

CREDIT OPINION

3 November 2020

Actualización

✓ Califique este reporte

CALIFICACIONES

Sinaloa, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba2
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

María Martínez-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

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)

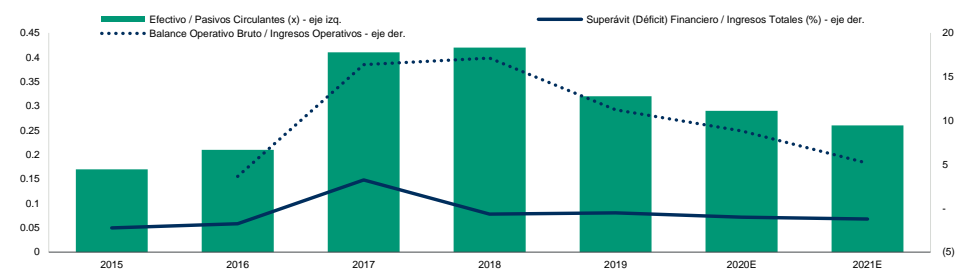
Actualización para reflejar la baja a Ba2/A2.mx, estable

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Sinaloa](#) (Ba2/A2.mx estable) refleja niveles de endeudamiento de largo plazo moderados e ingresos propios sólidos, junto con una posición de liquidez muy ajustada y un uso recurrente de créditos de corto plazo. Sinaloa actualmente enfrenta presiones relacionadas con la pandemia y la profunda recesión económica, lo cual ha provocado una caída en los ingresos propios en 2020 y derivará en una reducción en las transferencias federales durante 2021. Durante 2020 y 2021 reportará un deterioro en sus históricamente fuertes resultados operativos y reducciones en la liquidez, mientras también enfrentará la obligación de liquidar sus créditos de corto plazo tres meses antes del cambio de administración en octubre 2021. Sin embargo, estimamos que una eventual recuperación en los ingresos propios y la mantención de un nivel de apalancamiento total acotado le brindará flexibilidad financiera. Sinaloa también enfrenta retos en el mediano y largo plazo relacionados a los pasivos por pensiones no fondeados.

Gráfico 1

Caída en los resultados operativos y déficits financieros conducirán a una reducción de la liquidez



Source: Estados financieros del Estado de Sinaloa; Moody's Investors Service

Fortalezas Crediticias

- » Base amplia de ingresos propios y balances operativos positivos
- » Niveles moderados de deuda de largo plazo

Retos Crediticios

- » Ajustada posición de liquidez
- » Déficits financieros recurrentes
- » 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 operativos se mantendrán positivos a pesar del deterioro esperado en 2020 y 2021, permitiendo al estado mantener niveles de deuda modestos y limitando la caída en su liquidez.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Consideraríamos un alza si observamos una mejora en los resultados financieros que apoya un incremento sustancial en la posición de liquidez.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Un deterioro mayor a lo esperado en los resultados operativos y en los déficits financieros que genere una reducción fuerte en la ya limitada posición de liquidez o un aumento sustancial en el endeudamiento de corto plazo, podría poner presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores Clave

Estado de Sinaloa

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	27.3	24.5	22.3	21.8	20.2	24.5	24.9
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	1.3	1.4	1.7	1.7	1.5	1.5	1.9
Superávit (Déficit) Operativo / Ingresos Operativos (%) [1]		3.64	16.39	17.13	11.24	8.81	5.15
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-2.24	-1.77	3.23	-0.67	-0.52	-1.02	-1.23
Ingresos Propios / Ingresos Operativos (%)	18.91	19.4	22.46	21.78	21.61	19.37	20.83
Efectivo / Pasivo Circulante (x)	0.17	0.21	0.41	0.42	0.32	0.29	0.26
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	88.58	91.72	89.57	89.12	-	-	-

[1] A partir de 2016 se calcula el balance operativo con información de la Cuenta Pública con los formatos de la Ley de Disciplina Financiera.

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

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El 30 de Octubre, Moody's bajó las calificaciones del Estado de Sinaloa a Ba2/A1.mx de Ba1/A1.mx y cambió la perspectiva a estable de negativa. La acción refleja la posición de liquidez limitada del estado y el deterioro esperado en sus resultados operativos.

El perfil crediticio de Sinaloa, como lo reflejan las calificaciones, combina: 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba2 y 2) la baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del [Gobierno de México](#) (Baa1, negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Ajustada posición de liquidez con un uso frecuente de deuda de corto plazo

Históricamente, la liquidez de Sinaloa ha sido ajustada y sigue representando su mayor reto crediticio. Dada nuestra expectativa que Sinaloa reportará déficits financieros en 2020 y 2021, proyectamos que su razón de liquidez caerá a entre 0.29-0.26x, un nivel limitado y por debajo de sus pares nacionales.

La razón de efectivo entre pasivos circulantes cayó a 0.32x en 2019 de 0.42x en 2018 como consecuencia de un déficit financiero, dejando la posición de liquidez por debajo de la mediana de 0.62x de sus pares nacionales calificados en Ba. Los bajos niveles de liquidez limitan su capacidad para absorber choques inesperados y han conducido a una dependencia en créditos de corto plazo para satisfacer necesidades de efectivo. La deuda directa de corto plazo era equivalente a 12.3% de la deuda directa en 2019. Durante 2019 Sinaloa contrató dos financiamientos de corto plazo con un saldo insoluto al final de diciembre de MXN 585 millones, mayor al saldo

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.

de MXN 447.5 millones en 2018. Al 30 de septiembre 2020, el estado ya no traía saldos de deuda de corto plazo, pero mantiene líneas revolventes y estimamos que volverá a tomar disposiciones antes del fin del año 2020.

El uso de créditos de corto plazo puede generar presiones transitorias pero agudas, considerando el cambio de administración en octubre 2021, y que la administración saliente tendrá que liquidar los créditos quirografarios tres meses antes del término de su periodo, en cumplimiento con la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y Municipios (LDF), probablemente resultando en una reducción en la posición de efectivo disponible.

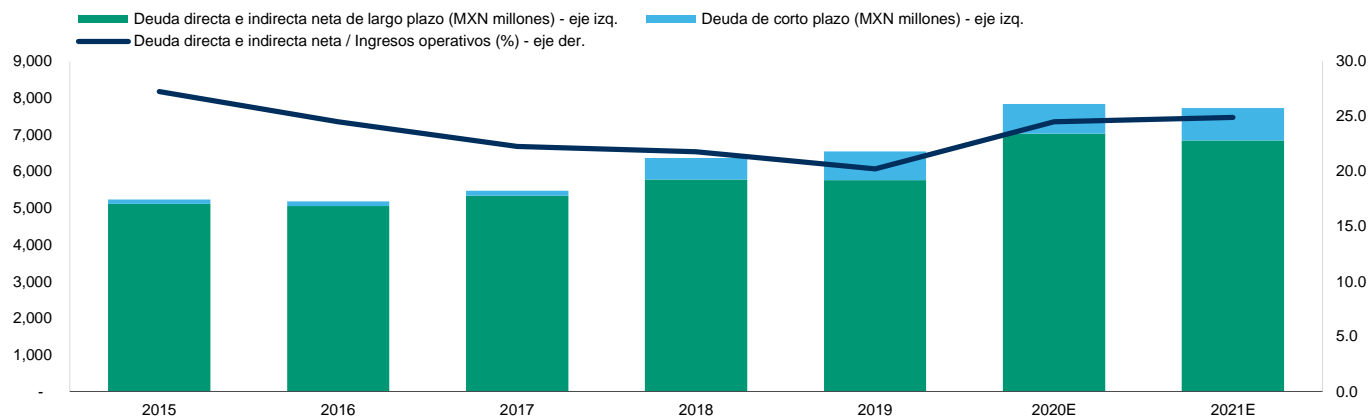
Si el deterioro en la liquidez de Sinaloa supera nuestras expectativas, podría generar presión negativa en sus calificaciones.

Manejables niveles de endeudamiento

Sinaloa ha reportado niveles de deuda de largo plazo bajos y decrecientes durante los últimos años. La deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 20.2% de los ingresos operativos en 2019, y la administración actual no tiene intención de contratar financiamientos de largo plazo adicionales. Sin embargo, incluiremos en los indicadores de deuda directa e indirecta neta de Sinaloa el monto recibido en 2020 como resultado de la potenciación del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF). Debido a la disposición de recursos del FEIEF y al uso de créditos de corto plazo, estimamos que la deuda directa e indirecta será equivalente a 24-25% de los ingresos operativos al final de 2020 y 2021, levemente mayor a los niveles reportados en periodos anteriores pero todavía moderada.

Gráfico 3

Deuda de largo plazo moderado pero con un uso recurrente de créditos de corto plazo



Fuente: Estados financieros del Estado de Sinaloa; Moody's Investors Service

La deuda bancaria de Sinaloa incluye siete créditos con un saldo insoluto total de MXN 4,148 millones en junio 2020. Sinaloa también cuenta con un saldo total de MXN 578 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 paga intereses afectando un porcentaje de sus ingresos por participaciones a un fideicomiso, y el principal se paga con un bono con cupón cero emitido por el gobierno federal. No consideramos 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.

También incluimos en los indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones (FAM). Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un organismo responsable de la infraestructura física educativa (INFE) en cada entidad federativa, consideramos 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 hasta finales de 2019 fue de MXN 930 millones.

Respecto a la deuda emitida para capitalizar el FEIEF por la caída en las participaciones, consideramos que las entidades federativas tienen una obligación de pago al haber firmado un convenio individual con el gobierno federal para que anticipe al fideicomiso de pago

los montos requeridos para restituir cualquier pago. Dicho anticipo se compensará de las participaciones en un monto equivalente de hasta el 4% del Fondo General de Participaciones. En el caso del Estado de Sinaloa, estimamos que el saldo a diciembre de 2020 será de aproximadamente MXN 1,458 millones.

Base amplia de ingresos propios

Los ingresos propios de Sinaloa respecto a sus ingresos operativos fueron equivalentes a 22% en 2019, por encima de la mediana de 17.5% para los estados calificados en Ba. Además, los ingresos propios han crecido a una tasa media de crecimiento anual compuesto (TMAC) de 15% entre 2015 y 2019, gracias a medidas implementadas para mejorar la eficiencia en la recaudación, ampliar el padrón de contribuyentes y la creación de nuevos impuestos y derechos. Los ingresos propios de Sinaloa también reflejan la amplia y diversa base económica del estado y brindan flexibilidad financiera.

Derivado de la pandemia del COVID-19 y la profunda recesión económica en México, proyectamos que Sinaloa sufrirá una caída en sus ingresos propios en 2020. Durante el periodo enero – junio 2020, los ingresos propios tuvieron un decremento de 8% versus el mismo periodo del año 2019. Destaca la variación negativa en los derechos, que representan el 60% de los ingresos propios y que cayeron 17.8% en el periodo, derivado de caída en los derechos por prestación de servicios como licencias y servicios de tránsito.

Sin embargo, estimamos que el estado está relativamente bien posicionado para enfrentar el choque en los ingresos. La ley de ingresos para 2020 contempla varias iniciativas que apoyarán una eventual recuperación en los ingresos, incluyendo la aplicación del impuesto sobre nómina a las empresas dedicadas a prestar servicios a través de terceros (outsourcing) y la cobranza de un impuesto a las erogaciones en juegos de apuesta. Si bien será difícil beneficiarse de estas iniciativas durante la recesión, contribuirán a la recuperación en los ingresos propios a partir de 2021. Gracias a las medidas implementadas para aumentar los impuestos y el relativamente limitado deterioro en el mercado laboral, Sinaloa logró mantener un crecimiento positivo en los impuestos de 3.7% a junio 2020 versus el mismo periodo de 2019.

Proyectamos que para todo el año los ingresos propios tendrán una contracción en el orden del 10% en 2020. Para 2021 proyectamos que los ingresos propios empezarán un proceso de recuperación apoyado por la disciplina recaudatoria del estado y salida de la recesión económica proyectada. Estimamos que los ingresos propios serán equivalentes a 19.4% de los ingresos operativos en 2020 y a 20.8% en 2021.

Balances operativos positivos

Sinaloa ha reportado balances operativos brutos positivos que promediaron 12.1% de los ingresos operativos durante el periodo 2016-2019. El estado ha logrado dichos resultados gracias al crecimiento continuo en los ingresos propios, de las transferencias federales no etiquetadas (participaciones), y un control en el gasto. Por su parte, el gasto operativo creció a una TMAC de 5% durante los últimos cuatro años, por debajo del TMAC de 7% en el ingreso operativo. En 2019 Sinaloa reportó un superávit operativo bruto de 11.3%, mayor al resultado operativo mediano de 3.1% para los estados Mexicanos calificados en Ba.

Estimamos que la recesión económica conducirá a una reducción en los balances operativos durante 2021 y 2021. Si bien la caída anticipada en los ingresos propios generará presiones, Sinaloa está implementando medidas para controlar el gasto. Entre las medidas destaca el recorte de gasto en servicios personales en 3.4% durante el primer semestre de 2020 versus el mismo periodo de 2019. Los recortes en ciertos rubros en el gasto corriente han permitido al estado darle prioridad al gasto en salud pública durante la pandemia. Adicionalmente, Sinaloa se beneficiará de recursos del FEIEF, los cuales cubrirían cualquier faltante en las participaciones federal respecto el monto presupuestado para 2020. Estimamos que Sinaloa reportará un balance operativo de 8.8% en 2020. Sin embargo, de acuerdo al presupuesto federal para 2021 estimamos que el estado enfrentará una caída el próximo año en el orden de 6% en sus participaciones federales, los cuales son equivalentes a 78% de los ingresos operativos. Como consecuencia estimamos que Sinaloa reportará una caída adicional en su balance operativo a 5.2% en 2021.

Déficits financieros recurrentes

Los déficits financieros de Sinaloa resultan de un gasto relativamente alto en obras públicas, financiados en gran parte con transferencias federales etiquetados que han ido decreciendo. Sinaloa reportó déficits financieros modestos en 2018 y 2019 equivalentes a 0.7% y 0.5% de los ingresos totales, respectivamente. Si bien, déficits en estos niveles son relativamente contenidos, han limitado la capacidad del estado de mejorar su liquidez y contribuyen a un uso recurrente de créditos de corto plazo.

Para 2020 la administración actual pretende apegarse al presupuesto original para el gasto en obras públicas. Para 2021 estimamos que las transferencias etiquetadas volverán a decrecer, y que el déficit financiero de Sinaloa se ampliará modestamente a 1% de los ingresos totales en 2020 y que será equivalente a 1.2% en 2021.

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 2018 el pasivo no fundeado del sistema era de MXN 67,262 millones, utilizando una tasa de descuento de 3%. 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%. En conjunto los pasivos no fundeados de los dos sistemas eran equivalentes a 265% de los ingresos operativos en 2019.

El estudio actuarial indica que el IPES no requerirá aportaciones extraordinarias hasta 2041. Sin embargo, Sinaloa ya hace contribuciones extraordinarias al ISSSTESIN para cubrir los pasivos no fundeados, y el estudio actuarial proyecta que los pagos adicionales se mantendrán en niveles de alrededor de 5% de los ingresos operativos en el mediano plazo. Estos pagos restan flexibilidad financiera al estado, por lo cual el elevado pasivo de pensiones no fundeadas constituye un factor crediticio negativo.

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.

Consideraciones ESG (por sus siglas en inglés)

Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno informan nuestro análisis crediticio del Estado de Sinaloa.

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 Sinaloa, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales no son materiales para el perfil crediticio del Estado de Sinaloa. A pesar de que el estado tiene cierto grado de exposición a diferentes tipos de desastres naturales, cuenta con el apoyo del gobierno federal y esto ayuda a contener las presiones financieras que derivan de tales eventos.

Los riesgos sociales son materiales para Sinaloa. A pesar de que el estado tiene un nivel de rezago social bajo en términos de indicadores que abarcan la pobreza, analfabetismo y acceso a servicios básicos, entre otros factores, también ha sido afectado por crecientes niveles de violencia durante los últimos años. El gasto social, incluyendo el gasto en seguridad, representará una presión financiera recurrente, aunque una porción de estos egresos están cubiertos con transferencias federales. Adicionalmente, Sinaloa enfrenta pasivos no fundeados por el sistema de pensiones que generarán presiones en las finanzas en el mediano y largo plazo. Finalmente, vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y seguridad pública y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales de Sinaloa.

Las consideraciones de gobierno corporativo son materiales para el perfil crediticio del Estado de Sinaloa. En cuanto a la administración y gobierno interno, Sinaloa cumple en términos generales con el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales, incluyendo sus prácticas de divulgación y transparencia. Adicionalmente, los déficits contenidos reflejan adecuadas prácticas de gobernanza en términos de planeación y el gestión del presupuesto. Sin embargo, la débil liquidez de Sinaloa y su dependencia en deuda bancaria de corto plazo reflejan prácticas agresivas de deuda y liquidez. 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 de Sinaloa, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base asignada (BCA, por sus siglas en inglés) de ba2 está un nivel por debajo del resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de ba1 de la BCA de la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrático 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 Baa1, reflejado en la calificación del bono soberano. La diferencia entre la BCA indicada y la asignada refleja factores que no captura la matriz, incluyendo los elevados pasivos por pensiones sin fondear.

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 2018						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza económica	7	89.61	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 (%)	1	14.97	12.5%	3.25	30%	0.98
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.66	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	21.80	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	9.30	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						5.16(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa1
BCA Estimada						ba1

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exhibit 5

Category	Moody's Rating
SINALOA, STATE OF	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba2
NSR Issuer Rating	A2.mx

Fuente: Moody's Investors Service

© 2020 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 CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE 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 INVESTORS SERVICE CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S.

NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SUGÉN 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.

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, EVALUACIONES 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 Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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 crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia 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 1250944

CLIENT SERVICES

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