

CREDIT OPINION

8 August 2023

Actualización

**Comparta sus
comentarios**
CALIFICACIONES
Estado de Querétaro

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Baa2
Type	LT Issuer Rating - Dom Curr
Outlook	Stable

Para mayor información, favor de consultar la [sección de calificaciones](#) al final de este reporte. Las calificaciones y perspectiva mostradas reflejan información a la fecha de publicación.

Contactos

Adrian Garza, CFA +52.55.1253.5709
 VP-Sr Credit Officer
 adrianjavier.garza@moodys.com

Guillermo Guiran +52.55.1253.5743
 Rosaldo
 Associate Analyst
 guillermo.guiran@moodys.com

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

CLIENT SERVICES

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

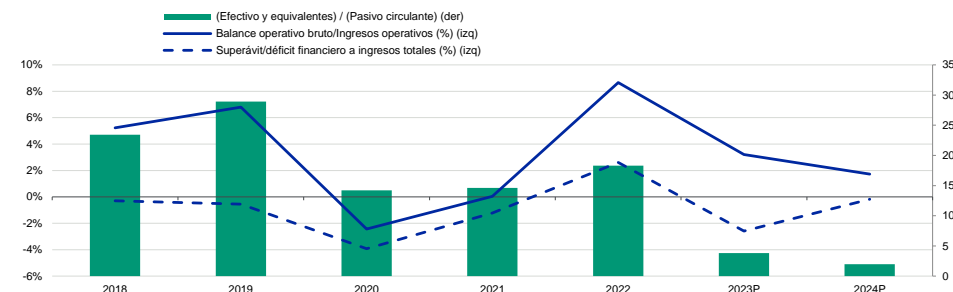
Estado de Querétaro (México)

Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Querétaro](#) (Baa2 estable) refleja un bajo nivel de deuda, una fuerte posición de liquidez, márgenes operativos positivos, así como fuertes prácticas de administración y gobierno. El perfil crediticio se ve limitado por una cantidad sustancial de inversiones de capital en los próximos años, que esperamos que generen déficits financieros de 2.6% de los ingresos totales en 2023 y resultados casi balanceados en 2024 (ver Gráfico 1). Como resultado, Querétaro emitirá deuda en 2023, pero los niveles de deuda se mantendrán bajos y la deuda directa e indirecta neta representará 30.5% de los ingresos operativos. En términos de liquidez, esperamos que el efectivo y equivalentes se mantengan sólidos en 2.0x al cierre de 2024. La falta de un sistema de pensiones del estado continúa siendo un factor de contingencia a pesar de las iniciativas adoptadas para controlar los pasivos correspondientes.

Gráfico 1

La liquidez se mantiene sólida a pesar del deterioro de los indicadores operativos y financieros.


Fuentes: Estados financieros de Querétaro y Moody's Investors Service

Este reporte es una traducción del original titulado [State of Queretaro \(Mexico\): Update to credit analysis](#) publicado el 01 agosto 2023.

Fortalezas crediticias

- » Economía dinámica que apoya una sólida base de ingresos propios
- » Bajos niveles de deuda
- » Fuerte posición de liquidez
- » Sólidas prácticas de gobierno y sólido desempeño financiero

Debilidades crediticias

- » Ambicioso plan de infraestructura que generará déficits financieros
- » Perfil de amortización de deuda de cuatro años que podría afectar los niveles de liquidez
- » Pasivo de pensiones no fondeado relativamente alto

Perspectiva de calificación

La perspectiva estable de la calificación de Querétaro refleja nuestra expectativa de que la liquidez se mantendrá fuerte y los niveles de deuda bajos durante los próximos 12 a 18 meses. La perspectiva estable de la calificación también refleja la perspectiva estable de la calificación del [Gobierno de México](#) (Baa2, estable) dados los vínculos económicos y financieros entre el ente soberano y el estado.

Factores que podrían generar un alza de la calificación

Si bien un alza de la calificación es poco probable en este momento, dado que la calificación de Querétaro se encuentra al mismo nivel que la de México, podríamos considerar un alza de la calificación de Querétaro si aumentara la calificación de México, si el estado mantuviera una fuerte posición de liquidez, junto con niveles de deuda moderados y un sólido balance operativo bruto de manera sostenida.

Factores que podrían generar una baja de la calificación

Un cambio importante en la política financiera del estado, que afecte negativamente el balance operativo y provoque un incremento considerable de la deuda o un deterioro de la liquidez podría ejercer presión a la baja en la calificación. Una baja de las calificaciones de México también ejercería presión a la baja en la calificación del Estado de Querétaro.

Indicadores clave

Gráfico 2
Estado de Querétaro

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Deuda directa e indirecta neta/Ingresos operativos (%)	6.5	4.8	7.8	6.5	5.0	30.5	22.7
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.4	0.9
Balance operativo bruto/Ingresos operativos (%)	5.2	6.8	-2.4	0.0	8.7	3.2	1.7
Superávit/déficit financiero a ingresos totales (%)	-0.3	-0.5	-3.9	-1.2	2.6	-2.6	-0.2
Ingresos propios/Ingresos operativos (%)	23.4	23.9	21.2	23.8	31.0	28.7	28.1
(Efectivo y equivalentes) / (Pasivo circulante)	23.4	28.9	14.2	14.6	18.3	3.8	2.0
PIB per cápita local como % del PIB per cápita nacional	130.9	129.1	119.5	121.3			

Fuentes: Estados financieros de Querétaro, Consejo Nacional de Población, Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Moody's Investors Service

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia a la que se hace referencia en esta publicación, vea la página del emisor/transacción en <https://ratings.moody.com> para consultar la información de la acción de calificación crediticia más actualizada y el historial de calificación.

Acontecimientos recientes

El 14 de julio de 2023, el Congreso del Estado de Querétaro aprobó la emisión de MXN3,300 millones en deuda para financiar proyectos de infraestructura. Al mismo tiempo, el congreso le aprobó al Estado el uso de los recursos disponibles para proporcionarle una garantía de aproximadamente MXN2,300 millones al Centro Nacional de Control de Energía (CENACE) a fin de conectar las próximas inversiones en centros de datos a la red nacional. Dada la sólida posición del estado en términos de liquidez y niveles de deuda, el incremento de la deuda no afectará significativamente la calidad crediticia de Querétaro. Puede encontrarse más información en las secciones de deuda y liquidez de las consideraciones crediticias detalladas.

Consideraciones crediticias detalladas

El perfil crediticio de Querétaro, expresado por la calificación de Baa2 (estable), refleja una evaluación del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés) de baa2 y una baja probabilidad de apoyo extraordinario del gobierno federal en caso de que el estado enfrente un fuerte estrés de liquidez.

Evaluación del riesgo crediticio base

Sólidas prácticas de administración y gobierno

Querétaro ha mantenido sólidas prácticas de administración y gobierno de manera sostenida. Si bien el estado registró déficits en 2020 y 2021, estos reflejan el apoyo brindado a la población y municipios ante la pandemia. Sin embargo, en 2022, el estado reportó un superávit financiero de 2.6%. Creemos que el estado alcanzará sus objetivos fiscales durante 2023 y 2024 y seguirá haciéndolo en los próximos tres a cinco años. Junto con un sólido sistema de monitoreo interno de ingresos y egresos, que respalda los resultados fiscales, Querétaro también tiene preferencia por el financiamiento interno en lugar del endeudamiento para llevar a cabo proyectos de infraestructura, no obstante, Querétaro adquirirá deuda en 2023. A pesar de la adquisición de esta deuda, el estado mantendrá bajos niveles de deuda y una fuerte liquidez.

En términos de presentación de información financiera, el estado genera estados financieros completos y oportunos que son auditados por un tercero. Asimismo, el estado cumple plenamente con las obligaciones establecidas en la Ley de Disciplina Financiera (LDF) de las Entidades Federativas y Municipios.

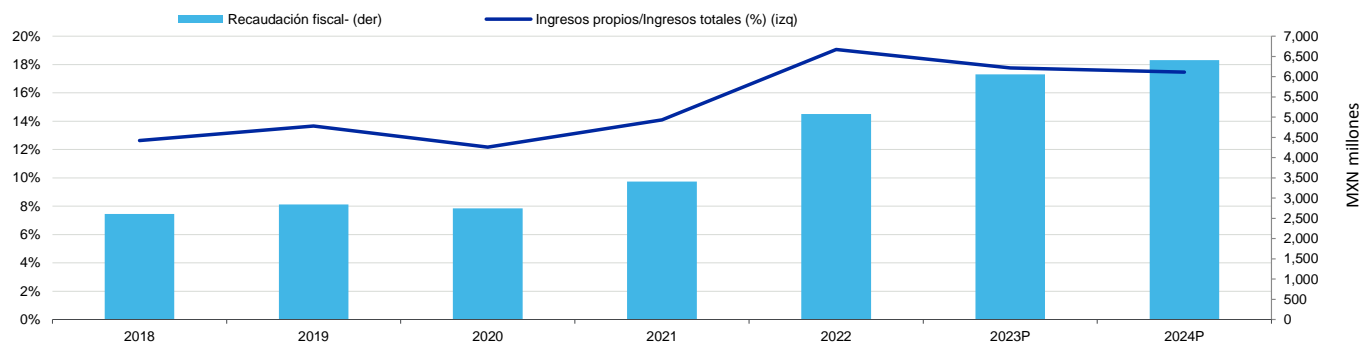
La economía dinámica soporta una base productiva de ingresos propios

El Estado de Querétaro, con una población de alrededor de 2.4 millones de habitantes, se beneficia de estar en la parte central del país y de tener tanto una infraestructura de transporte bien desarrollada como de una fuerza laboral calificada. La actividad económica está relativamente diversificada y se concentra principalmente en la manufactura, la construcción y el comercio. El dinamismo y diversificación de la economía de Querétaro se reflejan en sus altos niveles de PIB per cápita, que representaron 121% del promedio nacional en 2021.

Si bien Querétaro tiene una alta tasa de desempleo, el perfil económico del estado ha respaldado una base productiva de ingresos propios. Esperamos que la economía del estado continúe beneficiándose de las oportunidades de *nearshoring* en México durante los próximos años, especialmente dentro de la industria de centros de datos. Para obtener más información sobre *nearshoring*, consulte el siguiente reporte: [Nearshoring boosts manufacturing and real estate, but structural barriers limit potential](#).

En 2022, los ingresos propios crecieron 62% con respecto al año anterior y el impuesto sobre nóminas fue uno de los principales contribuyentes de este crecimiento (49%) debido al aumento de la tasa de impuesto sobre nóminas de 2% a 3%. En 2022, el estado también implementó el programa de canje de placas, lo que contribuyó positivamente a la mejora de los ingresos propios. Si bien el canje de placas fue un ingreso por una sola vez, el aumento de la tasa del impuesto sobre nóminas continuará respaldando los ingresos propios. Esperamos que la recaudación de ingresos propios represente alrededor de 28.5% de los ingresos operativos en 2023-24, frente a 31% que representó en 2022. Esta recaudación estará apoyada por los esfuerzos del estado para incrementar la recaudación, tales como el establecimiento de nuevos impuestos ambientales que el estado planea comenzar a recaudar en 2023. En marzo de 2023, los ingresos de recaudación aumentaron 33% en comparación con el mismo periodo de 2022.

Gráfico 3

Esperamos que los ingresos propios de Querétaro se mantengan fuertes con apoyo de la fuerte recaudación fiscal en 2023 y 2024.

Fuentes: Estados financieros del Estado de Querétaro y Moody's Investors Service

Las elevadas inversiones de capital generarán déficits financieros; sin embargo, los balances operativos volverán a ser positivos.

Después de dos años de reportar balances operativos negativos provocados por la pandemia, Querétaro volvió a generar superávits operativos en 2022. Querétaro registró un superávit operativo en 2022 de 8.7% comparado con el 0% de 2021 y el -2.4% de 2020. La mejora refleja principalmente el incremento de los ingresos propios y las medidas implementadas para contener el crecimiento de los gastos operativos. Dada nuestra expectativa de que el estado continuará implementando medidas para controlar los gastos operativos en 2023 y de su mayor recaudación de ingresos propios, estimamos que Querétaro continuará reportando balances operativos positivos promedio de 2.5% de los ingresos operativos en 2023-2024.

Como resultado del margen operativo positivo en 2022 y a pesar de que el estado aumentó sus inversiones de capital, Querétaro registró un superávit financiero de 2.6% de los ingresos totales en 2022, en comparación con un déficit promedio del 1.5% en el periodo 2018-2021. Para 2023, esperamos que el estado reporte un déficit financiero de alrededor de 2.6% como resultado de su fuerte plan de inversión de capital y que obtenga resultados balanceados en 2024. Los principales proyectos a desarrollar están relacionados con la mejora de la movilidad en el área metropolitana de Querétaro.

El perfil de amortización de la deuda de mediano plazo aumentará el costo de servicio de la deuda, pero los niveles de deuda se mantendrán bajos.

Los resultados financieros balanceados de Querétaro, junto con su preferencia de financiar los proyectos de capital con ingresos propios, respaldaron los bajos niveles de deuda. Sin embargo, debido al considerable plan de inversión de capital de Querétaro, y para continuar manteniendo una sólida posición de liquidez, el Estado contratará deuda por MXN3,300 millones en 2023 (11% de los ingresos operativos en 2022). Está previsto que la nueva deuda se amortice y liquide totalmente poco antes de que finalice la administración actual en 2027. El estado establecerá un fideicomiso de pago en el que Querétaro afectará un porcentaje de sus transferencias por participaciones para el pago del servicio de la deuda.

Otra obligación de Querétaro consiste en el monto recibido como resultado de la bursatilización del Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM). Si bien el monto del FAM se entrega a una agencia responsable de la infraestructura física para la educación en cada entidad federal (el IIFEQ en el Estado de Querétaro), el estado tiene la obligación de pagar mediante un acuerdo, con la afectación de 25% de sus ingresos futuros del FAM. Además, una vez que se reciban los activos beneficiados, el estado los registrará como parte de sus activos. El monto estimado de la deuda en virtud de este plan ascendió a MXN940 millones al cierre de 2022.

Adicionalmente, los indicadores de deuda toman en cuenta el importe recibido en 2020 como resultado de la deuda emitida para ayudar a mitigar la caída de las participaciones (transferencias federales no etiquetadas) provocada por la contracción económica. La emisión generó una obligación de pago para el estado. Este anticipo será compensado con participaciones por un importe equivalente a hasta 4% del Fondo General de Participaciones. En el caso del estado de Querétaro, estimamos que el saldo a diciembre de 2022 era de alrededor de MXN530 millones.

La deuda indirecta consiste en la garantía otorgada por Querétaro para un proyecto de asociación público-privada (PPP, por sus siglas en inglés) suscrito por la Comisión Estatal del Agua (CEA) de Querétaro para la construcción de un acueducto de 100 km. También existe un acuerdo de préstamo contingente con Banobras por MXN65.8 millones para cubrir al desarrollador inmobiliario del Parque Aeroespacial

de Querétaro en caso de que el pago no sea cubierto por las rentas de estas propiedades. Con respecto a la garantía de la CEA, el saldo a pagar de la inversión en este proyecto era de MXN1,837 millones a diciembre de 2022. Del total de la inversión, el 43% proviene de un préstamo bancario. Descontamos esta obligación de la deuda indirecta debido a que el Estado no ha tenido que pagar la contraprestación y consideramos que no será necesario que lo haga en el futuro.

Querétaro también tiene una línea de crédito con Banobras por MXN65.8 millones para cubrir contingencias relacionadas con el desarrollador inmobiliario del Parque Aeroespacial de Querétaro en caso de que el pago no sea cubierto por los ingresos generados por la renta de estas propiedades. También descontamos los MXN65.8 millones de la deuda indirecta de Querétaro porque, según la información proporcionada por el Estado, esta línea aún no ha sido utilizada y consideramos que el Parque Aeroespacial es autosuficiente.

Como parte del programa de inversiones de Querétaro, en 2023 el estado firmó un contrato de Obra Pública Plurianual para la infraestructura de movilidad llamada Paseo 5 de Febrero. El monto de la inversión para este proyecto es de alrededor de MXN6,000 millones. Para efectos analíticos, incluimos el préstamo bancario del ejecutor utilizado para financiar esta transacción como deuda, el cual corresponde a alrededor de 75% de la inversión total y asumimos su liquidación total a lo largo del periodo 2023-2027, terminando de pagar antes de concluir la administración actual. Considerando esto y la deuda adicional, la deuda directa e indirecta neta podría aumentar hasta 30.5% de los ingresos operativos en 2023, incrementando del 5% en 2022, pero disminuirá a 22.7% como resultado del perfil de amortización de cuatro años. Sin embargo, el agresivo perfil de amortización de la deuda generará altos niveles de servicio de la deuda de 6.8% de los ingresos operativos en 2024.

Fuerte posición de liquidez

El efectivo y equivalentes al cierre de 2022 ascendía a MXN5,030 millones, lo que representa 11% de los ingresos anuales del estado. Al comparar los niveles de efectivo contra el pasivo circulante, el indicador era de 18.3x a diciembre de 2022. Sin embargo, a pesar de la contratación de deuda prevista para 2023, esperamos una fuerte disminución de este indicador en 2023 y 2024 hasta niveles de aproximadamente 3.8x y 2.0x, respectivamente. A pesar de esta fuerte caída, los niveles de liquidez se mantendrán sólidos en comparación con los de otros pares regionales con grado de inversión.

El deterioro de los niveles de liquidez refleja la incorporación de la porción de corto plazo de la deuda de largo plazo en el pasivo circulante. Además, se eliminó del efectivo disponible el monto restringido que se utilizará para proporcionar una garantía a CENACE a fin de conectar las próximas inversiones en centros de datos a la red nacional. Las obras de conexión correrán a cargo de los inversionistas del centro de datos y, de acuerdo con información del Estado, la garantía podría ser ejecutada por CENACE si las obras de conexión no quedan concluidas para 2028 o si se produce algún daño en la red debido a las obras de conexión. El importe de la garantía podría reducirse con el avance de las obras o si los inversionistas proporcionaran esas garantías en lugar del Estado. Querétaro espera que las obras de conexión finalicen en 2025, liberando cualquier efectivo restringido en ese momento.

Elevado pasivo de pensiones no fondeado

Querétaro no tiene un sistema de pensiones administrado por el estado y cubre estos gastos con su presupuesto corriente. De acuerdo con el último estudio actuarial con cifras a diciembre de 2021, el déficit actuarial del estado (utilizando una tasa de descuento de 3%), es de alrededor de MXN36,268 millones o 124% de los ingresos totales en 2022. En marzo de 2021, se llevó a cabo una reforma a la Ley de Pensiones de los Trabajadores al Servicio del Estado, mediante la cual se eliminaron las disposiciones sobre la edad de jubilación y el monto máximo de pensión.

Según el estudio actuarial, las contribuciones extraordinarias que el estado deberá realizar en 2023 ascienden a MXN854 millones, lo que equivale a 2.75% de los ingresos operativos en 2022. Este monto aún es manejable.

Consideraciones de apoyo extraordinario

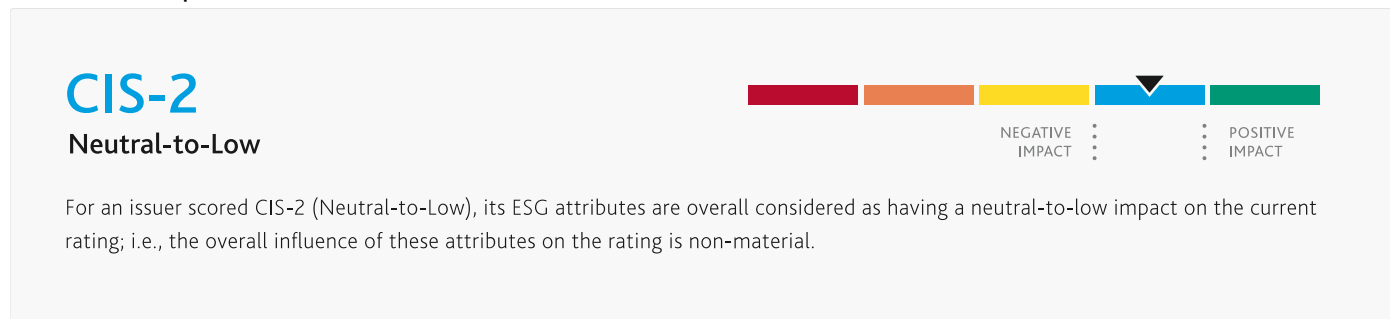
Existe una baja probabilidad de que Gobierno de México tome acciones para evitar un incumplimiento por parte del estado. La baja probabilidad de apoyo refleja nuestra evaluación de las medidas que el Ejecutivo Federal ha tomado para promover la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

Consideraciones ESG

La puntuación del impacto crediticio ESG del Estado de Querétaro es de neutra a baja en CIS-2

Gráfico 4

Puntuación de impacto crediticio ESG



Fuente: Moody's Investors Service

La puntuación **CIS-2** de Querétaro indica que las consideraciones ESG no son materiales para la calificación. A pesar de que Querétaro tiene una alta exposición a riesgos ambientales y una moderada exposición a riesgos sociales, estos son mayoritariamente compensados por el marco institucional de México para gobiernos regionales y locales, lo que limita la adquisición de deuda y por las sólidas prácticas de administración de Querétaro.

Gráfico 5

Puntuaciones de perfil de emisor ESG



Fuente: Moody's Investors Service

Ambientales

La puntuación de perfil del emisor ambiental del Estado de Querétaro de **E-4** considera su exposición al riesgo climático, principalmente en forma de estrés térmico e hídrico, ya que las temperaturas siguen aumentando al tiempo que el estado enfrenta escasez de agua. La evaluación también tiene en cuenta la exposición moderada de Querétaro a la descarbonización y a los riesgos de residuos y contaminación. Si bien el estado ha implementado medidas para combatir la contaminación del aire, tales como mejorar la movilidad e imponer nuevos impuestos ambientales, Querétaro aún presenta períodos de alta contaminación del aire.

Sociales

La puntuación de perfil de emisor social de Querétaro de **S-3** considera que, si bien los riesgos sociales no han provocado una inestabilidad que haya afectado negativamente el desempeño económico o fiscal de Querétaro, el estado enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente altos, una importante economía informal, una desigualdad de ingresos y necesidades de infraestructura considerables. Aún cuando Querétaro tiene un entorno más seguro en términos de violencia que amenaza la seguridad física en comparación con otros pares nacionales, las necesidades de seguridad pública podrían aumentar las presiones sobre el gasto operativo debido a que es una de las prioridades del gobierno. Estos factores suman presión negativa dadas las posibles necesidades de inversión y gasto y podrían ser fuente de tensiones sociales.

Gobierno interno

La puntuación de perfil de emisor de gobierno interno de Querétaro de **G-2**, refleja el Marco institucional de México por medio del cual el estado recauda ingresos propios limitados, pero también tiene límites regulatorios de deuda que debe cumplir. Querétaro entrega su documentación de manera oportuna; la precisión y detalle de la información son extensamente integrales y el nivel de transparencia de los datos es satisfactorio. El gobierno mantiene un sólido historial de formulación efectiva de políticas fiscales y bajos niveles de deuda.

Las puntuaciones de perfil de emisor ESG y de impacto crediticio de la entidad/transacción calificada se encuentran disponibles en Moodys.com. Para ver las últimas puntuaciones, haga clic [aquí](#) para ir a la página de inicio de la entidad/transacción en MDC y consulte la sección de Puntuaciones ESG.

Metodología de calificación y factores de la tarjeta de puntuación

En el caso de Querétaro, la matriz BCA genera una BCA sugerida de baa3, cercana a la BCA de baa2 asignada por el comité de calificación. La BCA de baa3 generada por la matriz (presentada a continuación) refleja una puntuación de riesgo idiosincrático de 3 en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la calidad crediticia relativa más fuerte y 9, la más débil, así como una puntuación de riesgo sistémico de Baa2, reflejada en la calificación de bonos soberanos de México. La BCA asignada está un escalón por encima de la BCA sugerida por la tarjeta de puntuación debido al largo historial de gestión financiera conservadora de Querétaro.

Para obtener más información sobre nuestro enfoque de calificación, consulte nuestra metodología de calificación titulada [Regional and Local Governments](#), publicada el 16 de enero de 2018.

Gráfico 6

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
Factor 1: Fundamentos económicos				2.40	20%	0.48
Fortaleza económica [1]	3	115.36%	70%			
Volatilidad económica	1		30%			
Factor 2: Marco institucional				7	20%	1.40
Marco legislativo	5		50%			
Flexibilidad financiera	9		50%			
Factor 3: Posición financiera				1.50	30%	0.45
Margen operativo [2]	5	4.61%	12.5%			
Carga de intereses [3]	1	0.01%	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Carga de la deuda [4]	1	5.04%	25%			
Estructura de la deuda [5]	1	0%	25%			
Factor 4: Administración y gobierno interno				1	30%	0.30
Controles de riesgos y administración financiera	1					
Gestión de inversiones y deuda	1					
Transparencia y divulgación financiera	1					
Evaluación del riesgo idiosincrático						2.63 (3)
Evaluación del riesgo sistémico						Baa2
BCA estimada						baa3
BCA asignada						baa2

[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 2022.

Calificaciones

Exposición 7

<u>Category</u>	<u>Moody's Rating</u>
ESTADO DE QUERÉTARO	
Outlook	Stable
Baseline Credit Assessment	baa2
Issuer Rating -Dom Curr	Baa2

Fuente: *Moody's Investors Service*

© 2023 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 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, 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 crediticia 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 calificadas 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, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos -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 JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

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

NÚMERO DE REPORTE

1377867

CLIENT SERVICES

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