

**CREDIT OPINION**

31 July 2019

**Actualización**
 Califique este reporte

**CALIFICACIONES**
**Queretaro, State of**

|                  |                                |
|------------------|--------------------------------|
| Domicile         | Mexico                         |
| Long Term Rating | Baa1                           |
| Type             | LT Issuer Rating - Dom<br>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**

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

**Guillermo Guiran** +52.55.1253.5743  
 Rosaldo  
 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

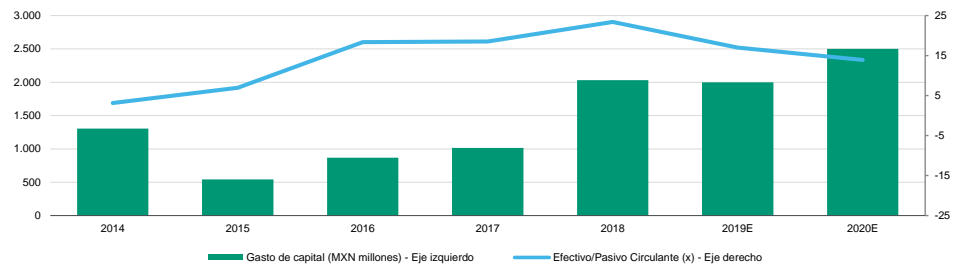
# Estado de Querétaro (México)

## Actualización del análisis crediticio

**Resumen**

El perfil crediticio del [Estado de Querétaro](#) (Baa1/Aa1.mx estable) refleja resultados financieros en promedio balanceados, muy bajos niveles de endeudamiento y una muy fuerte liquidez. El estado ha llevado a cabo pagos anticipados de su deuda y planea continuar con esto en 2019, por lo que estimamos que la deuda directa e indirecta neta se ubique en 3.4% de los ingresos totales y que continúe bajando. Querétaro ha mantenido el gasto controlado, pero se espera que el gasto de capital aumente en 2019-2020 y que pueda registrar déficits financieros moderados, los cuales serán cubiertos con recursos disponibles de años anteriores. Por consiguiente, estimamos que la liquidez disminuya, pero se mantenga en niveles muy altos con una razón de efectivo y equivalentes a pasivo circulante de más de 15 veces en promedio en 2019 y 2020. El principal reto crediticio del estado es su pasivo por pensiones no fondeado.

Gráfico 1

**Mayor gasto de capital se financiará con reservas de efectivo, pero la liquidez seguirá alta**


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 sin fondear

## Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones del Estado de Querétaro es estable y refleja nuestra expectativa de que el estado seguirá registrando muy bajos niveles de deuda y la liquidez se mantendrá alta.

## Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Debido a que la perspectiva es estable, 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.

## Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un baja de la calificación. Sin embargo, 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

### Estado de Querétaro

| (AL 31/12)  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 E | 2020 E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Totales (%)       | 4.2   | 4.2   | 4.0   | 4.0   | 4.1   | 3.4    | 3.0    |
| Pago de Intereses/Ingresos Totales (%)                    | 0.2   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.0    | 0.0    |
| Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) [1] | (2.2) | 9.4   | 8.8   | 3.8   | (0.3) | (3.9)  | (1.9)  |
| Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)       | (2.2) | 9.4   | 8.8   | 3.8   | (0.3) | (3.9)  | (1.9)  |
| Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)                     | 10.4  | 10.9  | 10.9  | 12.7  | 12.6  | 14.4   | 15.3   |
| Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)           | 3.1   | 6.9   | 18.3  | 18.5  | 23.4  | 17.0   | 13.9   |
| PIB per Cápita/Promedio Nacional (%)                      | 126.0 | 132.8 | 136.3 | 134.7 | -     | -      | -      |

[1] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales  
Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Querétaro, INEGI, CONAPO

## Detalle de los Fundamentos Crediticios

El 7 de junio, [Moody's afirmó las calificaciones de Baa1/Aa1.mx del Estado de Querétaro y mantuvo la perspectiva estable](#). Esta acción siguió la acción de calificación del 5 de junio, en la que la agencia [cambió la perspectiva de estable a negativa y afirmó la calificación de A3 de los bonos soberanos de México](#).

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 \(A3 negativa\)](#) 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 aproximadamente 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 134.7% del promedio nacional en 2017.

El perfil económico del estado sostiene una productiva base de ingresos propios. Los ingresos propios representaron 12.6% del total de los ingresos en 2018, nivel que se encuentra por arriba de la mediana para estados calificados Baa. Los ingresos propios tuvieron una tasa de crecimiento compuesta anual (CAGR por sus siglas en inglés) de 13% entre 2014 y 2018. Las perspectivas de crecimiento en el estado continúan sólidas y se espera que continúen las inversiones extranjeras, en particular, en el sector aeroespacial y automotriz, y que las políticas de fiscalización continúen. Por consiguiente, estimamos que los ingresos propios del estado seguirán siendo de los

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

más altos de los estados mexicanos calificados. A mayo de 2019, los ingresos propios crecieron 11% comparado con el mismo periodo de 2018.

#### **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 nuevas obligaciones establecidas por la Ley de Disciplina Financiera.

#### **Sólido desempeño financiero**

Querétaro ha registrado superávits financieros en tres de los últimos cinco años, alcanzando altos superávits en 2015 y 2016 de hasta 9.3% y 8.7% de los ingresos totales respectivamente. En 2018, el estado presentó un pequeño déficit de 0.3% de los ingresos totales, principalmente como resultado de un incremento en el gasto de capital de casi el doble del registrado en 2017.

Querétaro ha mantenido un sólido crecimiento de ingresos con una tasa de crecimiento anual compuesta de 7.7% entre 2014-2018. En 2018, el crecimiento estuvo en línea con dicho porcentaje, después de un crecimiento menor en 2017 de 3%, principalmente como resultado de una caída en convenios de 20%. No obstante lo anterior, para 2018 los convenios mostraron una recuperación y crecieron 10%. Por otro lado a pesar de que en 2018 se redujo la tasa de impuesto sobre la tenencia para homologarla con la Ciudad de México y estado de México, este impacto se compensó parcialmente con un incremento por derechos vehiculares.

Asimismo, el gasto operativo mostró en 2018 una disminución en diversos componentes como resultado de que algunas dependencias fueron descentralizadas y su gasto, incluyendo el de capital, fue contabilizado como transferencias. Por tal motivo, el gasto operativo incrementó en 2018 9.4%, mayor a la tasa promedio anual de 6.9% en el periodo 2014-2018. Considerando el incremento en el gasto de capital, el estado presentó un pequeño déficit de 0.3% de los ingresos totales. A mayo de 2019, el ingreso y gasto operativo han crecido en línea alrededor de 3% comparado con el mismo periodo de 2018, a pesar de una disminución de 43% en los convenios. Por lo anterior, Moody's espera que al cierre de 2019 el estado continuará con los crecimientos recientes de ingresos propios y egresos operativos, no obstante como resultado de una reducción de los convenios recibidos y un incremento de su gasto de capital, estimamos que el estado presentará un déficit de alrededor de 4% de sus ingresos totales, el cual será financiado con efectivo disponible.

#### **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 fue de sólo 4.1% a finales de 2018, un nivel muy bajo en relación a la mediana de los estados mexicanos calificados de 22.8%.

La deuda directa de Querétaro consiste en un crédito de largo plazo con BBVA - Bancomer el cual tenía un saldo insoluto de MXN 513.3 millones al cierre de 2018. El estado hizo pagos anticipados del crédito en 2017 y 2018 y planea realizar otro en 2019 por MXN 200 millones. Por consiguiente, estimamos que la deuda seguirá bajando en 2019 y 2020 y se ubique en 3.4% y 3% 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, sin contar los pagos anticipados, el servicio de la deuda representó 0.6% de los ingresos totales en 2018 y se espera continúe disminuyendo.

La deuda indirecta se compone del aval que otorgó Querétaro a un proyecto de asociación público-privada (P3) 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 2018 del proyecto es de MXN 1,434 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 el Estado lo haga en el futuro ya que la situación financiera de la Comisión es sólida para hacer frente al pago de la misma. Por otra parte, también descontamos 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 e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples. Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa 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. En el caso del IIFEEQ, para 2018 el monto acumulado que recibiría como resultado de las emisiones del programa federal sea de MXN 996.6 millones del total del programa de MXN 50,000 millones para todas las entidades federativas.

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

La liquidez de Querétaro es una de sus principales fortalezas crediticias. El efectivo cubre 23.4 veces el pasivo circulante al cierre de 2018, un nivel muy alto y muy por encima de sus pares nacionales. El efectivo y equivalentes al cierre de 2018 fue de MXN 6,189 millones, el cual representa 17% del ingreso anual del estado. Debido al incremento en gasto de capital en 2019, el cual se financiará con recursos disponibles, estimamos que la liquidez bajará pero se mantendrá todavía muy alta, con un indicador de efectivo a pasivo circulante en promedio de 15x en 2019-2020.

#### **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 2018, el valor presente del pasivo de pensiones no fondeado de Querétaro (utilizando una tasa de descuento de 4.0%) es de aproximadamente MXN 23,517 millones o 63% de los ingresos de 2018. De acuerdo con el estudio actuarial, las aportaciones que hará el estado en 2019 serán de MXN 404 millones, equivalentes al 1.1% del total de los ingresos en 2019, monto aún manejable, no obstante, se estima que tendrán un crecimiento promedio anual de 7.7% en el periodo 2019-2025.

Se implementó una reforma a la Ley de Pensiones de los Trabajadores del Estado que a partir de 2016 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.

#### **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 en línea con el resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de baa1 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 A3, 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.

## Estado de Querétaro

### Gobiernos Locales y Regionales

| Matriz de factores - 2017                                       | Puntuación | Valor  | Ponderación de Sub-Factores | Total de Sub-Factores | Ponderación de Factores | Total          |
|---|------------|--------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------|
| <b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>                         |            |        |                             |                       |                         |                |
| PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)           | 1          | 134.89 | 70%                         | 1                     | 20%                     | 0.20           |
| Volatilidad Económica   | 1          |        | 30%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 2: Marco Institucional</b>                            |            |        |                             |                       |                         |                |
| Marco Legislativo   | 5          |        | 50%                         | 7                     | 20%                     | 1.40           |
| Flexibilidad Financiera   | 9          |        | 50%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento</b> |            |        |                             |                       |                         |                |
| Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)               | 3          | 6.03   | 12.5%                       | 1.25                  | 30%                     | 0.38           |
| Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)                     | 1          | 0.19   | 12.5%                       |                       |                         |                |
| Liquidez  | 1          |        | 25%                         |                       |                         |                |
| Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)        | 1          | 4.00   | 25%                         |                       |                         |                |
| Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)           | 1          | 3.50   | 25%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX</b>         |            |        |                             |                       |                         |                |
| 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                             |            |        |                             |                       |                         | <b>2.28(2)</b> |
| Evaluación de Riesgo Sistémico                                  |            |        |                             |                       |                         | <b>A3</b>      |
| BCA Estimada  |            |        |                             |                       |                         | <b>baa1</b>    |

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

Exhibit 4

| Category                   | Moody's Rating |
|----------------------------|----------------|
| <b>QUERETARO, STATE OF</b> |                |
| Outlook                    | Stable         |
| Issuer Rating -Dom Curr    | Baa1           |
| NSR Issuer Rating          | Aa1.mx         |

Fuente: Moody's Investors Service

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente. Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE 1186891

## CLIENT SERVICES

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