de Sub factores	Ponderación de Factores	Total
Matriz de factores 2017						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza económica	9	45.64	70%	9	20%	1.80
Volatilidad Económica	9		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.40
Flexibilidad Financiera	9		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	5	1.71	12.5%	4.25	30%	1.28
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.26	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	19.10	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	3	11.00	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno - MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
Riesgo Idiosincrásico Estimado Puntaje						5.98(6)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						ba1

Fuente: Moody's Investors Service

Estado de Oaxaca

Calificaciones de Deuda				
Acreeedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México	
Banobras	5,000	Baa1	Aa1.mx	
Banobras	4,000	Baa1	Aa1.mx	
Banobras	2,155	Baa1	Aa1.mx	
Santander	700	Baa1	Aa1.mx	

Fuente: Moody's Investors Service

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente. Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE

1201162

CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454