


## CREDIT OPINION

4 June 2021

### Actualización

 Califique este reporte

#### CALIFICACIONES

##### Estado de Querétaro

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Baa1
Type	LT Issuer Rating - Dom Curr
Outlook	Negative

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

Roxana Munoz +52.55.1253.5721  
 AVP-Analyst  
 roxana.munoz@moodys.com

Matthew Walter +52.55.1253.5736  
 AVP-Analyst  
 matthew.walter@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 Querétaro

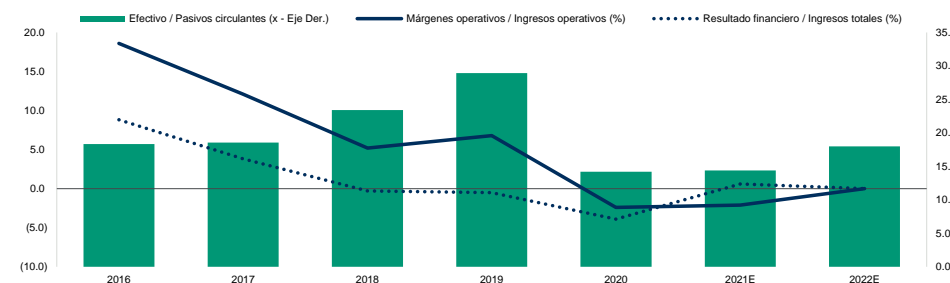
### Actualización del análisis crediticio

#### Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Querétaro](#) (Baa1/Aa1.mx negativa) refleja muy bajos niveles de endeudamiento, una muy fuerte liquidez y fuertes prácticas de administración y gobierno interno. El perfil crediticio del estado también considera un reciente deterioro de los márgenes operativo y financiero derivado de las medidas implementadas por el estado para contrarrestar el impacto negativo de la pandemia. Dado que esperamos que durante 2021 las transferencias federales no registren crecimientos importantes, la recuperación de estos indicadores se podría dar hasta 2022. El principal reto crediticio es que el estado no cuenta con un sistema de pensiones y aunque se han tomado medidas para controlar el pasivo, continúa siendo una contingencia.

Gráfico 1

**A pesar del deterioro en las métricas operativas y financieras, la liquidez se mantuvo en niveles muy fuertes**



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

#### Fortalezas Crediticias

- » Economía dinámica que respalda una base de ingresos propios productiva
- » Bajos niveles de deuda y de servicio de la deuda
- » Muy fuerte posición de liquidez
- » Fuertes prácticas de gobierno y sólido desempeño financiero

#### Retos Crediticios

- » Deterioro en márgenes operativos
- » Elevado pasivo por pensiones aun cuando se han tomado medidas para controlarlo

## Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones del estado de Querétaro es negativa en línea con la perspectiva negativa del [Gobierno de México](#) (Baa1, negativa).

## Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Debido a que la perspectiva es negativa, no esperamos un alza de la calificación en el mediano plazo. Sin embargo, si hay un cambio estructural a su sistema de pensiones que disminuya esta contingencia y si los indicadores de liquidez y financieros se mantienen en los niveles actuales podría haber presión al alza en las calificaciones en escala nacional.

## Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Debido a que la perspectiva es negativa, una baja en la calificación podría darse en caso de una baja de la calificación del Gobierno de México. Adicionalmente, un cambio abrupto en la política financiera del estado que no permita mejorar los balances operativos y ocasione incrementos en los niveles de deuda o un deterioro sustancial de la liquidez podría ejercer presión a la baja en las calificaciones.

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](http://www.moody.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

## Indicadores Clave

Gráfico 2

### Estado de Querétaro

(AL 31/12)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Totales (%)	2.7	3.2	3.5	2.7	3.9	3.5	2.9
Pago de Intereses/Ingresos Totales (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.04	0.02	0.01
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	18.6	12.1	5.2	6.8	-2.4	-2.1	2.2
Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	8.8	3.8	-0.3	-0.5	-3.9	0.6	1.0
Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)	10.9	12.7	12.6	13.7	12.2	13.0	13.7
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	18.3	18.5	23.4	28.9	14.2	14.4	18
PIB per Cápita/Promedio Nacional (%)	129.2	131.2	130.9	129.1	-	-	-

Fuente: Estados financieros del estado de Querétaro, CONAPO, INEGI, Moody's Investors Service.

## Detalle de los Fundamentos Crediticios

La calificación asignada al estado de Querétaro combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de baa1 y 2) la baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del Gobierno de México en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

### Evaluación del Riesgo Crediticio Base

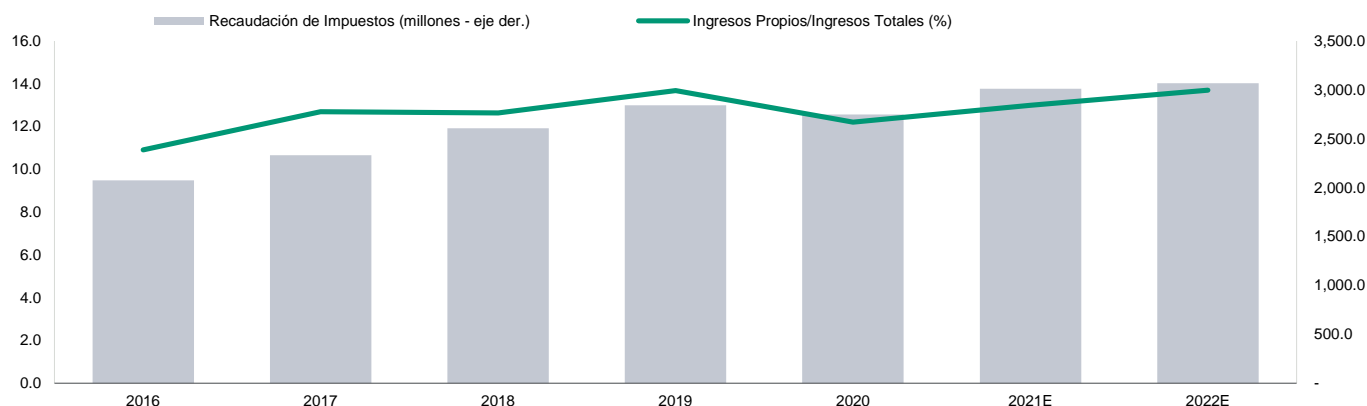
#### Economía dinámica que respalda una productiva base de ingresos propios

El estado de Querétaro, con una población de alrededor de 2.37 millones de habitantes, se beneficia de una ubicación en la región central del país, una infraestructura de transporte bien desarrollada y una fuerza de trabajo calificada. La actividad económica está relativamente diversificada y se encuentra mayormente concentrada en la industria manufacturera, construcción y comercio. El dinamismo y la diversificación de la economía de Querétaro se reflejan en sus elevados niveles de PIB per cápita, que representaron 129.1% del promedio nacional en 2019.

El perfil económico del estado sostiene una productiva base de ingresos propios. Sin embargo, estos se vieron afectados durante 2020 por el desempleo, el cierre de oficinas para trámites y una menor movilidad en el estado. Los ingresos propios representaron 21.2% de los ingresos operativos en 2020, comparado con el 23.9% registrado en 2019 (ver gráfico 3). Los ingresos propios se vieron afectados, principalmente por una disminución en la recaudación del impuesto sobre la nómina, derechos y sanciones.

A marzo 2021, derivado de la recuperación económica y de los empleos del estado, los ingresos propios registraron un crecimiento del 6.8% con respecto al mismo periodo de 2020, siendo el impuesto sobre nóminas uno de los principales rubros que impactaron positivamente (crecimiento del 9.6%). Dado el comportamiento de los ingresos, esperamos que se recuperen durante 2021 y 2022 y aumenten, representando 22.5% y 23.1% de los ingresos operativos, respectivamente.

Gráfico 3

**Esperamos que la recaudación de impuestos incremente en 2021 y 2022**

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

**Fuertes prácticas de gobierno**

Querétaro ha mantenido consistentemente sólidas prácticas de administración y gobierno interno. Si bien el estado registró un déficit financiero durante 2020, este refleja el apoyo brindado a la población ante la pandemia. Sin embargo consideramos que el estado continuará alcanzando sus objetivos fiscales durante 2021 y que así continúe en el mediano plazo. Junto con un robusto sistema de monitoreo interno de ingresos y gastos, que respalda los resultados fiscales, Querétaro también muestra una preferencia por el financiamiento interno en vez de tomar deuda para proyectos de infraestructura. Como resultado de estas consideraciones, el estado ha mantenido bajos niveles de deuda y de servicio de la deuda junto con una robusta liquidez.

En términos de reportes financieros, el estado genera estados financieros integrales y oportunos que son auditados por contadores externos. Asimismo, se destaca el cumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios (LDF).

**Recuperación gradual de los balances operativos y financieros**

Durante 2020, el estado registró un balance operativo negativo del 2.4% de los ingresos operativos como resultado de un mayor crecimiento de las gastos operativos (10% con respecto a 2019) comparado con el de los ingresos operativos (7.8%). El crecimiento del gasto fue impulsado principalmente por un aumento del 18% de las transferencias así como de un incremento del 8.7% de servicios personales. El estado tuvo que hacer frente a un mayor gasto, el cual no se tenía presupuestado, a través de su programa de reactivación económica, el cual no sólo contemplaba apoyo a las personas y empresas, sino también un mayor gasto en salud para enfrentar la pandemia (reconversión de hospitales, compra de equipo, etc.). Sin embargo, dada la fuerte posición liquidez del estado, este déficit fue financiado a través de efectivo disponible de ejercicios anteriores.

Si bien los ingresos propios han registrado un crecimiento importante durante 2021 impulsando los ingresos operativos, esperamos que las participaciones federales tengan un crecimiento bajo o nulo. Adicionalmente, el estado espera que los gastos operativos continúen incrementando durante 2021 en 13.3% comparado con 2020. Como resultado, esperamos que Querétaro siga registrando un déficit operativo del 2.1% de los ingresos operativos durante 2021 dado que el estado continúa apoyando a la población y tiene planes de reactivar la economía. Para 2022, estimamos que el estado podría regresar a balances operativos positivos reflejando medidas de contención de gasto y que podrían ser equivalentes al 2.2% de los ingresos operativos.

Como resultado de los márgenes operativos negativos y a pesar de que el estado disminuyó su gasto de capital, Querétaro registró un déficit financiero del 3.9% de los ingresos totales durante 2020, comparado con los resultados positivos, en promedio, del periodo 2016 a 2019 de 3%.

Si bien esperamos que en 2021 el estado siga registrando márgenes operativos negativos, estimamos que el gasto de capital sea aún menor al de los dos años anteriores como resultado de menores transferencias etiquetadas y convenios en 2021, y que el estado registre nuevamente resultados financieros balanceados de aproximadamente 0.6% de los ingresos totales. Como resultado de las

fuertes prácticas de administración y gobierno y nuestra expectativa de una recuperación económica, estimamos que Querétaro podría registrar nuevamente resultados financieros del 1% de los ingresos totales en 2022.

#### **Bajos niveles de deuda y de servicio de la deuda**

Los resultados financieros balanceados de Querétaro, junto con su inclinación a financiar sus proyectos de capital con recursos propios, respaldan los bajos niveles de deuda y de servicio de la deuda. La deuda directa e indirecta neta como porcentaje del total de los ingresos totales fue de 3.9% a finales de 2020, un nivel muy bajo con relación a la mediana de los estados mexicanos calificados de 22.7% (sin considerar a Querétaro).

La deuda directa de Querétaro consiste en un crédito de largo plazo con BBVA - Bancomer el cual tenía un saldo insoluto de MXN 165 millones al cierre de 2020. El estado ha hecho pagos anticipados del crédito desde 2017, y tiene planeado prepagarlo durante 2021.

También incluimos en los indicadores de deuda directa del estado 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 en cada entidad federativa (el IIFEEQ en el Estado de Querétaro), 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 los registrará como parte de sus activos. El monto estimado de deuda por este concepto al cierre de 2020 es de MXN 768 millones.

Adicionalmente, tomamos en cuenta en los indicadores de deuda el monto recibido, durante 2020, como resultado de la deuda emitida para ayudar a mitigar la caída en las participaciones derivado de la contracción económica, lo que generó al estado una obligación de 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 Querétaro, estimamos que el saldo a diciembre de 2020 fue de aproximadamente MXN 546 millones.

Considerando el prepago de la deuda, estimamos que Querétaro registrará en 2021 una deuda directa e indirecta neta equivalente al 3.5% de sus ingresos totales, un nivel bajo comparado con sus pares nacionales. Como consecuencia de los bajos niveles de deuda, los pagos de servicio de la deuda (principal e intereses) han sido bajos y el servicio de la deuda representó 0.4% de los ingresos totales en 2020 y se espera continúe permanezca en niveles similares durante 2021 y 2022.

La deuda indirecta se compone del aval que otorgó Querétaro a un proyecto de asociación público-privada (APP) que celebró la Comisión de agua de Querétaro (CEA) para la construcción de un acueducto de 100 Km. También existe un contrato de crédito contingente con Banobras por MXN 65.8 millones para cubrir al Desarrollador Inmobiliario del Parque Aeroespacial de Querétaro en caso de que no se cubra el pago con las rentas generadas de estos inmuebles.

Respecto al aval a la CEA, el saldo de la inversión a pagar a diciembre de 2020 del proyecto es de MXN 1,195 millones (a pesos de 2007). Del total de la inversión, 43% proviene de un crédito bancario. Descontamos esta obligación de la deuda indirecta ya que el estado no ha tenido que pagar la contraprestación y consideramos que no sería necesario que lo haga en el futuro. Si bien se observó una baja del margen operativo de la compañía en 2019 y en 2020, esperamos que sea una situación temporal que no requiera del apoyo del estado. Por otra parte, también descontamos el contrato para el desarrollo inmobiliario porque de acuerdo con información del estado ésta línea no se ha utilizado.

#### **Muy fuerte posición de liquidez**

La liquidez de Querétaro es una de sus principales fortalezas crediticias. El efectivo cubrió 14.2 veces el pasivo circulante al cierre de 2020, un nivel muy alto y muy por encima de sus pares nacionales. La disminución de este indicador con respecto a 2019, año en el que el efectivo representó 28.9 veces refleja el financiamiento del déficit con efectivo disponible. El efectivo y equivalentes al cierre de 2020 fue de MXN 4,472 millones, el cual representa 11.9% del ingreso anual del estado. Debido a que estimamos que el estado registre resultados financieros balanceados 2021, estimamos que la liquidez permanecerá estable y que se recuperará en 2022 a 18 veces los pasivos circulantes.

#### **Elevado pasivo por pensiones no fondeado**

Querétaro no tiene un sistema de pensiones administrado por el estado y cubre estos gastos con recursos internos. De acuerdo con el último estudio actuarial con cifras a junio 2019, el déficit actuarial del estado (utilizando una tasa de descuento de 2.0%) es de

aproximadamente MXN 43,331 millones o 115% de los ingresos totales de 2020. Sin embargo, este estudio actuarial no toma en cuenta la Reforma a la Ley de Pensiones de los Trabajadores del Estado del 5 de marzo de 2021, en donde se elimina la edad para el retiro y el salario tope de las pensiones. Como resultado, esperamos que el déficit actuarial sea mayor al reportado en el último estudio actuarial.

De acuerdo con el estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias que hará el estado en 2021 serán de MXN 625 millones, equivalentes al 1.6% del total de los ingresos esperados en 2021, monto aún manejable, no obstante, se estima que tendrán un crecimiento promedio anual mayor al 8% en el periodo 2021-2025.

El estado comenzó a hacer una aportación equivalente al 63.26% de la nómina de cotización (salario presupuestal y quinquenio) para crear las reservas suficientes para el pago presente y futuro de las pensiones. El saldo a junio 2020 de dichas aportaciones es de casi MXN 152 millones. Si bien se hizo una modificación a la Ley para el Manejo de los Recursos Públicos del Estado de Querétaro para incluir dicha partida en el presupuesto de egresos del estado, esta no define el porcentaje de la aportación, por lo que ésta podría variar.

### Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Querétaro. La baja probabilidad refleja la apreciación de Moody's 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 Querétaro

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

Las consideraciones ambientales no son materiales para Querétaro. El estado está menos expuesto a desastres naturales en comparación con otros estados del país. El estado, a través de su organismo estatal, provee los servicios de agua, el cual tiene una posición financiera sólida, por lo que no presenta una contingencia para el estado.

Los riesgos sociales son moderadamente materiales. Querétaro cuenta con un buen nivel de servicios públicos e infraestructura y el nivel de inseguridad es menor al promedio en México. El riesgo más importante que enfrenta es el pasivo por pensiones.

En términos de gobierno corporativo, estos factores son materiales para la calidad institucional del estado de Querétaro. El estado tiene un alto nivel de transparencia, su gestión financiera es muy fuerte y cuenta con el nivel de liquidez más alto de los estados mexicanos calificados. Además, presenta estados financieros de manera clara, detallada y a tiempo.

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 Querétaro, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base asignada (BCA, por sus siglas en inglés) de baa1 está cercana con el resultado indicado de la matriz de factores de baa2. El resultado indicado de baa2 de la BCA de la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 2 (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 de México.

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 4

### Estado de Querétaro

#### 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
<b>Factor 1: Fundamentos económicos</b>				<b>1</b>	<b>20%</b>	<b>0.20</b>
Fortaleza económica [1]	1	129.89%	70%			
Volatilidad económica	1		30%			
<b>Factor 2: Marco institucional</b>				<b>7</b>	<b>20%</b>	<b>1.40</b>
Marco legislativo	5		50%			
Flexibilidad financiera	9		50%			
<b>Factor 3: Posición financiera</b>				<b>1.25</b>	<b>30%</b>	<b>0.38</b>
Margen operativo [2]	3	7.11%	12.5%			
Carga de intereses [3]	1	0.24%	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Carga de la deuda [4]	1	4.78%	25%			
Estructura de la deuda [5]	1	7.71%	25%			
<b>Factor 4: Administración y gobierno interno</b>				<b>1</b>	<b>30%</b>	<b>0.30</b>
Controles de riesgos y administración financiera	1					
Gestión de inversiones y deuda	1					
Transparencia y divulgación financiera	1					
<b>Evaluación del riesgo idiosincrásico</b>						<b>2.28 (2)</b>
<b>Evaluación del riesgo sistémico</b>						<b>Baa1</b>
<b>BCA estimada</b>						<b>baa2</b>

[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 5

Category	Moody's Rating
<b>ESTADO DE QUERÉTARO</b>	
Outlook	Negative
Issuer Rating - Dom Curr	Baa1
NSR Issuer Rating	Aa1.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, COMERCIABILIDAD 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](http://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 1274282

## CLIENT SERVICES

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