

CREDIT OPINION

14 October 2021

Actualización

✓ Califique este reporte

CALIFICACIONES

Estado de Sinaloa

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

Fernando Flores +52.55.1555.5317
 Associate Analyst
 marcelo.flores@moodys.com

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

Cristiane Spercel +55.11.3043.7333
 Senior Vice President/Manager
 cristiane.spercel@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)

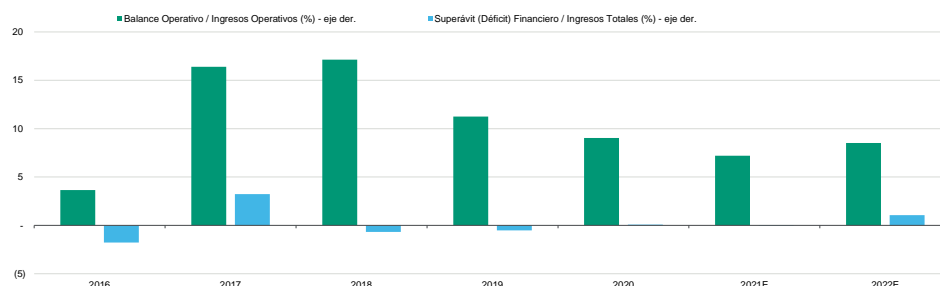
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Sinaloa](#) (Ba2/A2.mx estable) refleja niveles de endeudamiento de largo plazo moderados, altos balances operativos e ingresos propios sólidos. En 2020, a pesar de la pandemia, Sinaloa logró mantener prácticamente estables sus ingresos propios y continuó registrando balances operativos superavitarios. Durante 2022, el estado se beneficiará del incremento en las transferencias federales y esperamos que el crecimiento de gasto tienda más hacia lo observado históricamente. Dicho lo anterior, estimamos que el estado continúe reportando superávits operativos así como resultados financieros balanceados. Así, los indicadores de liquidez se ubicarán alrededor de lo observado en 2020. Los retos crediticios más importantes del estado continúan siendo el apretado nivel de liquidez, así como los pasivos por pensiones no fondeados.

Gráfico 1

Sinaloa continuará reportando balances operativos positivos y resultados financieros balanceados



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

Fortalezas Crediticias

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

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 operativos se mantendrán positivos en 2021 y 2022, y que el estado mantendrá niveles de deuda bajos y liquidez limitada, pero estable.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

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

Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Un deterioro mayor al 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

Exhibit 2

Estado de Sinaloa

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	23.91	22.27	21.80	20.16	19.93	18.72	16.83
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	1.42	1.73	1.68	1.53	1.10	1.18	1.11
Superávit (Déficit) Operativo / Ingresos Operativos (%)	3.64	16.39	17.13	11.24	9.04	7.20	8.52
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	(1.77)	3.23	(0.67)	(0.52)	0.07	(0.04)	1.07
Ingresos Propios / Ingresos Operativos (%)	19.40	22.46	21.78	21.61	21.24	22.28	21.91
Efectivo / Pasivo Circulante (x)	0.20	0.41	0.39	0.29	0.32	0.28	0.36
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	89.19	88.58	89.05	91.29			

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

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

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 de que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Sólidos niveles de ingresos propios

Los ingresos propios de Sinaloa representan una de sus fortalezas crediticias. Durante el periodo 2016-2020, han representado, en promedio 21.30% de los ingresos operativos, proporción que se encuentra por encima de sus pares mexicanos calificados en Ba (16.3%) durante ese mismo periodo.

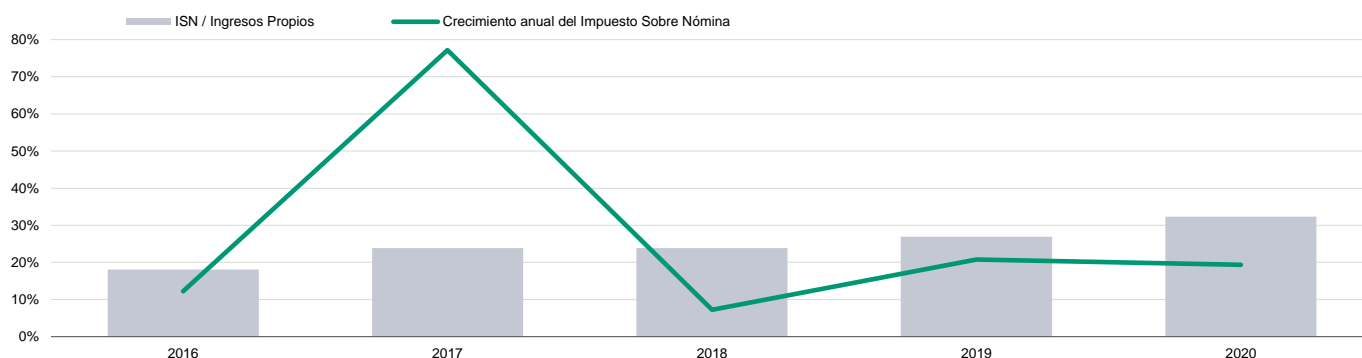
A pesar de lo anterior, Sinaloa no estuvo exento del impacto derivado de la contingencia sanitaria, aunque el efecto fue más suave que lo que se observó en otros estados. Los ingresos propios del estado disminuyeron solo 0.6% durante 2020, producto de una caída de 8.5% en el rubro de derechos, debido a que la pandemia limitó el cobro de conceptos relacionados con las universidades, casetas de peaje y servicios de salud, compensado por un crecimiento en impuestos. Los impuestos aumentaron 9.3% durante el mismo periodo, impulsados por el aumento de 19.3% en el impuesto sobre nómina, que creció a pesar de las condiciones económicas adversas. El crecimiento en el impuesto sobre nómina se derivó en un pago extraordinario que el estado recibió de un gran contribuyente en enero 2020, antes del inicio de la pandemia, y también del hecho de que Sinaloa no ofreció ni prórrogas ni exenciones en el pago de impuestos durante el ejercicio.

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.

El impuesto sobre nómina (ISN), que ha representado en promedio 66% de los impuestos recaudados por el estado durante el periodo 2016-2020, ha cobrado relevancia como fuente de ingresos propios debido a su evolución y resiliencia. Durante 2017 Sinaloa implementó una reforma ISN para hacer una transición de un impuesto único de 1.5% a una escala progresiva de 2.4%-3%. Al cierre de 2020, este concepto representaba 32% de los ingresos propios, y su proporción respecto a los ingresos propios aumentó considerablemente durante los últimos años (Ver Gráfico 3).

Gráfico 3

La proporción del ISN respecto a los ingresos propios casi se ha duplicado desde 2016.



Fuente: Estados financieros del estado de Sinaloa

De enero a junio de 2021, los ingresos propios del estado crecieron 8.4% respecto al mismo periodo el año anterior. Impulsados principalmente por el incremento en el rubro de derechos, el cual aumentó 20%. Por su parte, los impuestos registraron un decremento marginal de aproximadamente 1%, debido al efecto del pago extraordinario recibido en el mismo periodo de 2020.

Para 2021 y 2022, estimamos que los ingresos propios sigan creciendo, aunque a un ritmo menor comparado con la CAGR de 2016-2020 (11%), a medida que Sinaloa continúe ampliando su base impositiva, registrando una proporción de ingresos propios a operativos de alrededor de 22% para los próximos años.

Altos balances operativos

El estado de Sinaloa ha reportado balances operativos en los últimos cinco años, promediando 11.5% de los ingresos operativos. Lo anterior, se explica principalmente por la brecha de crecimiento de los ingresos operativos y el gasto operativo, los cuales cuentan con una CAGR de 8.8% y 7.2%, respectivamente. Asimismo, el resultado de Sinaloa en 2020 se ubica muy por encima de la mediana de los estados calificados en Ba ese mismo año, cuya mediana fue de -0.56%.

En 2020, el estado reportó un superávit operativo de 9%, levemente menor al 11.2% reportado el año inmediato anterior. Los ingresos operativos aumentaron un 1.1% respecto a 2019, gracias a un incremento del 1.6% en las transferencias federales no etiquetadas (participaciones), las cuales representan el rubro más importante de los ingresos operativos, promediando 79% de los ingresos operativos durante el periodo 2016-2020. El incremento en 2020 de las participaciones fue anormal, considerando que la tasa media anual de crecimiento (CAGR, por sus siglas en inglés) para el periodo 2016-2020 es de 8.1%. Lo anterior, se explica principalmente por la baja en la Recaudación Federal Participable derivado de la pandemia del COVID. A pesar de que estimamos una lenta recuperación en las participaciones en 2021, proyectamos un crecimiento más en línea con lo históricamente observado para 2022.

En cuanto al gasto, a pesar de la necesidad de incrementar el gasto para hacer frente a la pandemia y para incrementar sueldos, el estado fue capaz de hacer ajustes en otros rubros, limitando el crecimiento total en el gasto operativo a 3.6%, por debajo de la tendencia histórica, lo cual refleja los esfuerzos del estado para contener las presiones presupuestarias.

Estimamos que la recuperación económica conducirá a un incremento moderado del gasto operativo, a medida que los ingresos operativos se recuperan paulatinamente. Dicho lo anterior, proyectamos que los balances operativos para 2021 y 2022 serán menores a los presentados en 2020 aunque seguirán siendo superavitarios, ubicándose en alrededor del 8% de los ingresos operativos.

Sinaloa ha registrado resultados financieros prácticamente balanceados que promediaron 0.07% respecto a los ingresos totales durante el periodo 2016-2020. Durante 2020, el estado registró un superávit financiero equivalente a 0.07% de los ingresos totales. Sin embargo, los superávits bajos han limitado la capacidad del estado para fortalecer sus indicadores de liquidez.

Para 2021 y 2022 estimamos que, a medida que se recuperan paulatinamente las transferencias federales etiquetadas y que Sinaloa modere su gasto de capital, el resultado financiero se ubique en un modesto déficit de 0.04% en 2021 y un superávit de 1% en 2022. Sinaloa cambia de administración el primero de noviembre 2021 y estimamos que en el primer año del nuevo gobierno el gasto de capital sea moderado. Moody's monitoreará los planes de la siguiente administración y su impacto crediticio.

Liquidez ajustada y uso frecuente de créditos de corto plazo

A finales de 2020, Sinaloa reportó un indicador de liquidez – medido como la proporción entre efectivo y equivalentes entre pasivo circulante (incluyendo la porción a corto plazo de la deuda) – equivalente a 0.32 veces (x), en un rango similar al 0.29x reportado en 2019. Sin embargo, la liquidez sigue representando uno de los retos más importantes del estado, toda vez que se ha ubicado históricamente por debajo de sus pares. El resultado de 2020, por ejemplo, compara desfavorablemente contra la mediana de los estados calificados en Ba (0.57x).

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. A finales de 2020, la deuda directa de corto plazo era equivalente a 3.7% de la deuda directa en 2020, la cual compara favorablemente con el resultado de 12.3% reportado el año anterior. Sin embargo, durante la primera mitad de 2021, el estado dispuso de una línea de crédito con Scotiabank por aproximadamente MXN 330 millones, los cuales ya fueron liquidados a junio del mismo año, tres meses antes del término de la administración, en cumplimiento con la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y Municipios (LDF).

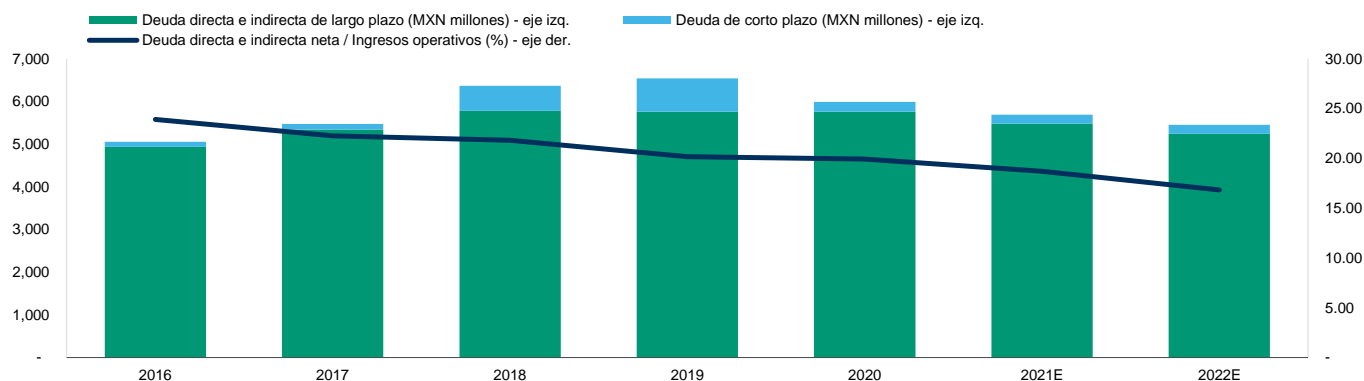
Estimamos que, dados los resultados financieros de los próximos años, el indicador de liquidez se mantenga, en promedio, en línea con el observado en 2020. Si el deterioro en la liquidez de Sinaloa supera nuestras expectativas, podría generar presión negativa en la liquidez.

Niveles de endeudamiento manejables y decrecientes

A finales de 2020, la deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 20% de los ingresos operativos, un nivel que ha ido decreciendo y que consideramos manejable. Incluimos 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). Estimamos que la deuda directa e indirecta será equivalente, en promedio a 18% de los ingresos operativos en 2021 y 2022.

Gráfico 4

La deuda directa e indirecta neta sobre los ingresos operativos ha ido decreciendo en los últimos años



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 3,947 millones en junio 2021. 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 2020 fue de MXN 909 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 junio de 2021 fue de aproximadamente MXN 813 millones.

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 262% de los ingresos operativos en 2020.

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, entre ellos sequías, 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. 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 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 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.

Exhibit 5

Estado de Sinaloa

Gobiernos regionales y locales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA) - Tarjeta de puntuación	Puntuación	Valor	Ponderación de los subfactores	Total de los subfactores	Ponderación de los factores	Total
Factor 1: Fundamentos económicos				6.40	20%	1.28
Fortaleza económica [1]	7	90.26%	70%			
Volatilidad económica	5		30%			
Factor 2: Marco institucional				7	20%	1.40
Marco legislativo	5		50%			
Flexibilidad financiera	9		50%			
Factor 3: Posición financiera				3.75	30%	1.13
Margen operativo [2]	1	13.66%	12.5%			
Carga de intereses [3]	3	1.60%	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Carga de la deuda [4]	1	20.16%	25%			
Estructura de la deuda [5]	3	12.34%	25%			
Factor 4: Administración y gobierno interno				5	30%	1.50
Controles de riesgos y administración financiera	5					
Gestión de inversiones y deuda	5					
Transparencia y divulgación financiera	1					
Evaluación del riesgo idiosincrásico						5.31 (5)
Evaluación del riesgo sistémico						Baa1
BCA estimada						ba1

[1] PIB per cápita regional como % del PIB per cápita nacional

[2] Balance operativo bruto/ingresos operativos

[3] Pago de intereses/ingresos operativos

[4] Deuda directa e indirecta neta/ingresos operativos

[5] Deuda directa de corto plazo/deuda directa total

Fuente: Moody's Investors Service; ejercicio fiscal 2019.

Calificaciones

Exposición 6

Category	Moody's Rating
ESTADO DE SINALOA	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba2
NSR Issuer Rating	A2.mx

Fuente: Moody's Investors Service

© 2021 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS 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 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 APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S 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 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, DIFUNDIDA, 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, 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.

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 5.000.000 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'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

crediticias, 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 JPY550.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE 1273466

CLIENT SERVICES

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