

CREDIT OPINION

24 October 2018

Actualización
 Califique este reporte

CALIFICACIONES
Oaxaca, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba3
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.

Analistas de Contacto

Matthew Walter +52.55.1253.5736
 AVP-Analyst
 matthew.walter@moodys.com

Nuvia Martinez Reyes +52.55.1555.5309
 Analyst
 nuvia.martinez@moodys.com

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
 Associate Managing Director
 alejandro.olivo@moodys.com

David Rubinoff +33.1.5330.3419
 MD-Sub Sovereigns
 david.rubinoff@moodys.com

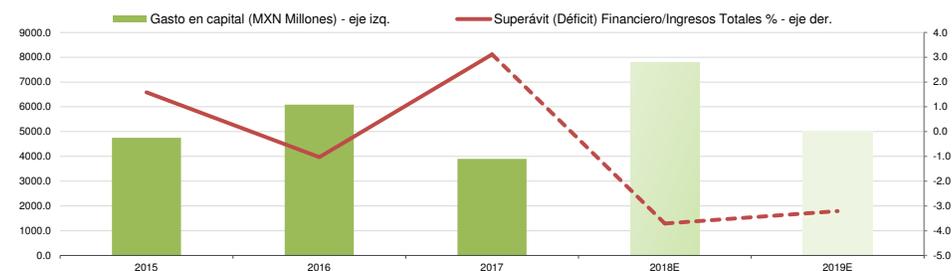
Estado de Oaxaca (México)

Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Oaxaca](#) (Ba3/A3.mx estable) se caracteriza por una base económica limitada que a su vez genera bajos ingresos propios, así como altas necesidades de gasto, tanto en programas sociales como en infraestructura. El gasto en obra pública ha incrementado sustancialmente durante 2018, debido en parte a la reconstrucción de los daños causados por los sismos registrados en 2017. Es probable que en 2019 el gasto en infraestructura sea también alto, por lo que estimamos que el estado reportará déficits financieros de entre 3.2-3.7% de los ingresos totales en 2018-2019. La posición de liquidez es muy ajustada, por lo que registrar déficits financieros recurrentes podría poner presión a la baja en las calificaciones. Para financiar el mayor gasto en infraestructura, el estado contrató un crédito y además reestructuró su deuda. Sin embargo, a pesar del incremento en el nivel de endeudamiento, Oaxaca sigue reportando niveles de apalancamiento moderados y pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos.

Gráfico 1

Gasto en obra pública aumenta los déficits financieros en 2018 y 2019


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

Fortalezas crediticias

- » Moderados niveles de deuda
- » Bajos pasivos por pensiones

Retos crediticios

- » Resultados financieros deficitarios
- » Ajustada posición de liquidez
- » Base económica limitada que genera bajos niveles de ingresos propios

Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestra expectativa que derivado del mayor gasto en infraestructura, el estado registrará déficits moderados y que su nivel de liquidez y de endeudamiento seguirán en línea con la mediana de sus pares nacionales.

Factores que podrían cambiar la calificación al alza

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un alza en la calificación. Sin embargo, el fortalecimiento de los resultados financieros junto con una mejora considerable de la posición de liquidez y la implementación exitosa de medidas que aumentan los ingresos propios podría generar presión al alza.

Factores que podrían cambiar la calificación a la baja

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos una baja en la calificación. Sin embargo, el registro de déficits financieros mayores a 4% de los ingresos totales que resulten en un deterioro en la ya estrecha liquidez o más deuda de corto plazo, podría generar presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores clave

Gráfico 2

Estado de Oaxaca

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018 E	2019E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	20.3	19.3	20.7	18.3	17.7	22.4	20.1
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.2	0.5	0.6	1.3	1.4	1.3	1.0
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]	-6.7	-5.2	1.6	-1.0	3.1	-3.7	-3.2
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-6.7	-5.2	1.6	-1.0	3.1	-3.7	-3.2
Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)	5.1	4.3	5.2	4.8	5.1	4.5	4.6
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	1.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	46.9	47.9	49.7	46.1	-	-	-

[1] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales

Fuente: Estados financieros del Estado de Oaxaca, INEGI con cifras de CONAPO, Moody's Investors Service

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El perfil crediticio del Estado de Oaxaca combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba3 y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal de [México](#) (A3 estable) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Base económica limitada que genera bajos niveles de ingresos propios

La economía del estado depende en gran medida en la agricultura y en el turismo que se concentra en la Ciudad de Oaxaca y los destinos de playa de Huatulco y Puerto Escondido, en el Océano Pacífico. Actualmente Oaxaca genera niveles de riqueza muy por debajo del promedio nacional, y en 2016 el PIB per cápita estatal era equivalente a alrededor del 46.1% de la cifra nacional.

Estas limitaciones relativas de la economía regional generan ingresos propios bajos y constituyen uno de los retos más importantes para Oaxaca dado que restringe su capacidad para financiar el gasto. Los ingresos propios del estado fueron equivalente a 5.1% de los ingresos totales en 2017, en línea con su rango histórico y por debajo de la mediana de 7.4% para los estados mexicanos calificados en Ba3. Esperamos que Oaxaca continuará registrando niveles bajos de ingresos propios de alrededor 4.5-5% de los ingresos totales durante 2018-2019.

Sin embargo, se han anunciado iniciativas para contribuir a la diversificación de la economía. Se han construido nuevos parques eólicos en el estado y la nueva administración que tomará la presidencia de México en diciembre 2018 ha anunciado la intención de incrementar la inversión en proyectos importantes en Oaxaca que podrían contribuir al desarrollo económico. Por ejemplo, se ha mencionado la rehabilitación de una línea ferroviaria que conecta el puerto de Salina Cruz con el puerto de Coatzacoalcos en el Golfo

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.

de México, lo cual podría detonar un incremento en la actividad comercial. Adicionalmente, se ha mencionado la necesidad de dar más apoyo para financiar proyectos de reconstrucción tras sismos que afectaron el estado en 2017 y de invertir en una gama de otras iniciativas, como la construcción de nuevas universidades.

De concretarse estas inversiones, podrían resultar en un mayor nivel de desarrollo, lo cual ayudaría estimular la recaudación de ingresos para el estado. Sin embargo, estimamos que cualquier beneficio para las finanzas públicas de Oaxaca solo se materializaría en el largo plazo. Adicionalmente, aunque los proyectos de infraestructura suelen ser financiados en su mayoría con recursos del gobierno federal, a veces los proyectos requieren una aportación estatal, por lo cual un incremento en actividad de esta naturaleza puede generar más presiones en el gasto de Oaxaca en el mediano plazo.

Resultados financieros deficitarios

Oaxaca históricamente ha registrado déficits financieros recurrentes debido a una recaudación volátil en los ingresos propios frente un crecimiento sostenido en el gasto. Gracias a una contención en el gasto en servicios personales y otros servicios, combinado con un recorte en el gasto en obra pública en 2017, Oaxaca registró un superávit financiero de 3.1% de los ingresos totales. Sin embargo, estimamos que el incremento importante en obra pública, lo cual se espera crecerá casi 100% en 2018, combinado con una leve aceleración en el gasto corriente conllevará al registro de un déficit de alrededor de 3.7% de los ingresos totales este año.

El plan de inversión del estado en 2018 ha ascendido a MXN 7,790 millones versus un gasto total de MXN 3,898 millones durante 2017. En parte, el mayor gasto en 2018 obedece a necesidades de reconstrucción en las comunidades afectadas por los sismos en 2017 y Oaxaca ha autorizado proyectos importantes en las áreas de vivienda, educación, salud y proyectos hidráulicos. Este gasto contará con financiamiento de un nuevo crédito colocado con el apoyo del FONAREC (Fondo Nacional de Reconstrucción) por MXN 1,200 millones, por lo cual el impacto en la liquidez en 2018 será limitado. Este nuevo crédito quedó fuera de la reciente reestructuración de los demás créditos de largo plazo del estado.

Oaxaca también tiene un plan multi anual que contempla inversiones importantes en carreteras, proyectos sanitarios, infraestructura hidráulica y centros culturales. Por ende, estimamos que el gasto en infraestructura se mantendrá en niveles elevados en 2019, posiblemente resultando en un déficit financiero en 2019. Sin embargo, cabe mencionar que el resultado financiero también dependerá de las transferencias federales que reciba el estado.

Moderados niveles de deuda

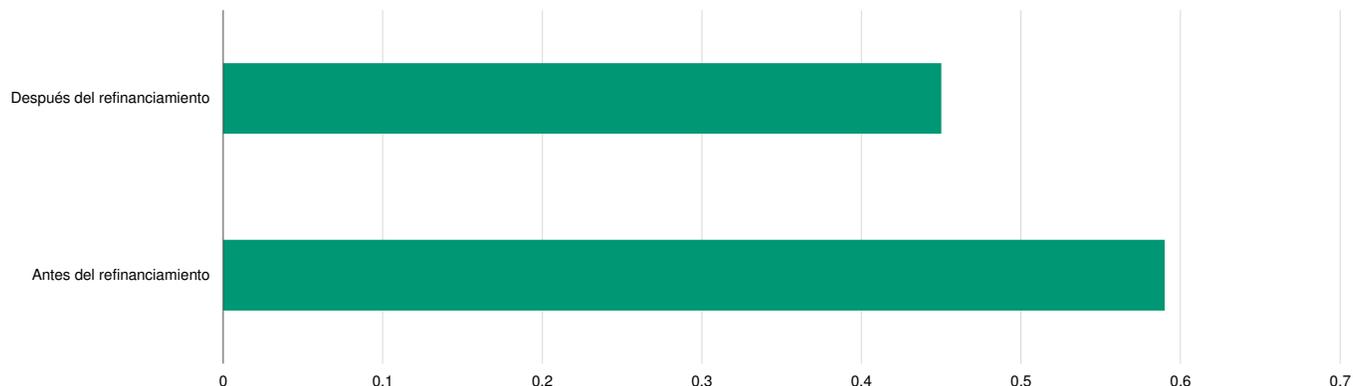
El Estado de Oaxaca registra niveles moderados de deuda comparados con sus pares nacionales, equivalentes al 17.7% de los ingresos totales a finales de 2017. A junio del año 2018, el saldo insoluto de la deuda directa e indirecta neta era de MXN 14,506 millones, incluyendo créditos de corto plazo por MXN 2,276 millones.

La deuda directa bruta actualmente incluye 10 créditos bancarios de largo plazo, incluyendo cinco créditos con Banobras bajo los programas de FONAREC y PROFISE (Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad). Oaxaca afectó participaciones federales para pagar los intereses de los cinco créditos colocados bajo estos programas, pero el pago del principal se encuentra respaldado con los recursos de los bonos cupón cero emitidos por el Gobierno Federal. Debido a que el estado sólo tiene la obligación de cubrir los intereses, Moody's excluye estas obligaciones del cálculo de la deuda directa e indirecta neta, pero incluye el pago por intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Bajo la reestructuración llevada a cabo en octubre 2018, Oaxaca obtuvo MXN 11,855.4 millones en nuevos recursos y tiene autorización del congreso estatal para usar estos fondos para liquidar el crédito PROFISE, tres de los créditos FONAREC, dos créditos bancarios con Bancomer y Santander y MXN 5,971.3 millones en certificados bursátiles. Dado que ninguno de los nuevos créditos contarán con un bono cupón cero para el pago del principal, ya no se descontarán estos créditos del cálculo de la deuda total, por lo que estimamos que el nivel de deuda directa e indirecta neta aumentará a 22.4% de los ingresos totales en diciembre 2018, un nivel todavía por debajo de la mediana de los estados calificados en Ba. Sin embargo, este cambio en la estructura de la deuda significa que el estado será responsable del pago de principal para una mayor proporción de la deuda total.

Bajo la reestructura, Oaxaca obtuvo sobretasas más favorables (ve gráfico 3), por lo que se espera que los pagos de interés caerán levemente. Esta mejora en condiciones será compensada en parte por una dependencia en créditos de corto plazo, con sobretasas más altas. Estimamos que los pagos de interés serán equivalentes a alrededor de 1-1.3% de los ingresos totales en 2018 y 2019, versus 1.4% en 2017.

Exhibit 3

La sobretasa promedio ponderada de los créditos reestructurados cayó a 0.45 de 0.59

Fuente: Estado de Oaxaca

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 (INFE) en cada entidad federativa, 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 INFE del Estado de Oaxaca, el monto recibido durante 2017 ascendió a aproximadamente MXN 1,384.4 millones, y estimamos que incrementará a MXN 2,031 millones en 2018. Adicionalmente, Moody's incorpora en sus indicadores de endeudamiento la parte financiada de los proyectos de participación público-privada (APP). El estado actualmente solo cuenta con un APP con un saldo de MXN 445 millones a junio 2018.

Ajustada posición de liquidez

Como resultado de los déficits financieros recurrentes, la posición de liquidez de Oaxaca se ha mantenido apretada. El indicador de efectivo a pasivo circulante se ubicó en 0.3x a finales de 2017, sin cambios respecto al año anterior. A junio de 2018, la posición de efectivo del estado había subido más que los pasivos circulantes, por lo que el indicador quedó en 0.5x. Sin embargo, las necesidades de liquidez suelen incrementarse a finales de año, por lo cual estimamos que esta métrica quedará a finales de 2018 en un nivel similar a diciembre 2017. Para 2019, estimamos que el registro de otro déficit financiero conllevará un incremento en los pasivos circulantes, incluyendo un mayor uso de créditos de corto plazo, y por ende estimamos que la razón de efectivo/pasivos circulantes podría caer a 0.2x. La baja liquidez del estado lo deja con una capacidad muy limitada de absorber choques no esperados, y representa un reto crediticio importante.

Bajo pasivo por pensiones

Oaxaca enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos con respecto a otros estados mexicanos calificados por Moody's. Los resultados de un estudio actuarial independiente de 2016 muestran que los pasivos por pensiones no fondeados fueron equivalentes a 39% de los ingresos totales en dicho periodo. No han publicado un nuevo estudio actuarial desde entonces. Se estima que el sistema de pensiones se va a mantener solvente hasta el 2023. Si bien el estado implementó una reforma recientemente para incorporar aumentos en las aportaciones del empleado y del patrón e incrementos a los años de servicios y edades mínima de retiro, el pasivo remanente por pensiones no fondeado podría ejercer presión a las finanzas estatales en el mediano plazo.

Consideraciones de apoyo extraordinario

Asignamos una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Oaxaca. La baja probabilidad refleja nuestra apreciación de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

El BCA generado por la matriz de ba1, comparada con la BCA de ba3 asignada por el comité de calificación, refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 6 (que se presenta a continuación), en una escala del 1 al 9, donde 1 representa la calidad crediticia más fuerte y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de A3, como lo refleja la calificación de deuda soberana (A3, estable). La diferencia de dos niveles entre la BCA generada por la matriz y la asignada por el comité de calificación refleja la concentración económica en los sectores de turismo y agricultura y el nivel muy bajo de riqueza, factores que restringen la capacidad de incrementar los ingresos propios

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 4

Estado de Oaxaca

Gobiernos Locales y Regionales

Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA)	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub factores	Total de Sub-factores	Ponderación de Factores	Total
Matriz de factores 2016						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza económica	9	47.39	70%	9	20%	1.80
Volatilidad Económica	9		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 (%)	7	-0.86	12.5%	4.25	30%	1.28
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.99	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	18.30	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	3	14.30	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno - MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						5.98(6)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						ba1

Fuente: Moody's Investors Service

Gráfico 5

Estado de Oaxaca

Calificaciones de Deuda

Acreeedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
Banobras (FAISM)	250	Baa3	Aa3.mx
Santander	2,400	Baa3	Aa3.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Ratings

Exhibit 6

Category	Moody's Rating
OAXACA, STATE OF	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba3
NSR Issuer Rating	A3.mx
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service

© 2018 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. 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, 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 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 DE DICHS CALIFICACIONES 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 valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 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.moodys.com, bajo el capítulo de "Shareholder 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. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

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

NÚMERO DE REPORTE

1146482

CLIENT SERVICES

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