

CREDIT OPINION

3 July 2019

Actualización
 Califique este reporte

CALIFICACIONES
Sinaloa, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba1
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.

Contactos

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

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

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

CLIENT SERVICES

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

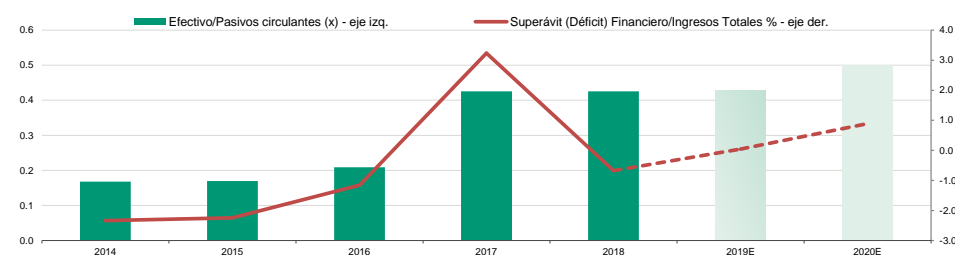
Estado de Sinaloa (México)

Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Sinaloa](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja bajos niveles de endeudamiento, ingresos propios mayores a la mediana de los estados mexicanos, el registro recurrente de déficits financieros manejables y una posición de liquidez apretada pero en mejora. En 2018, debido a la derogación del impuesto a la tenencia vehicular, los impuestos decrecieron, interrumpiendo una tendencia positiva multi-anual. Para 2019, el estado está buscando compensar la tendencia a través del cobro de derechos vehiculares y también con iniciativas para mejorar en general la capacidad recaudatoria y durante los primeros cinco meses del año se observa una aceleración en los ingresos propios. Sinaloa enfrenta presiones relacionados con recortes en las transferencias federales etiquetadas, los cuales están obligando al estado a ajustar su gasto en obra pública. Estimamos que gracias a estos ajustes registrará un resultado financiero balanceado en 2019 y que posiblemente reportará un superávit en 2020. Un reto crediticio importante que enfrenta el estado son los altos pasivos por pensiones no fondeados.

Gráfico 1

Los resultados financieros conducirán a una leve mejora en la ajustada posición de liquidez


Fuente: Moody's Investors Service, Estados financieros del estado de Sinaloa

Fortalezas Crediticias

- » Base de ingresos propios productiva
- » Bajos niveles de endeudamiento
- » Déficits financieros manejables

Retos Crediticios

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

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es estable y refleja nuestra expectativa de que los resultados financieros balanceados van a permitir al estado alcanzar leves mejoras en su ajustada posición de liquidez. La perspectiva también refleja la expectativa que la deuda pública del estado se mantendrá en niveles bajos.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un alza de calificación en el mediano plazo. Sin embargo, consideraríamos un alza si observamos una mejora sustancial en la posición de liquidez y un avance adicional en la disminución de los pasivos por pensiones.

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, un aumento en los déficits financieros que genere una reducción en la ya limitada posición de liquidez o genere un aumento sustancial en el endeudamiento podría poner presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores Clave

Gráfico 2

Estado de Sinaloa

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	11.5	11.0	10.5	10.0	10.0	9.0	8.3
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.6	0.5	0.6	0.8	0.7	0.8	0.7
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]	-2.3	-2.2	-1.2	3.2	-0.7	0.0	0.9
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-2.3	-2.2	-1.2	3.2	-0.7	0.0	0.9
Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)	7.4	7.6	8.3	10.1	9.6	10.4	10.7
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	84.5	88.6	91.7	89.1	-	-	-

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

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

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

La calificación asignada al Estado de Sinaloa combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba1 y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal de [México](#) (A3, negativo) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Bajos déficits financieros

Sinaloa reportó un déficit financiero en 2018 equivalente a 0.7% de sus ingresos totales, un resultado manejable. Sin embargo, el déficit en 2018 contrasta con un resultado positivo reportado durante 2017, cuando el estado benefició de un incremento en los ingresos operativos y la contención en el gasto corriente, el cual creció apenas 2% como resultado de un plan de disciplina en el gasto. Durante 2018, los impuestos decrecieron por la derogación del impuesto sobre la tenencia vehicular, al mismo tiempo que el gasto de capital, incluyendo erogaciones para proyectos de obra pública, aumentó un 74%. Gran parte de los recursos de capital fueron destinados a la rehabilitación y mantenimiento de infraestructura educativa y hospitalaria y también al mejoramiento de carreteras y caminos en el interior del estado. Adicionalmente, en las zonas urbanas, el estado incrementó el gasto en vialidades y en infraestructura deportiva. Aunque Sinaloa financió la mayoría de estos proyectos en 2018 con transferencias federales etiquetadas, permitiéndole mantener un déficit acotado, la gran escala de los proyectos refleja las presiones recurrentes que enfrente el estado respecto al gasto de capital.

Para 2019, Sinaloa estima recibir menos recursos etiquetados de la federación, y por ende está ajustando el gasto para mantener un resultado financiero balanceado. En diciembre 2018, el estado aprobó una ley de austeridad, y durante el periodo enero - mayo de

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.

2019, el gasto de capital decreció 44% respecto el mismo periodo de 2018. Adicionalmente, el gasto en servicios personales creció durante el periodo a un ritmo menor a su tendencia histórica y el gasto en materiales y servicios y en servicios generales decrecieron respecto el mismo periodo de 2018. También los ingresos propios incrementaron un fuerte 16% durante el mismo periodo de 2019 versus 2018, gracias a la implementación de nuevos derechos vehiculares e iniciativas para hacer más efectiva y eficiente la recaudación de impuestos. Adicionalmente, las participaciones están creciendo a un ritmo mayor a su tendencia histórica en 2019, ya que subieron un 16% durante el periodo enero-mayo 2019 versus el mismo periodo de 2018.

Como consecuencia de estas tendencias, estimamos que Sinaloa reportará un resultado balanceado en 2019, siendo la contracción en recursos federales etiquetados la principal presión financiera, compensado por ingresos propios crecientes y recortes en el gasto de capital. Estimamos que para 2020 el estado puede reportar un superávit financiero, pero dependerá del control tanto del gasto corriente como del gasto en obras públicas. Si el gasto de capital alcanza los niveles observados en años anteriores, pudiera revertirse la tendencia.

Ajustada posición de liquidez

Históricamente, la liquidez de Sinaloa ha sido ajustada y muy por debajo de la mediana de los estados calificados en Ba1. En 2018, la razón de efectivo entre pasivos circulantes se mantuvo alrededor de 0.4x, comparada con una mediana de 0.8x de sus pares nacionales. Aunque Sinaloa logró mejorar su liquidez ultimamente gracias principalmente al superávit financiero reportado durante 2017, sigue estando en niveles bajos, lo cual limita su capacidad para absorber choques inesperados. El nivel bajo de efectivo obligó al estado a depender en créditos bancarios de corto plazo en 2018 para satisfacer sus necesidades de liquidez. Dada la expectativa que Sinaloa reportará resultados financieros balanceados en 2019, estimamos que el indicador de efectivo entre pasivos circulantes será básicamente estable en niveles de alrededor de 0.4x los pasivos circulantes, y que subirá a 0.5x en 2020 gracias al superávit esperado.

Bajos niveles de endeudamiento

Sinaloa ha reportado niveles de endeudamiento bajos y decrecientes durante los últimos años. La deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 10% de los ingresos totales en 2018 e incluía siete créditos bancarios con un saldo insoluto total de MXN 4,387 millones. A través de una reestructuración que el estado llevó a cabo durante noviembre 2018, se obtuvo una reducción importante en la sobretasa promedio ponderada de sus créditos bancarios, lo cual ayudará a contener el servicio de la deuda. Sin embargo, el uso de créditos de corto plazo limitará la reducción en los costos totales de la deuda en 2019. Durante 2018 el estado contrató un total de seis créditos bancarios de corto plazo por un monto de MXN 1,600 millones de pesos. A diciembre de 2018, el saldo insoluto de estos créditos era equivalente a MXN 448 millones. Para 2019, Sinaloa ha contratado tres líneas de crédito en cuenta corriente por un monto de hasta MXN 900 millones, con lo cual el estado pretender hacer frente a todas sus necesidades de financiamiento de corto plazo. Sin embargo, estimamos que no será necesario mantener saldos a corto plazo para el fin de año gracias al resultado financiero balanceado esperado.

Esperamos que el servicio de la deuda en 2019, incluyendo el pago del saldo insoluto de los cortos plazos contratados en 2018, será equivalente a aproximadamente 1.8% de los ingresos totales versus 1% en 2018. Para 2020, estimamos que el servicio de la deuda caerá a alrededor de 0.9% de los ingresos totales gracias a la reducción en los saldos a corto plazo y la reducción en sobretasas en la deuda de largo plazo obtenida a través de la reestructuración. La administración no tiene intenciones de contratar deuda de largo plazo adicional, y por ende estimamos que para el cierre de 2019 la deuda directa del estado representará aproximadamente 9% de los ingresos totales, y 8.3% al cierre de 2020.

Sinaloa también cuenta con un saldo total de MXN 485 millones de deuda bajo el Programa de Financiamiento para la Infraestructura y Seguridad Pública de los Estados (PROFISE) del gobierno federal. Bajo este programa, Sinaloa pagará intereses afectando un porcentaje de sus ingresos por participaciones a un fideicomiso. El principal será pagado con un bono con cupón cero emitido por el gobierno federal. Moody's no considera estas obligaciones en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta debido a que Sinaloa no paga el principal. Sin embargo, sumamos los pagos de intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

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 de Sinaloa, el monto acumulado recibido al final de 2018 fue de aproximadamente MXN 1,180 millones.

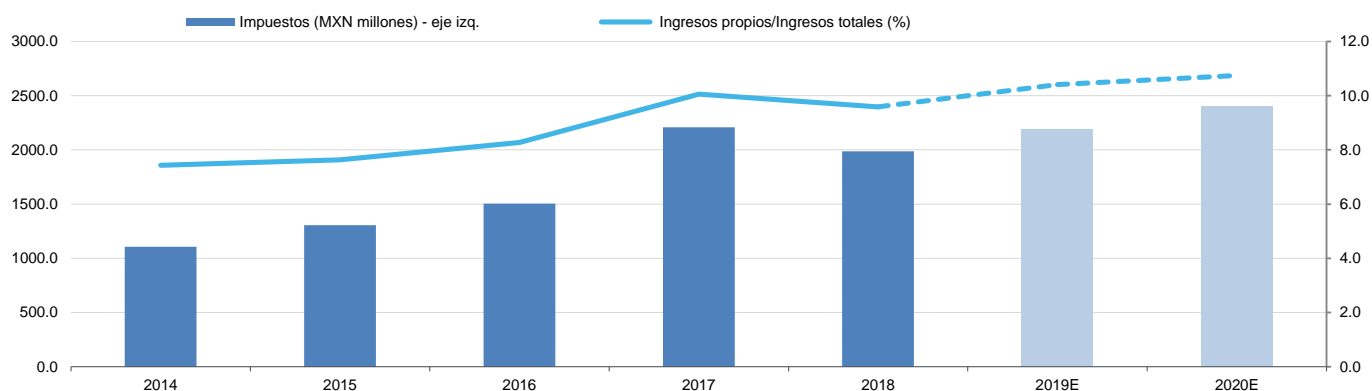
Base De Ingresos Propios Productiva

Los ingresos propios de Sinaloa respecto a sus ingresos totales eran equivalentes a 9.6% en 2018 versus 10.1% en 2017, siendo la reducción en impuestos observado en 2018 la causa principal del decremento. Sin embargo, los ingresos propios se ubican arriba de la mediana de los estados mexicanos calificados por Moody's. Sinaloa es de las pocas entidades federativas que cuenta con un Servicio de Administración Tributaria (SATES, creado en 2017), el cual busca mejorar la eficiencia en la recaudación a través de mayor cooperación entre agencias públicas y la automatización, entre otras iniciativas.

Estimamos que la aceleración en la recaudación observada durante los primeros cinco meses de 2019 refleja no solo los esfuerzos recaudatorios del estados, pero también el crecimiento de la economía local. Por ende, estimamos que los ingresos propios regresarán a una tendencia positiva en 2019. Estimamos que los ingresos propios serán equivalentes a 10.4% de los ingresos totales en diciembre 2019 y a 10.7% en 2020.

Gráfico 3

Los impuestos volverán a crecer en 2019 tras un descenso el año anterior



Fuente: Moody's Investors Service, Estados financieros del estado de Sinaloa

Elevados pasivos por pensiones sin fundear

En términos del pasivo de pensiones, los pasivos del ISSSTESIN, el organismo estatal que administra el sistema de pensiones de los maestros, representan cerca del 90% del pasivo total. Según el último estudio actuarial disponible, a diciembre de 2015 el pasivo no fundeado del sistema era de MXN 79,858 millones, o 172% de los ingresos totales de ese ejercicio, utilizando una tasa de descuento de 3.5%. Las pensiones del resto de los empleados del estado son administradas por el IPES (Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa). Según su último estudio, en 2017 los pasivos por pensiones no fundeados de este sistema eran de alrededor de MXN 8,456 millones. Este último estudio se llevó a cabo utilizando una tasa de descuento de 3%.

Las contribuciones anuales adicionales del estado para estos sistemas de pensiones eran equivalentes a alrededor de 3.6% de los ingresos totales en 2018 y estimamos que pueden incrementar a alrededor de 3.8% 2019 y 2020. Estos pagos restan flexibilidad financiera al estado, por lo cual el elevado pasivo de pensiones no fundeadas constituye un factor crediticio negativo. El estado ha implementado reformas modestas en los últimos años para reducir estos pasivos, y en enero 2017 el congreso estatal aprobó un aumento en la cuota que los nuevos trabajadores que ingresan en el IPES aportan de su salario. Sin embargo, mientras no se reduzca significativamente el total de los pasivos por pensiones, este factor continuará siendo uno de sus principales retos crediticios.

Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Asignamos una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Sinaloa. 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.

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

La matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA, por sus siglas en inglés), genera una BCA estimada de baa3, muy cerca de la BCA de ba1 asignada por el comité de calificación. La BCA generada por la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 5 (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.

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.

Estado de Sinaloa

Gobiernos Locales y Regionales

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	7	89.77	70%	6.4	20%	1.28
Volatilidad Económica	5		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	1.17	12.5%	3.5	30%	1.05
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.70	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	10.00	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	8.60	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	1					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						5.23(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						baa3

Fuente: Moody's Investors Service

Estado de Sinaloa

Calificaciones de Deuda			
Acreeedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
BBVA Bancomer	422	A3	Aaa.mx
BBVA Bancomer	339	A3	Aaa.mx
Banamex	500	Baa1	Aa1.mx
Banorte	1,339	Baa1	Aa1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exhibit 6

Category	Moody's Rating
SINALOA, STATE OF	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba1
NSR Issuer Rating	A1.mx
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa1

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 1182495

CLIENT SERVICES

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