

## CREDIT OPINION

24 April 2020

### Actualización

✓ Califique este reporte

#### CALIFICACIONES

##### Mexico, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba1
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

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

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

Maria Martinez-Richa +52.55.1253.5729  
VP-Senior Analyst  
mariadelcarmen.martinez-  
richa@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 México (México)

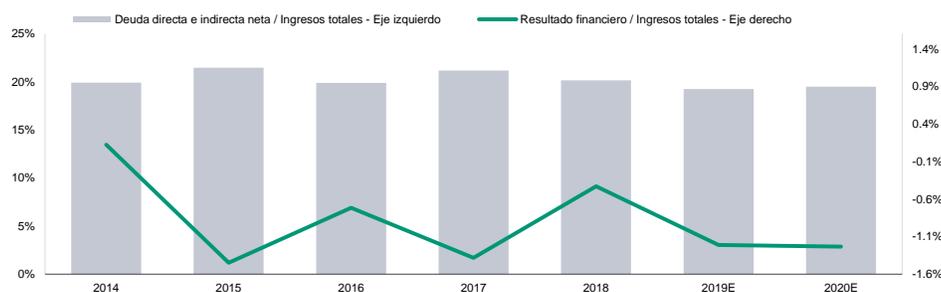
Actualización reflejando la afirmación de la calificación en Ba1/A1.mx, estable

### Resumen

El perfil crediticio del [Estado de México](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja una economía dinámica y diversificada que respalda niveles sólidos de ingresos propios y de liquidez. Estos factores se compensan parcialmente por 1) el registro de niveles muy elevados de pasivos por pensiones, 2) un nivel moderado de endeudamiento y 3) nuestras expectativas de que el Estado de México podría registrar déficits financieros mayores en 2019 y 2020 en niveles de 1.2% de los ingresos totales, como resultado de un menor ingreso por convenios. Adicionalmente, esperamos que continúe registrando niveles moderados de deuda de alrededor del 20% de los ingresos totales. En 2020 y 2021, el deterioro esperado en la economía mexicana derivado de la caída en los precios del petróleo y la pandemia del COVID-19 debilita la perspectiva de crecimiento de los ingresos, ocasionando presiones crediticias negativas.

Gráfico 1

**Esperamos que el Estado de México registre niveles moderados de deuda y bajos déficits financieros**



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de México

### Fortalezas Crediticias

- » Fuerte base económica y sólida posición de liquidez
- » Nivel de endeudamiento moderado
- » Sólido nivel de ingresos propios

### Retos Crediticios

- » Muy altos pasivos por pensiones no fondeados
- » Registro de déficits financieros

## Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestras expectativas de que el Estado de México continuará registrando un relativamente alto nivel de ingresos propios, una sólida posición de liquidez y niveles moderados de endeudamiento.

## 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, consideraríamos una baja en las calificaciones del Estado de México si los déficits financieros son mayores a los esperados y esto conduzca a un aumento sustancial en el endeudamiento de corto y largo plazo junto con un deterioro en su liquidez.

## Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un alza de calificación en el mediano plazo. Sin embargo, consideraríamos un alza en las calificaciones si el Estado de México registra una disminución significativa de los pasivos por pensiones no fondeados así como resultados financieros balanceados sostenibles.

## Indicadores Clave

Exhibit 2

### Estado de México

(AI 31/12)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	19.9	21.5	19.9	21.2	20.2	19.3	19.5
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) [1]	0.1	-1.4	-0.7	-1.4	-0.4	-1.2	-1.2
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	0.1	-1.4	-0.7	-1.4	-0.4	-1.2	-1.2
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Totales (%)	9.1	10.1	11.1	10.3	10.1	10.7	11.1
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	3.6	1.1	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	64.8	65.8	65.7	65.1	64.9	-	-

[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 México, INEGI y CONAPO.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El 21 de abril, [Moody's afirmó las calificaciones de Ba1/A1.mx estable, del Estado de México y afirmó sus calificaciones de deuda en escala global](#). Esta acción siguió la acción de calificación del 17 de abril, en la que la agencia [bajó la calificación de los bonos soberanos del Gobierno de México a Baa1 de A3 negativa](#).

El perfil crediticio del Estado de México, como lo reflejan las calificaciones de Ba1/A1.mx estable, combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) de ba1, y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del Gobierno Federal de [México \(Baa1 negativa\)](#), en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

### Fuerte base económica y nivel sólido de ingresos propios estable

La economía estatal es una de las más grandes del país y contribuye con alrededor del 9% del PIB nacional. Para el primer trimestre del 2019, la inversión extranjera directa representó 11.5% del total nacional ocupando así el tercer lugar. En términos de exportaciones, las industrias que mayor aportación tienen son la fabricación de equipo de transporte con el 68.4% y la industria química con el 8.5%. Su población asciende a poco más de 17 millones de habitantes (14% de la población de México) y ha crecido a una tasa superior a la del país. A pesar de ser la segunda economía más grande del país, el PIB per cápita representó sólo el 64.9% del promedio nacional en 2018.

Gracias a la base económica y a los esfuerzos recaudatorios implementados por el estado de México, los ingresos propios han aumentado a una tasa de crecimiento compuesta anual de 8.9% en el periodo de 2014 a 2018 y representaron el 10.1% de los ingresos totales en 2018. Sin embargo, en 2018, dichos ingresos crecieron a una menor tasa que en años anteriores, equivalente al 5.6%,

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia a la que se haga referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en [www.moody.com](http://www.moody.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

reflejando un bajo crecimiento en la recaudación de derechos de 0.9% y un decremento de 10% en aprovechamientos, dado que en 2017 se recibieron recursos extraordinarios provenientes de la Carretera Chamapa- La Venta mismos que no fueron recurrentes.

No obstante lo anterior, el crecimiento de 13.7% de los impuestos en 2018 (que equivalen al 59% de los ingresos propios), principalmente impulsado por el impuesto sobre la nómina, compensó el bajo crecimiento y disminución de los conceptos antes mencionados. A pesar de esto, el nivel de ingresos propios se encuentra por encima de la mediana de los estados mexicanos calificados en Ba1. A junio de 2019, los ingresos propios crecieron 9.8% con respecto al mismo periodo de 2018 y esperamos que se mantengan entre 10.5% y 11.5% en 2019 y 2020.

### Registro de déficits financieros

Durante los últimos cinco años, el estado registró resultados financieros deficitarios relativamente bajos, en promedio, equivalentes al 0.8% de sus ingresos totales. En 2018, el déficit financiero fue de 0.4% de los ingresos totales, menor al registrado en 2017 de 1.4%. El déficit disminuyó principalmente como resultado de un mayor crecimiento de las transferencias por participaciones y aportaciones comparado con el histórico y un menor gasto de capital. Estos factores ayudaron a compensar la reducción en las transferencias por convenios del 2.4%.

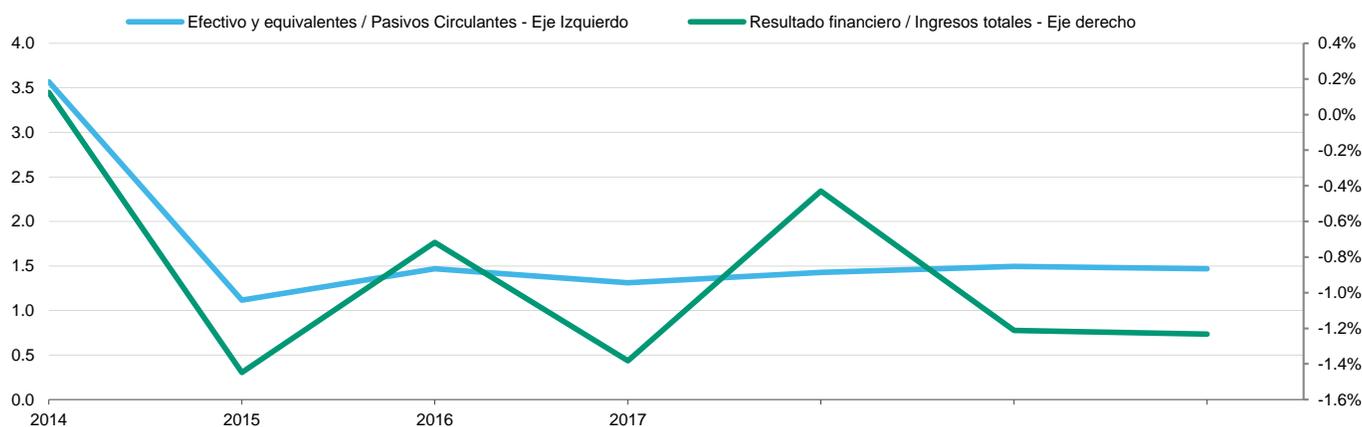
A junio 2019, los ingresos registraron un crecimiento del 3.4% con respecto al mismo periodo de 2018 mientras que los egresos crecieron 2.2%, un menor crecimiento comparado al de los ingresos que refleja una caída del 23% del gasto de capital. Sin embargo, debido a que el estado espera que sus gastos por servicios personales tengan un incremento importante del 11.2% (la tasa promedio anual de crecimiento en el periodo 2014-2018 fue de 4.8% y dicho concepto representó 23% de los egresos totales en 2018) y a que esperamos una disminución adicional en los convenios, estimamos que el Estado de México registrará un déficit equivalente a 1.2% de los ingresos totales en 2019. Adicionalmente, esperamos que el Estado de México registre un déficit de aproximadamente 1.2% de los ingresos totales en 2020, debido a que no esperamos que los ingresos por convenios incrementen y que las necesidades de infraestructura continúen.

### Sólida posición de liquidez

A pesar del registro de déficits financieros bajos, la liquidez se ha mantenido en un nivel sólido, lo que es un factor crediticio positivo que permite contrarrestar choques externos imprevistos. La liquidez medida a través del efectivo con respecto a los pasivos circulantes se ubicó en 1.4x a finales de 2018, nivel que se encuentra por arriba de la mediana de los estados calificados como Ba1 de 0.8x, y esperamos este nivel se mantenga en 2019 y 2020.

Gráfico 3

**A pesar de los déficits financieros esperados, estimamos que la liquidez se mantendrá estable.**



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de México

A pesar de que esperamos que la liquidez se mantenga en niveles sólidos en 2019, el Estado de México podría emitir Certificados de la Tesorería del Estado de México<sup>1</sup> de corto plazo para financiar necesidades de liquidez durante el año. Estimamos que el saldo al final del año podría ser equivalente a MXN 2,000 millones. Si bien le permitirá al estado de México acceder a financiamiento de corto plazo

con menores costos y de manera expedita, en caso de que emitiera montos que llevaran al deterioro considerable de su liquidez, las calificaciones podrían tener presión a la baja.

#### **Nivel de endeudamiento moderado**

El Estado de México tiene prácticas conservadoras de manejo de la deuda, la cual se ha mantenido estable en los últimos años cuando se mide respecto a los ingresos totales. La deuda directa e indirecta neta representó 20.2% de los ingresos totales en 2018, un nivel moderado, mientras que el servicio de la deuda representó 2.2% de los ingresos totales. En 2018, el estado contrató créditos por MXN 1,300 millones con Banobras (del cual sólo se dispusieron MXN 192 millones) y MXN 1,500 millones con BBVA Bancomer, para atender la reconstrucción de los daños ocasionados por los sismos del 19 de septiembre de 2017.

Estimamos que en 2019, la deuda permanecerá estable y será equivalente a aproximadamente 19.3% respectivamente, de los ingresos totales y que el servicio de la deuda disminuirá a 1.6% de los ingresos totales. Esto, considerando que el estado dispuso MXN 1,498 millones adicionales, y que potencialmente podría emitir deuda de corto plazo de aproximadamente MXN 2,000 millones. Adicionalmente, el indicador considera que el estado llevó a cabo el refinanciamiento de MXN 35,700 millones así como la reestructura del resto de la deuda, disminuyendo las sobretasas en aproximadamente 28 puntos base. Asimismo, estimamos que la deuda en 2020 permanecerá estable, equivalente a 19.5% de los ingresos totales, considerando que la emisión de deuda de corto plazo podría incrementar a MXN 4,000 millones.

Al cierre del 2018, el saldo de la deuda directa bruta fue de MXN 39,916 millones. Dentro de este saldo, hay MXN 2,870 millones con Banobras dentro del programa del Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad (PROFISE) del Gobierno Federal y MXN 192 millones que están bajo el programa de Fondo Nacional de Reconstrucción (FONREC). Bajo estos programas, el Estado de México pagará intereses mensuales y el capital será pagado a través de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Excluimos estas obligaciones del cálculo de la deuda directa e indirecta neta, ya que el estado no pagará el capital. Sin embargo, se añade el pago de intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Adicionalmente, incluimos en los indicadores de deuda directa el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM). Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa (INIFED) en cada entidad federativa, consideramos que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. Estimamos que para 2018, el monto correspondiente al estado de México fue de aproximadamente MXN 4,509 millones, como resultado de la parte que le corresponde de los MXN 50,000 millones para todas las entidades federativas.

Asimismo, incluimos la deuda indirecta emitida por el Instituto de la Función Registral, organismo descentralizado del estado y de los proyectos de asociación pública y privada (APPs) en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta. Las APPs, que en general proveen servicios esenciales, derivan sus ingresos de los pagos efectuados por el gobierno en cuestión. Los pagos están diseñados para cubrir los costos, incluyendo los costos operativos y los costos por servicio de la deuda, los cuales es muy probable que el estado asuma directamente en caso de que las APPs fracase.

#### **Muy altos pasivos por pensiones no fondeados**

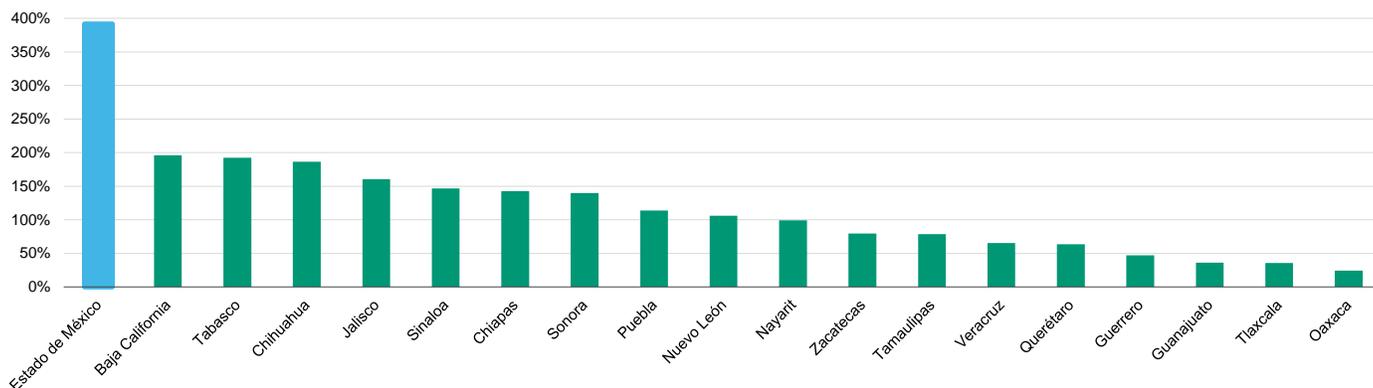
En términos de pensiones, el Instituto de Seguridad Social del Estado de México y Municipios (ISSEMyM) es el organismo público a cargo de las pensiones y de los servicios de salud de los empleados del estado, municipios y otros organismos del estado. El sistema de pensiones tiene una estructura mixta, con algunos empleados bajo un sistema de pensiones de cuentas individuales, lo que limitará la acumulación de pasivos en el futuro.

De acuerdo con el estudio actuarial, con información a diciembre de 2016, el déficit actuarial era de MXN 978 mil millones considerando una tasa de descuento de 3.25%, equivalente al 391% de los ingresos totales de 2018, el nivel más alto de los estados calificados. Adicionalmente, el estudio actuarial considera que el fondo de pensiones se utilizó completamente en el año de 2017, lo cual significa que el Estado de México debió de hacer aportaciones extraordinarias para fondear el pago de los beneficios de los pensionados y jubilados desde 2018, mismas que crecerán a una tasa anual de 13.4% en el periodo 2019-2025. De acuerdo con la estimación del estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias representarán el 2.1% de los ingresos totales en 2019, un nivel aún manejable.

Gráfico 4

El déficit actuarial del estado de México es el más alto de los estados calificados.

Déficit actuarial/ Ingresos totales 2018



Los pasivos por pensiones no fondeadas corresponden al último estudio actuarial que se tiene disponible y no son directamente comparables considerando que los estudios actuariales incorporan diferentes supuestos para los cálculos, como tasas de descuento, de incremento de salarios y tendencias demográficas diferentes.

Fuente: Estudios actuariales realizados por Valuaciones Actuariales del Norte, Farell y Kiara que proporcionaron los estados calificados, estados financieros de los estados y Moody's Investors Service.

### 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 México. La baja probabilidad refleja la apreciación de Moody's de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

### Consideraciones ESG (por sus siglas en inglés)

#### Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno informan nuestro análisis crediticio del Estado de México

Moody's toma en cuenta el impacto de los factores ambientales (E), sociales (S) y de gobierno corporativo (G) al determinar las fortalezas económicas y financieras de los emisores subsoberanos. En el caso del Estado de México, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales no son materiales para el Estado de México. Los principales riesgos ambientales que enfrenta el estado se relacionan con la escasez de agua y la calidad del aire. Si bien la responsabilidad de proveer agua a la ciudadanía es de los organismos operadores municipales, el gobierno estatal realiza algunas inversiones de manera conjunta. Adicionalmente, el Estado de México también invierte en el monitoreo de la calidad del aire y lleva acciones para tratar de disminuir los contaminantes, tales como la provisión de un mejor transporte público, sin embargo, no representan aún una presión para las finanzas estatales.

Las consideraciones sociales si son materiales para el Estado de México. El Estado de México enfrenta crecientes presiones provenientes del fondeo de pensiones. De acuerdo al último estudio actuarial disponible, el estado ya hace aportaciones extraordinarias para poder fondear el pago de las pensiones actuales. Bajo nuestro marco de ESG, vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y seguridad públicas en el Estado de México y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado, factores que serán mitigados por los apoyos provenientes del gobierno federal para enfrentar la contingencia.

El gobierno corporativo si es material para el estado, la calidad institucional del Estado de México se define primordialmente por el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. El Estado de México cumple con las reglas y regulaciones de este marco institucional y presenta son estados financieros de manera clara, detallada y a tiempo.

Mayores detalles se proveen en la sección de "Evaluación del riesgo crediticio base". Nuestro enfoque de ESG se explica en nuestra metodología intersectorial "[Principios generales para evaluar riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo](#)".

## Calificaciones de Deuda

Gráfico 6

### Estado de México

	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional de México
Banobras	5,000	Baa1	Aaa.mx
Banobras	5,000	Baa1	Aaa.mx
Banorte	13,400	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	8,500	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	800	Baa1	Aaa.mx
Santander	3,000	Baa1	Aaa.mx
Banobras - Profise	3,017	Baa1	Aaa.mx
Banobras - FONREC	1,300	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	1,500	Baa1	Aaa.mx
Foremex	500	Baa1	Aaa.mx
Santander	1,100	Baa1	Aaa.mx

Fuente: Moody's Investors Service

### Metodología de Calificación y Matriz de Factores

En el caso del Estado de México, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base asignada por el comité de calificación (BCA, por sus siglas en inglés) de ba1 está en línea con el resultado indicado de la matriz de factores ba1. El resultado indicado de ba1 de la BCA de la matriz refleja: (i) un puntaje de riesgo idiosincrático de 5 (mostrado abajo) sobre una escala de 1 a 9, donde 1 representa la calidad crediticia relativa más fuerte y 9 la más débil; y (ii) un puntaje de riesgo sistémico de Baa1, reflejo de la calificación de los bonos soberanos de México.

Para mayor detalle sobre nuestro enfoque para la calificación, favor de ver la [Metodología de Calificación: Gobiernos Locales y Regionales](#), 16 de enero de 2018.

Gráfico 7

## Estado de México

## Gobiernos Locales y Regionales

## Evaluación del riesgo crediticio base (BCA)

Matriz de factores - 2018	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 (%)	9	65.07	70%	6.6	20%	1.32
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 (%)	1	12.56	12.5%	1.25	30%	0.38
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	2.80	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	33.60	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.70	25%			
<b>Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX</b>						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
<b>Evaluación de Riesgo Idiosincrásico</b>						<b>4.6(5)</b>
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						<b>Baa1</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>ba1</b>

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

Exhibit 8

Category	Moody's Rating
<b>MEXICO, STATE OF</b>	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba1
NSR Issuer Rating	A1.mx
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa1

Fuente: Moody's Investors Service

## Notas finales

- 1 El 25 de julio de 2018, el Congreso Local del Estado de México aprobó el Decreto para regular la emisión de títulos de crédito de corto plazo denominados Certificados de la Tesorería del Estado de México con el objetivo de poder atender necesidades de liquidez inmediata. Los montos, términos y condiciones generales de las diversas emisiones de títulos de crédito, serán determinadas por la Secretaría de Finanzas del Estado de México.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S.

NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, 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, SUGÉN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NÚMERO DE REPORTE 1220036

## CLIENT SERVICES

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

## CLIENT SERVICES

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