

**CREDIT OPINION**

29 June 2018

**Actualización**
 Califique este reporte

**CALIFICACIONES**
**Sinaloa, 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**

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

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

Maria Martinez-Richa +52.55.1253.5729  
 VP-Senior Analyst  
 mariadelcarmen.martinez-  
 richa@moodys.com

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

**CLIENT SERVICES**

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

# Estado de Sinaloa (México)

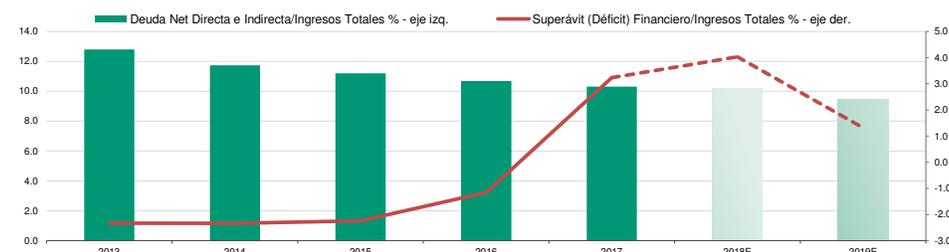
## Actualización del análisis crediticio

**Resumen**

El perfil crediticio del [Estado de Sinaloa](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja bajos niveles de endeudamiento, el registro recurrente de déficits financieros bajos y una posición de liquidez apretada. En 2017, gracias a una contención en el gasto corriente y a un aumento importante en la recaudación de impuestos, el estado reportó su primer superávit financiero en siete años, el cual fue equivalente a 3.2% de los ingresos totales y estimamos que el crecimiento sostenido en los ingresos permitirá mantener superávits financieros en 2018 y 2019. La posición de liquidez es ajustada, pero mejoró en 2017 y esperamos se siga fortaleciendo en los próximos dos años. La deuda directa e indirecta neta se encuentra por debajo de sus pares nacionales y Sinaloa esta llevando a cabo una reestructuración de sus créditos de largo plazo, lo cual ayudará a reducir el servicio de la deuda. Sin embargo, el estado tiene altos pasivos por pensiones.

Gráfico 1

La mejora en el balance financiero ha permitido al estado mantener un bajo nivel de endeudamiento



Fuente: Moody's Investors Service, Estados financieros del estado de Sinaloa

**Fortalezas Crediticias**

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

**Retos Crediticios**

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

## Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es estable y refleja nuestra expectativa que el estado continuará registrando superávits financieros, lo cual ayudará mejorar su posición de liquidez. La perspectiva también refleja la expectativa que los pasivos no fondeados por pensiones se mantendrán elevados.

## 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 si observamos una mejora sustancial en la posición de liquidez y un avance adicional en la disminución de los pasivos por pensiones.

## 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, un deterioro de la ya ajustada posición de liquidez o un debilitamiento en la disciplina financiera que resulte en déficits financieros y mayores necesidades de endeudamiento podría poner presión a la baja en las calificaciones.

## Indicadores Clave

Gráfico 2

### Estado de Sinaloa

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 E	2019E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	12.8	11.7	11.2	10.7	10.3	10.2	9.4
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.6
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	-2.3	-2.3	-2.2	-1.2	3.2	4.0	1.3
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-2.3	-2.3	-2.2	-1.2	3.2	4.0	1.3
Ingresos Propios/Ingresos Totales (%)	7.5	7.4	7.6	8.3	10.1	10.0	9.9
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	1.0
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	86.2	84.8	89.4	93.1	-	-	-

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

Fuentes: Estados financieros del Estado de Sinaloa, INEGI, CONAPO, Moody's Investors Service

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

La calificación asignada al Estado de Sinaloa combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba1 y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal (A3, estable) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

### Bajos niveles de endeudamiento

Sinaloa ha reportado niveles de endeudamiento bajos y decrecientes durante los últimos años. La deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 10.3% de los ingresos totales en 2017 e incluía siete créditos bancarios por un monto total de MXN 4,518 millones. A través de una reestructuración que el estado tiene intención de terminar durante 2018, estimamos que se logrará una reducción en la sobretasa promedio ponderada de sus créditos, lo cual ayudará reducir el servicio de la deuda. Sin embargo, estimamos que el servicio de la deuda en 2018 será más alto que el año anterior porque el estado contrató dos créditos de corto plazo durante la primera mitad del año por un total de MXN 600 millones y tendrá que liquidar ambos créditos antes del cierre del año. La administración no tiene intenciones de contratar deuda de largo plazo adicional. Para el cierre de 2018, estimamos que la deuda directa del estado representará aproximadamente 10.2% de los ingresos totales.

Sinaloa también cuenta con un saldo total de MXN 485 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.

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.

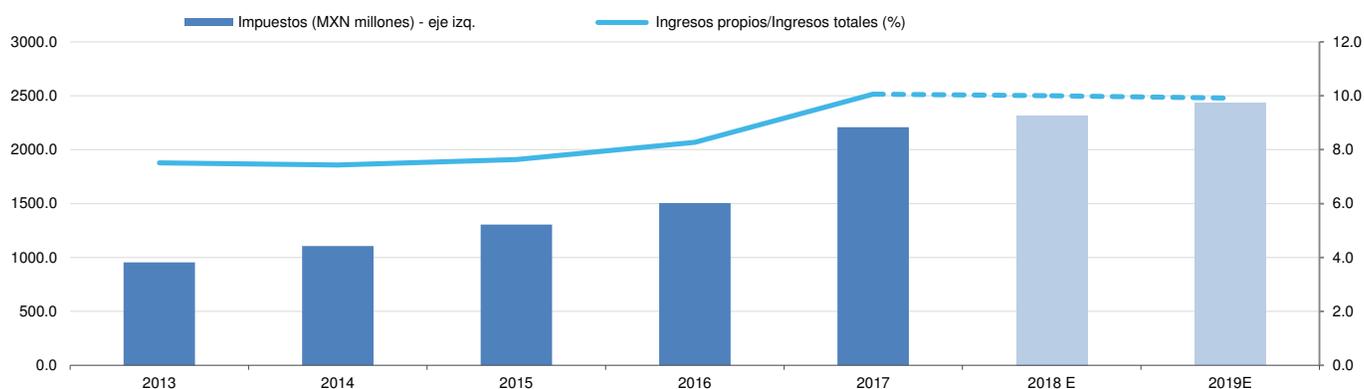
Moody's también incluye en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples. Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un organismo responsable de la infraestructura física educativa (INFE) en cada entidad 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 de Sinaloa, el monto acumulado recibido al final de 2017 fue de aproximadamente MXN 804 millones, y estimamos que el saldo será de MXN 1,180 millones al final de 2018.

### Base De Ingresos Propios Productiva

En 2017, los ingresos propios crecieron en 35%, impulsado principalmente por mayores esfuerzos para aumentar la recaudación de impuestos. Gracias a este incremento, los ingresos propios de Sinaloa respecto a sus ingresos totales aumentaron a 10.1% versus 8.3% en 2016, y se ubican arriba de la mediana de los estados mexicanos calificados por Moody's.

Exhibit 3

### Mayor recaudación de impuestos mejora al perfil de ingresos



Fuente: Moody's Investors Service y Estados financieros del estado de Sinaloa

Para lograrlo, Sinaloa implementó una reforma del impuesto sobre nóminas para hacer una transición de un impuesto único de 1.5% a una escala progresiva de 2.4-3%. En los primeros tres meses de 2018, la recaudación este impuesto siguió creciendo a un ritmo históricamente alto, aumentando 50% respecto el mismo periodo del año anterior. Este incremento está ayudando a compensar por la contracción observada en otros impuestos, como el impuesto sobre la tenencia vehicular, el cual fue derogado para 2018. Sinaloa también está registrando un buen crecimiento en otros rubros de ingresos propios, como en productos, derechos y aprovechamientos. En 2018 aumentaron la tasa para el derecho de Licencias y Servicios de Tránsito, lo cual también ayudará a compensar la derogación de la tenencia.

En 2017 también se creó un nuevo Servicio de Administración Tributaria del Estado de Sinaloa, el cual buscará mejorar la eficiencia en la recaudación a través de mayor cooperación entre agencias públicas y la automatización, entre otras iniciativas. En su conjunto, los ingresos propios subieron 16% en el primer trimestre de 2018 versus el mismo periodo de 2017. Sin embargo, estimamos que el crecimiento en ingresos va a empezar a desacelerarse en lo que resta de 2018 y en 2019, ya que el impacto del incremento en el impuesto sobre la nómina tiende a disminuir en el tiempo.

### Bajos déficits financieros

Sinaloa reportó un superávit financiero equivalente a 3.2% de los ingresos totales en 2017, versus un déficit promedio de -2% entre 2013-2016. Este mejor resultado obedeció no solo al incremento en los ingresos operativos, pero también a la contención en el gasto corriente, el cual creció 2% en 2017 como resultado de reducciones en materiales y suministros y servicios generales bajo un plan de disciplina en el gasto. En términos del gasto de capital, el estado pudo absorber un incremento en 2017 gracias al crecimiento en convenios federales y la administración actual ha presupuestado un recorte del 25% en este rubro para 2018.

En los primeros tres meses de 2018, el gasto corriente volvió a crecer a un ritmo más alto, subiendo 16% respecto al mismo periodo de 2017. Sin embargo, cabe destacar que el gasto en servicios personales se redujo -15% en el primer trimestre. Estimamos que los egresos corrientes en total seguirán creciendo a un ritmo más alto comparado con 2017, pero aún con este incremento estimamos que Sinaloa

puede reportar un superávit de alrededor de 4% en 2018 y de 1.3% en 2019. Sin embargo, si el gasto de capital alcanza los niveles observados en años anteriores, pudiera revertirse la tendencia.

#### **Ajustada posición de liquidez**

Históricamente, la liquidez de Sinaloa ha sido ajustada y muy por debajo de la mediana de los estados calificados en Ba1. En 2017, gracias al superávit financiero reportado durante el ejercicio, la razón de efectivo entre pasivos circulantes subió a 0.4x de 0.2x el año anterior. La mejora en esta métrica obedeció no solo a un incremento en la posición de efectivo del estado sino también a una reducción en sus pasivos circulantes. Sin embargo, en estos niveles la liquidez sigue siendo baja y deja el estado con una capacidad limitada para absorber choques inesperados. Cabe mencionar que el efectivo está en gran parte etiquetado y el hecho que se haya visto obligado a contratar créditos de corto plazo durante 2018 a pesar de la mejora en sus resultados financieros, refleja las presiones que enfrenta para satisfacer sus necesidades de liquidez. No obstante, estimamos que el indicador de efectivo entre pasivos circulantes puede seguir fortaleciéndose durante 2018, llegando a alrededor de 0.7x en diciembre, gracias al superávit proyectado para este año. De concretarse una mejora de esta magnitud, ayudaría solventar uno de los retos crediticios principales del estado.

#### **Elevados pasivos por pensiones sin fundear**

En términos del pasivo de pensiones, los pasivos del ISSSTESIN, el organismo estatal que administra el sistema de pensiones de los maestros, representan más del 90% del pasivo total. Según el último estudio actuarial disponible, en 2015 el pasivo no fundeado del sistema era de MXN 79,858 millones, o 172% de los ingresos totales de ese ejercicio. Las pensiones del resto de los empleados del estado son administradas por el IPES (Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa). Según su último estudio, en 2014 los pasivos de pensiones no fundeados de este sistema eran de alrededor de MXN 6,500 millones. Ambos estudios fueron realizados utilizando una tasa de descuento de 3.5%.

Las contribuciones anuales adicionales del estado para estos sistemas de pensiones eran equivalentes a alrededor de 3.9% de los ingresos totales en 2017 y estimamos que pueden incrementar a 4.3% en 2018. Estos pagos restan flexibilidad financiera al estado, por lo cual el elevado pasivo de pensiones no fundeadas constituye un factor crediticio negativo. El estado ha implementado reformas en los últimos años para reducir estos pasivos, y en enero 2017 el congreso estatal aprobó un aumento en la cuota que los nuevos trabajadores que ingresan en el IPES aportan de su salario. No se cuenta actualmente con un estudio que evalúe el impacto en el pasivo, pero estas medidas limitarán parcialmente la acumulación de pasivos de pensiones en el futuro. Mientras no se reduzca significativamente el total de los pasivos por pensiones, este factor continuará siendo uno de sus principales retos crediticios.

#### **Consideraciones de Apoyo Extraordinario**

Asignamos una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Sinaloa. 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**

La matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA, por sus siglas en inglés), genera una BCA estimada de baa3, muy cerca de la BCA de ba1 asignada por el comité de calificación. La BCA 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. La diferencia entre la BCA generada y la asignada refleja un número de factores que no captura la matriz, incluyendo los altos pasivos por pensiones sin fundear.

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 Sinaloa

Gobiernos Locales y Regionales

Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA)	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub factores	Total de Sub-factores	Ponderación de Factores	Total
<b>Matriz de factores 2016</b>						
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
Fortaleza económica	7	90.86	70%	6.4	20%	1.28
Volatilidad Económica	5		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 (%)	7	-1.64	12.5%	3.75	30%	1.13
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.54	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	11.10	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	4.30	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	5					
Transparencia y Revelación	1					
<b>Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje</b>						<b>5.31(5)</b>
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						<b>A3</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>baa3</b>

Fuente: Moody's Investors Service

Gráfico 5

## Estado de Sinaloa

<b>Calificaciones de Deuda</b>			
Acreeedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
Banamex	500	Baa1	Aa1.mx
Banorte	1,339	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	422	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	339	Baa1	Aa1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

## Ratings

Exhibit 6

Category	Moody's Rating
<b>SINALOA, STATE OF</b>	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba1
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa1
NSR Sr Sec Bank Credit Facility	Aa1.mx
NSR LT Issuer Rating	A1.mx

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](http://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

1129257

## CLIENT SERVICES

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