

OPINIÓN CREDITICIA

Sinaloa, Estado de

México

Índice:

CALIFICACIONES	1
RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	2
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	4
RESULTADOS DE LA MATRIZ DEL MODELO DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	4
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUBSOBERANAS DE MOODY'S	5
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	6

Contactos:

MÉXICO	+52.55.1253.5700
Francisco Uriostegui	+52.55.1253.5728
Associate Analyst	francisco.uriostegui@moodys.com
Francisco Vazquez	+52.55.1253.5735
Assistant Vice President-Analyst	francisco.vazquez@moodys.com
María del Carmen Martínez-Richa	+52.55.1253.5729
Vice President – Senior Analyst	mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com
LONDON	+44.20.7772.5454
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
Managing Director - Sub Sovereigns	david.rubinoff@moodys.com

Calificaciones

Sinaloa, Estado de

Categoría	Calificación de Moody's
Perspectiva	Estable
Calificaciones del Emisor	
Escala Nacional de México	A1.mx
Escala Global, moneda nacional	Ba1
Calificaciones de Deuda	

Banco	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Nacional	Calificación Escala Nacional De México
Banorte	1,339	Baa2	Aa2.mx
Banamex	500	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	422	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	339	Baa1	Aa1.mx

Indicadores Clave

(AL 31/12)	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Operativos (%) ^[1]	9.4	9.9	14.8	14.0	11.5
Pago de Intereses/Ingresos Operativos ^[1] (%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6
Balance Operativo Bruto /Ingresos Operativos (%) ^[2]	(2.8)	(1.3)	(2.1)	(2.3)	(2.3)
Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(2.8)	(1.3)	(2.1)	(2.3)	(2.3)
Gastos de Capital/Egresos Totales (%)	11.0	11.8	10.8	13.6	9.1
Ingresos Propios Discrecionales/Ingresos Operativos ^[1] (%)	7.5	7.5	8.4	7.5	7.4
PIB per Cápita/Promedio Nacional (%)	87.6	81.6	83.3	84.6	-

[1] A lo largo de esta publicación, el denominador para esta razón corresponde a Ingresos Totales

[2] A lo largo de la publicación, esta razón corresponde al Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del Estado de Sinaloa, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de [Internet de Moody's](#). Haz clic aquí para el enlace.

Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A1.mx (Escala Nacional de México) y Ba1 (Escala Global, moneda local) asignadas al Estado de Sinaloa reflejan bajos niveles de endeudamiento y el registro de moderados déficits financieros. Entre 2010 y 2014, el estado registró déficits financieros que promediaron -2.2% del total de los ingresos. La deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 11.5% del total de los ingresos en 2014. Las calificaciones también toman en consideración los elevados pasivos de pensiones no fondeados y la ajustada posición de liquidez.

Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Sinaloa tiene una calificación que se sitúa en la parte media de los estados calificados en México cuyas calificaciones se distribuyen entre Ba3 y Baa1 en Escala Global. La posición del Estado de Sinaloa respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de ingresos propios en línea con los estados mexicanos con calificaciones Ba1 y niveles de deuda inferiores a la mediana lo cual es compensado por niveles de liquidez inferiores a la mediana.

Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias del Estado de Sinaloa incluyen:

- » Moderados déficits financieros
- » Base de ingresos propios productiva
- » Bajos niveles de endeudamiento

Debilidades Crediticias

Las debilidades crediticias del Estado de Sinaloa incluyen:

- » Ajustada posición de liquidez
- » Elevados pasivos por pensiones sin fondear

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación al Alza

Avance adicional en la disminución de sus pasivos por pensiones, junto con una mejora sustancial de la posición de liquidez, podrían ejercer presión al alza en las calificaciones.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Un debilitamiento de la disciplina financiera que aumente la magnitud de los déficits financieros, y un mayor deterioro de su ajustada posición de liquidez, podría ejercer presión a la baja en las calificaciones.

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas al Estado de Sinaloa combina la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado y la probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del Gobierno Federal, en caso que el estado enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia hace referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moodys.com para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y historial de calificación.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La BCA del Estado de Sinaloa de ba1 refleja los siguientes factores:

Moderados déficits financieros

El Estado de Sinaloa ha registrado déficits financieros moderados, los cuales han promediado -2.2% de los ingresos totales en el periodo 2010-14. El déficit de 2.3% registrado en 2014, es atribuible al gasto corriente que creció a una tasa anual de 13.4%, el incremento fue principalmente impulsado por las transferencias a organismos subsidiados relacionados a la educación. Un porcentaje de este incremento se debe también a reclasificaciones contables, el cual afectó el registro del gasto de capital que experimentó un descenso. El crecimiento del gasto total fue de 7.7% en 2014, menor al promedio histórico de 9% de los últimos 5 años.

Por el lado del ingreso, las transferencias federales, tanto participaciones como aportaciones crecieron arriba del promedio, registrando 10.3% y 5.8% respectivamente. Lo anterior dio lugar a un crecimiento del ingreso total de 7.7%, equivalente al crecimiento del gasto lo que permitió mantener el mismo resultado financiero consolidado que en 2013.

Los ingresos acumulados de Sinaloa a mayo de 2015 han caído en 2.9% respecto al mismo periodo en 2014. Esto se debe principalmente a menores transferencias federales debido a circunstancias administrativas respecto al FONE y a los ingresos por ISR de la nómina del estado. Sin embargo, se espera que esta situación se corrija y que los ingresos totales crezcan en alrededor 7%. Por el lado de los egresos a mayo 2015, se había registrado una variación del 1% comparado con 2014, gracias principalmente a la implementación de medidas en control de servicios personales y un disminución en gasto de capital. Moody's estima un bajo déficit financiero de entre 1.5 y 2.5% de los ingresos totales al final del ejercicio. Uno de los principales retos del estado es mantener resultados financieros relativamente equilibrados.

Base de ingresos propios productiva

En 2014, los ingresos propios experimentaron un incremento moderado de 6.5%, por debajo de la tasa de crecimiento anual compuesto de los últimos 5 años de 8.9%. Los conceptos de productos y aprovechamientos fueron los de mayor disminución, sin embargo no consideramos alguna causa de variación asignable a las prácticas de recaudación, ya que este tipo de ingresos están sujetos a un alto grado de aleatoriedad. El estado de Sinaloa tiene un nivel de ingresos propios respecto a los ingresos totales de 7.4%, el cual se ubica en línea con la mediana de los estado calificados por Moody's.

Sinaloa tiene varios proyectos estratégicos en los sectores industrial y portuario que de concretizarse impulsarían la actividad económica en el mediano plazo. Estos proyectos incluyen la construcción de una red de gas natural que entrará en operación a mediados de 2016 y la modernización de los puertos de Mazatlán y Topolobampo como plataformas logísticas del noroeste. La conclusión de estos proyectos apoyarían también un mayor crecimiento de los ingresos propios del estado en el mediano plazo.

Bajos Niveles de Endeudamiento

El estado ha mantenido bajos niveles de endeudamiento ya que la deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 11.5% de los ingresos totales en 2014. Al cierre de 2014, la deuda directa del estado estaba compuesta de créditos bancarios comerciales por un monto total de MXN 4,947 millones y un saldo total de MXN 578 millones de deuda bajo el Programa de Financiamiento para la Infraestructura y Seguridad Pública de los Estados (PROFISE) del gobierno federal.

Bajo este programa, Sinaloa pagará intereses afectando un porcentaje de sus ingresos por participaciones a un fideicomiso. El principal será pagado con un bono con cupón cero emitido por el gobierno federal. Moody's no considera estas obligaciones en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta debido a que Sinaloa no paga el principal. Sin embargo, sumamos los pagos de intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Durante el primer trimestre de 2015, Sinaloa contrató deuda de corto plazo por MXN 2,099 millones. A mayo el saldo fue de MXN 1,374 millones antes del cierre del año se deberá liquidar dicho saldo. El estado

no contratará deuda de largo plazo adicional este año y Moody's estima que los niveles de deuda disminuyan a alrededor de 10.8% de los ingresos totales en 2015.

El servicio de la deuda consumió 0.9% de los ingresos totales en 2014. Moody's estima que los pagos de servicio de la deuda sea inferior al 1.2% de los ingresos totales en 2015, un nivel manejable dentro del marco financiero actual del estado.

Ajustada posición de liquidez

La liquidez de Sinaloa ha sido ajustada y ha disminuido en los últimos años debido al registro de déficits financieros. El capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) como porcentaje de los gastos totales bajó a -5.0% en 2014 de -0.7% en 2010. La disminución de la posición de liquidez se debió a una disminución del efectivo y a un aumento de las cuentas por pagar a corto plazo de 27% en base anual. Por lo tanto, el control de los adeudos a corto plazo, así como la acumulación de existencias de efectivo son clave para el fortalecimiento de la liquidez.

Esta posición de liquidez constituye un factor crediticio negativo, ya que limita la capacidad del estado para absorber choques imprevistos.

Elevados pasivos por pensiones sin fondear

En términos del pasivo de pensiones, el ISSSTESIN es el organismo estatal que administra el sistema de pensiones de los maestros mientras que las pensiones del resto de los empleados del estado son administradas por el IPES (Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa).

Según estudios actuariales independientes realizados en mayo de 2014 para el ISSSTESIN, el estimado del pasivo de pensiones no fondeado es de MXN 43,780 millones, mientras que otro estudio de mayo del 2011 para el IPES estimó el pasivo de pensiones no fondeadas en MXN 25,500 millones, se espera que para 2015 el estudio actuarial del IPES sea actualizado. Ambos estudios fueron realizados utilizando una tasa de descuento de 3.5%. El total del pasivo de pensiones no fondeadas de las dos instituciones se estimó en MXN 79,200 millones o 211% de los ingresos totales de 2013, lo cual es un nivel muy elevado. Las contribuciones anuales adicionales del estado para el sistema de pensiones son equivalentes a alrededor de 3.4% de los ingresos totales. El elevado pasivo de pensiones no fondeadas constituye un factor crediticio negativo para el estado. Aunque los pasivos de pensiones no fondeadas son elevados, el estado reformó su sistema de pensiones en 2009 para limitar mayores incrementos en estos pasivos, incluyendo cambiar a los empleados que no son profesores a un sistema de contribuciones definidas y tiene planes de implementar reformas para el IPES también. Estas medidas limitarán parcialmente la acumulación de pasivos de pensiones en el futuro y darán mayor certidumbre sobre las contribuciones anuales.

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 Sinaloa. 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.

Resultados de la Matriz del Modelo de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso de Sinaloa, la matriz BCA, genera una BCA estimada de baa3, cercana a la BCA de ba1 asignada por el comité de calificación.

La BCA de ba1 generada por la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 5 (presentado abajo) en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la más fuerte calidad crediticia relativa y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de A3, reflejado en la calificación del bono soberano (A3, estable).

El scorecard de riesgo idiosincrásico y la matriz BCA, que generan un estimado de las evaluaciones del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, son herramientas utilizadas por el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos locales y regional es. Los indicadores crediticios capturados en estas herramientas generan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual y, en general, se espera que los emisores con BCAs sugeridas por el scorecard más altas, obtengan también las calificaciones más altas. No obstante, las BCAs sugeridas por el scorecard no sustituyen los juicios del comité de calificación con respecto a la evaluación del riesgo crediticio base individual y el scorecard no es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones. Los resultados del scorecard tienen limitaciones en el sentido de que son con vista al pasado, al utilizar información histórica, mientras que nuestras evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con vista al futuro. Concomitantemente, el limitado número de variables que se incluyen en estas herramientas no puede capturar la extensión y profundidad de nuestro análisis de crédito.

Acerca de las Calificaciones Subsoberanas de Moody's

Calificaciones en Escala Nacional y Global

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSRs por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSRs difieren de las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSRs asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSRs están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".za" en el caso de Sudáfrica. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la Metodología de Calificación de Moody's publicada en junio de 2014 y titulada "[Correspondencia de las Calificaciones en Escala Nacional a las Calificaciones en Escala Global de Moody's](#)".

La calificación en escala global de Moody's para emisores y emisiones permite que los inversionistas comparen la calidad crediticia del emisor/emisión contra la de otros en el mundo, en lugar de solamente en un país determinado. Incorpora todos los riesgos relativos a ese país, incluyendo la volatilidad potencial de la economía nacional.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La evaluación del riesgo crediticio base de Moody's es una opinión sobre la fortaleza crediticia intrínseca de la entidad, y no toma en cuenta los apoyos extraordinarios del gobierno que brinda el apoyo. Las relaciones contractuales y cualquier subsidio anual esperado por parte del gobierno están incorporados en la BCA, y por lo tanto se consideran como parte de las fortalezas crediticias intrínsecas de la entidad.

La BCA está expresada con una escala alfanumérica en minúsculas que corresponde a la escala de calificaciones alfanuméricas de la escala global de calificaciones de largo plazo.

Apoyo Extraordinario

Apoyo extraordinario se define como la acción tomada por el gobierno que da soporte para prevenir un incumplimiento por parte de un gobierno regional o local y puede tomar distintas formas que van desde una garantía formal, inyecciones directas de efectivo, hasta facilitar las negociaciones con los acreedores a fin de mejorar el acceso al financiamiento. El soporte extraordinario se describe como bajo (0% - 30%), moderado (31% - 50%), fuerte (51% - 70%), alto (71% - 90%) o muy alto (91% - 100%).

Evaluación del riesgo de crédito base

Métricas Crediticias

Evaluación del riesgo de crédito base

Scorecard – 2013	Puntuación	Valor	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
Factor 1: Fundamentos Económicos						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	7	83.80	70%	6.4	20%	1.28
Volatilidad Económica	5		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.4
Flexibilidad Financiera	9		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Deuda						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-2.10	12.5%	2.75	30%	0.83
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.63	12.5%			
Manejo de Efectivo y Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	14.00	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	4.00	25%			
Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- Max						
Controles de riesgo y administración financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	1					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						5.01(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						baa3

Número de reporte: 183616

Autor
Francisco Uriostegui

Asociado de Producción
Amanda Kissoon

© 2015 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND ITS RATING AFFILIATES ("MIS") ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND CREDIT RATINGS AND RESEARCH PUBLICATIONS PUBLISHED BY MOODY'S ("MOODY'S PUBLICATIONS") MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS FOR RETAIL INVESTORS TO CONSIDER MOODY'S CREDIT RATINGS OR MOODY'S PUBLICATIONS IN MAKING ANY INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc., have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc., for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

For Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail clients. It would be dangerous for "retail clients" to make any investment decision based on MOODY'S credit rating. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.

For Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from JPY200,000 to approximately JPY350,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.