


CREDIT OPINION

8 September 2020

Actualización
 Califique este reporte

CALIFICACIONES
Querétaro, State of

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

María Martínez-Richa +52.55.1253.5729
 VP-Senior Analyst
 mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com

Guillermo Guiran Rosaldo +52.55.1253.5743
 Associate Analyst
 guillermo.guiran@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 Querétaro (México)

Actualización del análisis crediticio

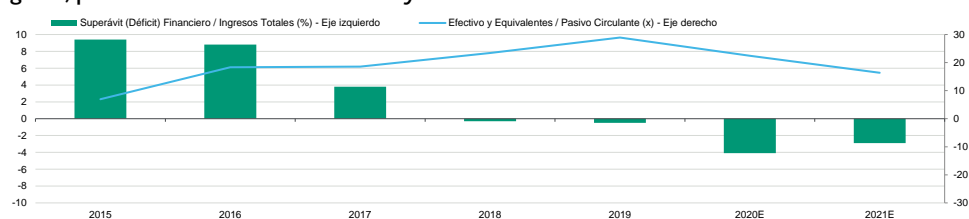
Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Querétaro](#) (Baa1/Aa1.mx negativa) refleja resultados operativos positivos, resultados financieros en promedio balanceados, muy bajos niveles de endeudamiento y una muy fuerte liquidez. Su perfil también refleja fuertes prácticas de administración y gobierno interno. El principal reto crediticio es que el estado no cuenta con un sistema de pensiones y aunque se están tomando medidas para controlar el pasivo, continúa siendo una contingencia.

La pandemia del COVID-19 y su impacto en la economía, debilita el crecimiento de los ingresos y también ejerce presión en el gasto. Por lo tanto, esperamos una disminución temporal en los márgenes operativos, pero estimamos que se mantendrán positivos. El estado ajustará el gasto en obra en 2020, pero en 2021 es muy probable que lo vuelva a incrementar. Gracias a la fuerte posición de liquidez, el estado podrá cubrir los bajos déficits financieros que estamos estimando y aún así mantenerla en niveles muy altos (ver gráfico 1).

Gráfico 1

Liquidez disponible cubrirá déficits financieros esperados por caída en ingresos y presiones en el gasto, pero se mantendrá en niveles muy altos.



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

Fortalezas Crediticias

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

Retos Crediticios

- » 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 ocasione incrementos en los niveles de deuda, aunado con el deterioro sustancial de la liquidez podría ejercer presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores Clave

Gráfico 2

Estado de Querétaro

(AL 31/12)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	9.0	8.1	7.6	6.6	4.8	4.4	2.9
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
Superávit (Déficit) Operativo / Ingresos Operativos (%) ^[1]		18.6	12.1	5.2	6.8	1.7	3.7
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	9.4	8.8	3.8	(0.3)	(0.5)	(4.1)	(2.9)
Ingresos Propios / Ingresos Operativos (%)	23.1	22.4	24.0	23.4	23.9	21.7	23.6
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	6.9	18.3	18.5	23.4	28.9	22.4	16.4
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	132.8	136.3	135.9	135.5			

[1] A partir de 2016 se calcula el balance operativo con información de los formatos de la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios.

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

Detalle de los Fundamentos Crediticios

El 21 de abril, Moody's [afirmó las calificaciones de Baa1/Aa1.mx del Estado de Querétaro y cambió la perspectiva a negativa de estable](#). Esta acción siguió la acción de calificación del 17 de abril, en la que la agencia [bajó las calificaciones a Baa1 de A3 de los bonos soberanos de México y mantuvo la perspectiva negativa](#).

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 2.2 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 135.5% del promedio nacional en 2018.

El perfil económico del estado sostiene una productiva base de ingresos propios. Los ingresos propios representaron 23.9% de los ingresos operativos en 2019, nivel que se encuentra por arriba de la mediana para estados calificados Baa. No obstante lo anterior, derivado del impacto del COVID-19, los ingresos propios se han visto afectados, principalmente el impuesto sobre la nómina, derechos

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.

y sanciones como consecuencia del desempleo, cierre de oficinas para trámites y menor movilidad, respectivamente. Los ingresos propios a junio de 2020 cayeron 12.9% respecto al mismo periodo de 2019. Si bien esperamos una recuperación en la segunda mitad de 2020, al final de año esperamos que los ingresos propios representen 21.7% de los ingresos operativos, nivel menor al presentado en 2019.

Fuertes prácticas de gobierno

Querétaro ha mantenido consistentemente sólidas prácticas de administración y gobierno interno. Querétaro alcanza sus objetivos fiscales y esperamos 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).

Sólido desempeño operativo y financiero

Querétaro ha registrado resultados operativos positivos y derivan de una sólida base de ingresos propios y el estricto monitoreo y control del gasto. El resultado operativo en 2019 representó 6.8% de los ingresos operativos. Si bien esperamos que en 2020 el estado se beneficiará de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF), los cuales cubrirían cualquier faltante en las participaciones federales respecto el monto presupuestado para 2020, esperamos que el resultado operativo se vea afectado por el mencionado impacto en los ingresos propios y por el gasto extraordinario derivado de la pandemia. Querétaro tiene 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 contempla apoyo a las personas y empresas, sino también un mayor gasto en salud para enfrentar la pandemia (reconversión de hospitales, compra de equipo, etc.). El mayor gasto por estos conceptos se estima en alrededor de 4% de los ingresos operativos de 2019. Por lo anterior, para este año esperamos un balance operativo de 1.7% de los ingresos operativos. Para 2021, esperamos una recuperación de la economía y estimamos que el balance operativo vuelva a crecer al menos a un nivel del 3.7% de los ingresos operativos.

Al considerar ingresos y gastos de capital, el estado ha registrado resultados financieros en promedio balanceados y con déficits financieros no mayores a 0.5% de los ingresos totales en 2018 y 2019. Lo anterior se da como resultado de un incremento en el gasto de capital en dichos años a casi dos veces el presentado en 2017 y a una caída en convenios en 2019 de 28%. Si bien esperamos que el gasto de capital en 2020 sea menor al de los dos años anteriores, el impacto de menores convenios en 2020 y los menores resultados operativos, llevarán al estado a presentar resultados deficitarios en 2020 y 2021 en un rango de 3-4% de los ingresos totales, los cuales serán financiados con efectivo disponible. Además, en 2021, el estado deberá concluir las obras de su programa de gobierno, ya que habrá cambio de administración en este año. No obstante lo anterior, estos déficits financieros podrían ser menores, como resultado de las fuertes prácticas de planeación financiera de Querétaro que podrían lograr una mayor contención del gasto.

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 2.7% a finales de 2019, un nivel muy bajo en relación a la mediana de los estados mexicanos calificados de 21.8% (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 246 millones al cierre de 2019. El estado hizo pagos anticipados del crédito desde 2017, no obstante, en función del cierre de 2020 se realizará o no un prepago adicional de la deuda. No obstante, la deuda se seguirá amortizando y estimamos que la deuda seguirá bajando en 2020 y 2021, y se ubique en 2.5% y 1.7% de los ingresos totales, respectivamente. Como resultado 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 0.8% de los ingresos totales en 2019 y se espera continúe disminuyendo.

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 2019 del proyecto es de MXN 1,319 millones (a pesos de 2007). Del total de la inversión, 43% proviene de un crédito bancario. Descotamos 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, la recesión económica tendrá un impacto negativo en sus ingresos, esperamos que sea una situación temporal que no requiera del apoyo del estado. Por otra parte, también descotamos el contrato para el desarrollo inmobiliario porque de acuerdo con información del estado esta línea no se ha utilizado.

Moody's también incluye en sus indicadores de deuda directa 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), Moody's considera que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. El monto estimado de deuda por este concepto al cierre de 2019 es de MXN 786 millones.

Muy fuerte posición de liquidez

La liquidez de Querétaro es una de sus principales fortalezas crediticias. El efectivo cubrió 28.9 veces el pasivo circulante al cierre de 2019, un nivel muy alto y muy por encima de sus pares nacionales. El efectivo y equivalentes al cierre de 2019 fue de MXN 5,998 millones, el cual representa 16% del ingreso anual del estado. Debido a que estimamos que el estado registre déficits financieros en 2020 y 2021 y se financiarán con recursos disponibles, estimamos que la liquidez bajará, pero se mantendrá todavía muy alta, con un indicador de efectivo a pasivo circulante por encima de 15 veces.

Elevado pasivo por pensiones no fondado

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 2019. De acuerdo con el estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias que hará el estado en 2020 serán de MXN 478 millones, equivalentes al 1% del total de los ingresos esperados en 2020, monto aún manejable, no obstante, se estima que tendrán un crecimiento promedio anual de 7.8% en el periodo 2020-2025.

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.

Por otro lado, la última reforma implementada a la Ley de Pensiones de los Trabajadores del Estado establece que a partir de 2016 se restringe los incrementos anuales repentinos en las obligaciones de pensiones. Sin la reforma, los gastos relacionados con pensiones del estado se hubieran duplicado antes de 2020.

La reforma establece un tope máximo para beneficios de pensiones individuales en el monto fijo de MXN 42,000 mensuales. Además, la pensión será calculada como el promedio del salario del empleado en los últimos cinco años antes de su retiro, y tomará en cuenta el número de años de servicio. Adicionalmente, la ley establece por primera vez la edad mínima de retiro para nuevos y actuales empleados en 60 años e incrementa el número mínimo de años de servicio a 30. Anteriormente, los empleados podían retirarse después de 28 años de servicio sin importar la edad.

La reforma de Querétaro incluye tanto a la generación actual de trabajadores como aquellos que se unan a la fuerza laboral después de la fecha de corte y afectará no solamente a los trabajadores del estado, sino también a los de los municipios y entidades descentralizadas estatales y municipales.

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 no son 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 enfrentará en el mediano plazo 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.

Gráfico 3

Estado de Querétaro

Gobiernos Locales y Regionales

Matriz de factores - 2018	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-Factores	Total de Sub-Factores	Ponderación de Factores	Total
Factor 1: Fundamentos Económicos						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	1	135.73	70%	1	20%	0.20
Volatilidad Económica	1		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 (%)	3	9.09	12.5%	1.25	30%	0.38
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.33	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	6.50	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	5.10	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	1			1	30%	0.30
Gestión de Inversiones y Deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
Evaluación de Riesgo Idiosincrásico						2.28(2)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa1
BCA Estimada						baa2

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exhibit 4

Category	Moody's Rating
QUERETARO, STATE OF	
Outlook	Negative
Issuer Rating -Dom Curr	Baa1
NSR Issuer Rating	Aa1.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.moodys.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 1240673

CLIENT SERVICES

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