

## OPINIÓN CREDITICIA

### Índice:

CALIFICACIONES	1
RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	2
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	2
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	5
RESULTADOS DEL MODELO DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	5
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUBSOBERANAS DE MOODY'S	5
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	8

### Contactos:

MEXICO 52.55.1253.5700

María del Carmen Martínez-Richa 5255.1253.5729

Assistant Vice President – Analyst  
mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com

Roxana Muñoz 5255.1253.5716  
Analyst

roxana.munoz@moodys.com  
Alejandro Olivo 5255.1253.5742

Vice President – Senior Credit Officer  
[alejandro.olivo@moodys.com](mailto:alejandro.olivo@moodys.com)

LONDON 44.20.7772.5454

David Rubinoff  
Team Managing Director  
[david.rubinoff@moodys.com](mailto:david.rubinoff@moodys.com)

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del Estado de Sinaloa, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moody's. Haz clic aquí para el enlace.

# Sinaloa, Estado de

México

## Calificaciones

### Sinaloa, Estado de

CATEGORÍA	CALIFICACIÓN DE MOODY'S		
Perspectiva	Estable		
Calificaciones del Emisor			
Escala Nacional de México	A1.mx		
Escala Global, moneda nacional	Ba1		
Calificaciones de Deuda			
Banco	Monto Original (MXN millones)	Calificación Escala Global, moneda nacional	Calificación Escala Nacional de México
Banorte	1,339	Baa2	Aa2.mx
Banamex	500	Baa2	Aa2.mx
BBVA Bancomer	339	Baa3	Aa3.mx

## Indicadores Clave

(AL 31/12)	2007	2008	2009	2010	2011
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	12.3	9.9	9.8	9.4	10.0
Intereses Pagados / Ingresos Totales (%)	0.9	0.8	0.5	0.4	0.5
Servicio de Deuda/Ingresos Totales (%)	0.9	0.8	0.5	0.4	0.5
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	0.1	0.0	0.0	(2.8)	(1.3)
Gastos de Capital / Total Ingresos (%)	10.5	15.2	12.6	11.3	16.8
Ingresos Propios Discrecionales/ Ingresos Totales (%)	8.4	8.3	7.3	7.5	7.5
PIB per capita como % Promedio Nacional	81.6	81.9	86.6	85.8	-

## Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A1.mx (Escala Nacional) y Ba1 (Escala Global, Moneda local) asignadas al Estado de Sinaloa reflejan resultados financieros globalmente equilibrados que han respaldado bajos niveles de deuda. Durante el periodo 2007-2011 el estado registró déficits financieros que promediaron - 0.8% de los ingresos totales. Asimismo, la deuda directa e indirecta neta como porcentaje de los ingresos totales fue equivalente a 10.0% en 2011 y se estima pueda alcanzar alrededor de 18.5% en 2013, un nivel aún moderado. Las calificaciones también toman los elevados pasivos por pensiones y una ajustada posición de liquidez.

### Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Sinaloa tiene una calificación que se sitúa en la parte media de los estados calificados en México cuyas calificaciones se distribuyen entre B1 y Baa1. La posición del Estado de Sinaloa respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de ingresos propios en línea con los estados mexicanos con calificaciones Ba1, niveles de deuda inferiores a la mediana y un nivel de liquidez inferior a la mediana.

### Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias del Estado de Sinaloa incluyen:

- » Desempeño financiero globalmente equilibrado
- » Bajos niveles de deuda y de costos por pago de servicio de la deuda
- » Creciente economía que respalda la base de ingresos propios

### Debilidades Crediticias

Las debilidades crediticias del Estado de Sinaloa incluyen:

- » Ajustada posición de liquidez
- » Altos pasivos por pensiones sin fondear

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Avance adicional en mantener resultados financieros balanceados que conduzcan a una mejora en la posición de liquidez, podrían ejercer presión a la alza en las calificaciones.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Un debilitamiento de la disciplina fiscal, que tenga como resultado el registro de déficits financieros consecutivos y un deterioro en la ya ajustada posición de liquidez del estado podrían ejercer presión a la baja en las calificaciones.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas al Estado de Sinaloa reflejan la aplicación de la metodología de calificación de Análisis de Incumplimiento de Pago Conjunto de Moody's para gobiernos locales y regionales. De

acuerdo con esta metodología, Moody's establece primeramente la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del municipio y posteriormente considera la probabilidad de soporte del gobierno estatal para evitar un incumplimiento por parte del municipio en caso que ocurra esta situación.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La BCA de 11 (en una escala del 1 al 21 en la que 1 representa el riesgo crediticio más bajo) asignada al Estado de Sinaloa refleja los siguientes factores:

### Posición y Desempeño Financiero

El Estado de Sinaloa ha registrado resultados financieros relativamente equilibrados. Entre 2007 y 2011, los resultados financieros promediaron -0.8% de los ingresos totales. La economía creciente de Sinaloa ha impulsado el crecimiento sostenido de los ingresos propios, los cuales se encuentran en línea con la mediana de los estados con calificación Ba1. Además de una evolución favorable de los ingresos totales, con una tasa compuesta anual de crecimiento de 10.6%, Sinaloa ha mantenido un buen control del gasto.

En 2011, hubo presiones de gasto derivadas de condiciones climáticas adversas que condujeron a mayores transferencias al sector agrícola y gasto de capital. Sinaloa registró un incremento significativo de gasto de capital, de 60% respecto a 2010, el cual se compensó por un control del gasto operativo, el cual disminuyó en 0.7%. Por consiguiente, el estado registró un déficit financiero de sólo -1.3% de los ingresos totales.

Al primer trimestre de 2012, el crecimiento de los ingresos fue de 12.2% respecto al primer trimestre del 2011. El gasto está creciendo a una tasa mayor que el ingreso, lo cual se debe principalmente al incremento sostenido en gasto de capital y a mayores gastos operativos por transferencias a municipios (el Estado les transfiere ahora 21% del fondo general de participaciones) y seguridad pública. Moody's estima que Sinaloa registre un déficit financiero moderado en 2012 y no mayor al 5% de los ingresos totales.

La posición de liquidez de Sinaloa es ajustada, el capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) como porcentaje del gasto total fue de -1% en 2011. Esta posición de liquidez constituye un elemento crediticio negativo, ya que limita la capacidad del Estado para enfrentar choques externos imprevistos.

### Perfil de Endeudamiento

Como resultado del registro de resultados financieros equilibrados, los niveles de deuda de Sinaloa se han mantenido bajos. En 2011, la deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 10% de los ingresos totales. Al cierre del 2011, la deuda del estado consistía en cuatro créditos bancarios con Banorte con un saldo total de MXN 3,066 millones. El estado de Sinaloa cuenta con una autorización por hasta MXN 2,600 millones en 2012 y ha recientemente contratado dos créditos por MXN 839 millones. Además considera contratar MXN 485 millones bajo Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad del Gobierno Federal. Bajo este programa, el estado de Sinaloa pagará intereses mensuales y el capital será pagado a través de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Moody's excluye esta obligación en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta, ya que el Sinaloa no pagará el capital. Sin embargo, se añade el pago de intereses en el cálculo del servicio de la deuda. Moody's

estima que la deuda directa e indirecta neta podrá alcanzar 18.5% de los ingresos totales, el cual continúa siendo un nivel moderado.

Los costos del servicio de la deuda también son también bajos, lo que refleja bajos niveles de deuda y períodos de gracia de capital obtenidos en la contratación de créditos. El servicio de la deuda respecto a los ingresos totales fue de 0.5% en 2011. Moody's estima que el pago por servicio de la deuda pueda aumentar a 1.5% en 2012. Este nivel seguirá siendo manejable dado el actual marco financiero del estado.

En términos de los pasivos por pensiones no fondeados, ISSSTESIN es el organismo del estado que administra el sistema de pensiones de los maestros y en 2009 el estado creó al Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa, que se encarga del sistema de pensiones de los demás empleados del estado. Según un estudio actuarial independiente realizado en junio y octubre de 2011, el total de los pasivos de pensiones sin fondear de las dos instituciones se estimó en MXN 67.7 mil millones con una tasa de descuento del 3.5%, esto es 199%% del total de los ingresos en 2011, un nivel muy alto. El Estado está realizando contribuciones extraordinarias anuales para el pago de las pensiones, que representaron alrededor del 1.4% de los ingresos totales. El elevado nivel de pasivos de pensiones sin fondear constituye un reto para la calidad crediticia del estado. Cabe mencionar que el Estado de Sinaloa llevó a cabo una serie de reformas que contemplan el cambio a un sistema de cuentas individuales de las pensiones de los empleados bajo el Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa. Estas medidas limitan parcialmente la acumulación de pasivos de pensiones en el futuro y proporcionan una mayor certidumbre con respecto a las contribuciones anuales.

#### Factores de Administración y Gobierno Interno

En los últimos años, Sinaloa ha mantenido un crecimiento de los gastos en línea con el crecimiento de ingresos, y ha cumplido con sus metas fiscales la mayoría de los años. Sinaloa ha mantenido una estrategia de endeudamiento conservadora, los niveles de deuda se han mantenido bajos y se ha estructurado de manera que genera bajos costos anuales del servicio de la deuda. A pesar de que los pasivos por pensiones sin fondear son elevados, el estado ha reformado recientemente el sistema de pensiones para limitar el aumento en estas obligaciones. Los estados financieros son auditados por despacho independiente y se proporciona información financiera oportuna y completa.

#### Fundamentos Económicos

La población estimada del estado es de cerca de 2.9 millones de habitantes y el PIB per cápita es de alrededor del 85.8% del nacional. La economía de Sinaloa se basa principalmente en la agricultura y la pesca (13% del PIB del estado y el 7.8% de la producción nacional del sector primario), sus principales productos se exportan al mercado de Estados Unidos. En los últimos años, la tasa de desempleo del estado ha estado por debajo de la tasa nacional de 5.2% y la economía local ha crecido a tasas superiores a la del país.

A pesar de las condiciones climáticas adversas en 2011 que afectaron la producción agrícola, Moody's considera que la economía del estado se está recuperando. Se tienen varios proyectos para desarrollar sectores, como el industrial y el portuario derivado de la finalización del proyecto carretero desde el puerto de Mazatlán, Sinaloa a Matamoros, Tamaulipas en la frontera con los Estados Unidos. La concretización de estos proyectos contribuirán a dinamizar la economía local y a mantener tasas de crecimiento superiores a la nacional.

### Entorno Operativo

El entorno operativo para gobiernos estatales y municipales en México se caracteriza por un moderado PIB per cápita (base de paridad de poder de compra), moderada volatilidad económica y una baja clasificación en el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial. Estas características son típicas de muchos mercados emergentes y sugieren un riesgo sistémico moderado. Actualmente, la clasificación soberana de México es Baa1, con perspectiva estable.

### Marco Institucional

Bajo el marco institucional de los gobiernos estatales en México, la falta de una amplia discreción sobre los ingresos y los gastos propician que su capacidad para el pago de la deuda sea relativamente limitada. Como resultado, muchos estados mantienen bajos ó moderados niveles de endeudamiento y pocos realizan endeudamientos sustanciales.

### Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal actúe para prevenir un incumplimiento de pago por parte del Estado de Sinaloa. La baja probabilidad refleja nuestra evaluación de las medidas aplicadas por el gobierno federal para promover la autonomía y responsabilidad fiscal a nivel del gobierno estatal.

Moody's también asigna un alto nivel de dependencia entre el gobiernos federal y estatal, lo que refleja, principalmente, la dependencia del estado en las transferencias de ingresos federales.

### Resultados del Modelo de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso del Estado de Sinaloa, el scorecard BCA (que se presenta a continuación) genera una BCA estimada de 9, en comparación con la BCA de 11 asignada por el comité de calificación. La diferencia de dos niveles entre la BCA asignada y la referencia generada por el scorecard refleja un número de factores que no se encuentran incluidos en el scorecard, incluyendo los altos pasivos por pensiones.

La tarjeta ó "scorecard" BCA, que genera evaluaciones estimadas del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, es la herramienta que utiliza el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos regionales y locales. Los indicadores crediticios que captura el scorecard proporcionan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual; sin embargo, la BCA estimada que genera el scorecard no sustituye los juicios que hace el comité de calificación con respecto a las evaluaciones específicas del riesgo crediticio base, ni tampoco es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones. Consecuentemente, los resultados del scorecard tienen algunas limitaciones en cuanto a que se orientan al pasado utilizando datos históricos, mientras que las evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con visión al futuro. Adicionalmente, el número limitado de variables incluidas en el scorecard no puede capturar totalmente la extensión y profundidad de nuestro análisis. Sin embargo, las estadísticas de desempeño que captura el scorecard son importantes y, en general, se puede esperar calificaciones más altas entre emisores con más alta puntuación en el scorecard.

## Acerca de las Calificaciones Subsoberanas de Moody's

### Calificaciones en Escala Nacional y Global

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSRs por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSRs difieren de las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSRs asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSRs están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".mx" en el caso de México. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la Metodología de Calificación de Moody's publicada en marzo de 2011 y titulada "Correspondencia de las Calificaciones en Escala Nacional a las Calificaciones en Escala Global de Moody's".

La calificación en escala global de Moody's para emisores y emisiones permite que los inversionistas comparen la calidad crediticia del emisor/emisión contra la de otros en el mundo, en lugar de solamente en un país determinado. Incorpora todos los riesgos relativos a ese país, incluyendo la volatilidad potencial de la economía nacional.

### Techos País para Obligaciones en Moneda Extranjera

Moody's asigna un techo para los bonos y notas en moneda extranjera a cada país (o región monetaria independiente) en donde existen emisores de deuda calificados. El techo normalmente indica la calificación más alta que puede ser asignada a un instrumento denominado en moneda extranjera emitido por una entidad que se encuentra sujeta a la soberanía monetaria de ese país ó región. En la mayoría de los casos, el techo será equivalente a la calificación que está (o sería) asignada a los bonos del gobierno denominados en moneda extranjera. Sin embargo, están permitidas las calificaciones que superan el techo país para instrumentos denominados en moneda extranjera que tienen características especiales que implican un menor riesgo de incumplimiento que el indicado por el techo. Estas características pueden ser intrínsecas del emisor y/o pueden referirse al punto de vista de Moody's con respecto a las probables acciones del gobierno durante una crisis de moneda extranjera.

### Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA por sus siglas en inglés)

La evaluación del riesgo crediticio base de Moody's incorpora la fortaleza crediticia intrínseca del gobierno y considera los continuos subsidios y/o transferencias que otorga el gobierno que da soporte. En efecto, la evaluación del riesgo crediticio base refleja la probabilidad de que un gobierno local requiera apoyo extraordinario.

### Apoyo Extraordinario

Apoyo extraordinario se define como la acción tomada por el gobierno que da soporte para prevenir un incumplimiento por parte de un gobierno regional o local (RLG por sus siglas en inglés) y puede tomar distintas formas que van desde una garantía formal, inyecciones directas de efectivo, hasta facilitar las negociaciones con los acreedores a fin de mejorar el acceso al financiamiento. El soporte extraordinario se describe como bajo (0% - 30%), moderado (31% - 50%), alto (51% - 70%), muy alto (71% - 95%) o total (96% - 100%).

### Dependencia de Incumplimiento

La dependencia de incumplimiento refleja la probabilidad de que el perfil crediticio de dos deudores pueda o no estar perfectamente correlacionado. De estar presente dicha correlación, tendría diversos efectos importantes que podrían afectar el resultado del incumplimiento conjunto. Intuitivamente, si los riesgos de incumplimiento de dos deudores no están perfectamente correlacionados, el riesgo de que incumplan simultáneamente es menor al riesgo de que cada uno incumpla por su cuenta.

En la aplicación del análisis de incumplimiento de pago conjunto a emisores gubernamentales, la dependencia de incumplimiento refleja la probabilidad de que el RLG y el gobierno que da soporte sean conjuntamente afectados por circunstancias adversas que conducen a incumplimientos. Debido a que la capacidad del gobierno de nivel superior de dar apoyo extraordinario y prevenir un incumplimiento por parte de un RLG depende de la solvencia de ambas entidades, mientras más altamente dependientes – o correlacionados – estén sus riesgos de incumplimiento base, menores beneficios se lograrán del apoyo conjunto. En la mayoría de los casos, la relación económica tan estrecha y/o la integración de las bases fiscales y/o los acuerdos fiscales entre los distintos niveles de gobierno, resultan en un grado de dependencia de incumplimiento que va de moderado a muy alto.

La dependencia de incumplimiento se describe como: baja (0% - 30%), moderada (31% - 50%), alta (51% - 70%) o muy alta (71% - 100%).

CONFIDENCIAL

## Evaluación del riesgo de crédito base

## Métricas crediticias

SCORECARD – 2010	VALOR	PUNTUACIÓN	PONDERACIÓN DE SUB-FACTORES	TOTAL DE SUB-FACTORES	PONDERACIÓN DE FACTORES	TOTAL
<b>Factor 1: Entorno Operativo</b>						
PIB per cápita (en términos de PPA) (\$US)	14,203	9	50.0%			
Volatilidad del PIB	9.7	9	25.0%	9.75	60.0%	5.85
Índice de Efectividad Gubernamental (Banco Mundial)	0.17	12	25.0%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Previsibilidad, Estabilidad y Sensibilidad	7.5	7.5	50.0%			
Flexibilidad Fiscal A (Recursos tributarios propios)	15	15	16.7%	7.67	10.0%	0.77
Flexibilidad Fiscal B (Gasto)	7.5	7.5	16.7%			
Flexibilidad Fiscal C (Nivel de endeudamiento)	1	1	16.6%			
<b>Factor 3: Posición y Desempeño Financieros</b>						
Pago de Intereses/Ingresos Operativos (%)	0.5	1	25.0%			
Superávit (déficit) Financiero / Ingreso Total (%)	-1.6	9	25.0%	8.50	7.5%	0.64
Balance Operativo bruto/ Ingreso Operativo (%)	-1.6	12	25.0%			
Capital de Trabajo Neto/Gastos Totales (%)	-0.5	12	25.0%			
<b>Factor 4: Perfil de deuda</b>						
Deuda Directa e Indirecta Neta /Ingresos Operativos (%)	9.4	1	50.0%			
Deuda Directa Bruta a Corto Plazo/Deuda Directa Bruta (%)	0.0	1	25.0%	1.50	7.5%	0.11
Deuda Neta / Tendencia de Ingresos Operativos	-9.5	3	25.0%			
<b>Factor 5: Políticas de Gestión y Control internas</b>						
Gestión Fiscal	7.5	7.5	40.0%			
Gestión de Inversiones y de Deuda	1	1	20.0%			
Transparencia y Divulgación (A)	1	1	15.0%	4.25	7.5%	0.32
Transparencia y Divulgación (B)	1	1	15.0%			
Capacidad Institucional	7.5	7.5	10.0%			
<b>Factor 6: Fundamentos Económicos</b>						
PIB Regional per cápita (en términos de PPA)	12,135	12	100.0%	12.00	7.5%	0.90
BCA Estimada						9

Report Number:

**Autor**  
**María del Carmen Martínez-Richa**

**Associate Analyst**  
**Francisco Uriostegui**

© 2012, Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS AFILIADAS SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y REPORTES PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES AL MOMENTO DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. 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 CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN, Y NO SON, UN CONSEJO FINANCIERO NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA ADECUACIÓN DE UNA INVERSIÓN PARA NINGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS REPORTES CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.**

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITAR LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN PARTE O EN SU TOTALIDAD, DE NINGUNA MANERA, POR NINGÚN MEDIO O POR NINGUNA PERSONA SIN PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S. 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 ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en su totalidad o en parte por, a resultados de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren tanto bajo el control como fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, mediato, inmediato o remoto (incluido, entre otros, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aún en el supuesto de que se hubiera advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. En su caso, las calificaciones, análisis de reportes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este informe son, y a tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada usuario de la información aquí contenida debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender. MOODY'S NO CONCEDE NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES E INFORMACIONES SEAN CORRECTAS, ACTUALIZADAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA NINGÚN OBJETO O FIN DETERMINADO.

MIS, agencia calificadoradora subsidiaria 100% propiedad 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, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones mediante sus honorarios que oscilan entre los 1,500 dólares y aproximadamente los 2,500,000 dólares. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignados calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un interés de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en la página web de Moody's en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy".

Cualquier publicación que se haga en Australia de este documento es a través de la afiliada de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, con Licencia para Servicios Financieros en Australia núm. 336969. Este documento es para ser provisto únicamente a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted está representando ante MOODY'S que usted es, o está accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001.

No obstante lo anterior, las calificaciones crediticias asignadas del 1 de octubre de 2010 en adelante por Moody's Japan K.K. ("MJKK") son opiniones actuales de MJKK respecto del relativo riesgo crediticio futuro de entidades, compromisos de crédito, deuda y cualquier otro instrumento asimilable a deuda. En tal caso, se deberá considerar que "MIS" es sustituido por "MJKK" en dichas declaraciones.

MJKK es una agencia calificadoradora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Group Japan G.K., que es 100% propiedad de Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria 100% propiedad de MCO.

Esta calificación crediticia es una opinión de la calidad crediticia o de una obligación de deuda del emisor, y no de las acciones de capital del emisor ni de cualquier otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversionistas minoristas. Sería peligroso que los inversionistas minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.

MJKK es una agencia calificadoradora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Group Japan G.K., que es 100% propiedad de Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria 100% propiedad de MCO.

Esta calificación crediticia es una opinión de la calidad crediticia o de una obligación de deuda del emisor, y no de las acciones de capital del emisor ni de cualquier otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversionistas minoristas. Sería peligroso que los inversionistas minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.