

CREDIT OPINION

6 November 2020

Actualización

✓ Califique este reporte

CALIFICACIONES

Veracruz, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	B1
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

María Martínez-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 Veracruz (México)

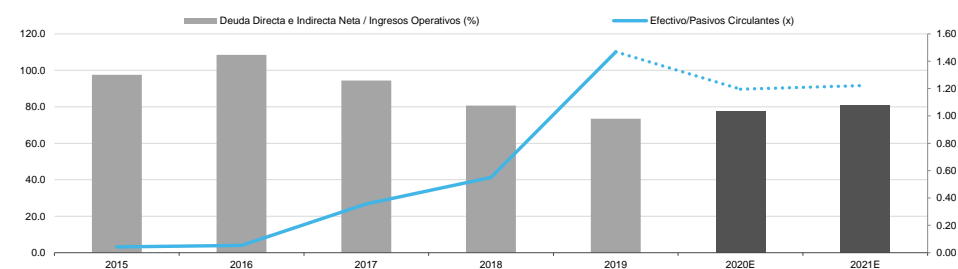
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Veracruz](#) (B1/Baa2.mx, estable) refleja niveles de deuda manejables, una posición de liquidez sólida y resultados operativos positivos. Sin embargo, para 2020 y 2021, el estado enfrenta presiones relacionadas con la profunda recesión económica derivada de la pandemia y, por ende, estimamos que los resultados operativos se deteriorarán moderadamente. Veracruz pretende mantener el gasto en obra pública y está en proceso de adquirir deuda de largo plazo, por lo que también proyectamos que el estado reportará déficits financieros. Adicionalmente, continúa pendiente la depuración de un alto monto correspondiente a las cuentas de orden acumulado en periodos anteriores, las cuales representan una contingencia que podría derivar en una caída en la liquidez.

Gráfico 1

Se financiarán déficits en 2020 y 2021 con la amplia liquidez y con un leve incremento en la deuda



Fuentes: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Veracruz

Fortalezas Crediticias

- » Economía diversificada que respalda ingresos propios crecientes
- » Sólido nivel de liquidez
- » Resultados operativos positivos

Retos Crediticios

- » Incertidumbre sobre cuentas de orden
- » Presiones en el gasto de capital
- » Altos niveles de deuda

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva estable de las calificaciones de Veracruz refleja la expectativa de que el estado continuará registrando déficits financieros moderados, permitiendo que la caída en la liquidez durante 2020 y 2021 sea limitada y se mantenga en niveles sólidos. También refleja la expectativa que el estado será capaz de ajustar el gasto operativo frente a caídas en los ingresos operativos, limitando el declive en sus resultados operativos.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Si Veracruz registra resultados financieros y operativos positivos que resulten en la permanencia de sus niveles sólidos de liquidez, y si logra reducir la contingencia relacionada con las cuentas de orden y mantener niveles de deuda manejables, las calificaciones podrían tener presión al alza.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

A pesar de que una baja de calificación no es probable dada la perspectiva estable de las calificaciones, consideraríamos una baja de las calificaciones de Veracruz si el deterioro en la liquidez es mucho mayor a lo esperado, resultando en un incremento importante en el uso de deuda de corto plazo. También consideraríamos una baja si se observa un deterioro en las prácticas de administración y gobierno interno.

Indicadores Clave

Estado de Veracruz

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	97.5	108.5	94.4	80.7	73.5	77.7	80.7
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	7.4	9.3	10.0	8.3	7.4	7.1	8.0
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]	-	-0.1	3.3	1.9	5.4	4.8	-1.3
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-2.5	0.6	2.8	-0.3	4.5	-0.9	-1.7
Ingresos Propios/Ingresos Operativos (%)	25.0	15.8	15.2	15.0	15.1	15.7	15.4
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.04	0.05	0.36	0.55	1.47	1.20	1.22
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	72.0	69.2	67.4	67.4	-	-	-

[1] A partir de 2016 se calcula el balance operativo con información de la Cuenta Pública con los formatos de la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios. Fuentes: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Veracruz, INEGI, CONAPO.

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El perfil crediticio del Estado de Veracruz, como lo expresan las calificaciones de B1/Baa2.mx, perspectiva estable, combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de b1 y 2) la baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del [Gobierno de México](#) (Baa1 negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crédito Base

Liquidez sólida, pero permanece incertidumbre sobre cuentas de orden

Veracruz ha acumulado una posición de liquidez fuerte gracias a los superávits reportados en los últimos años. La posición de efectivo ahora representa la principal fortaleza crediticia del estado, ya que le ofrece margen financiero ante choques imprevistos, como sucede actualmente. A diciembre de 2019 el efectivo ascendió a 1.47x los pasivos circulantes, versus 0.55x en 2018. El estado ha podido mantener una posición fuerte durante 2020 y a septiembre la razón de liquidez era 5.1x versus 1.5x en el mismo mes de 2019. La mejora observada en 2020 refleja un incremento modesto en el efectivo disponible, así como una disminución sustancial de los pasivos circulantes. Dado que esperamos que el estado registre bajos déficits financieros en 2020 y 2021 que se financiarán parcialmente con deuda de largo plazo, estimamos que el indicador de efectivo a pasivos circulantes permanecerá en niveles de alrededor 1.2x.

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.

Sin embargo, la presencia de una cantidad importante de cuentas de orden, las cuales siguen apareciendo fuera del balance, genera incertidumbre sobre posibles impactos futuros en la liquidez. Estas cuentas originalmente aparecieron en 2016 como una revelación de pasivos no registrados que el estado había acumulado en periodos anteriores. Si bien Veracruz ha logrado reducir una porción importante de los MXN 41 mil millones en cuentas de orden originalmente reportadas en 2016 a través de depuraciones, siguen pendientes aproximadamente MXN 25 mil millones de cuentas a la fecha.

Es importante destacar que, en un caso extremo y relativamente improbable en que todas las cuentas de orden pendientes quedaran incorporadas en los pasivos circulantes, habría una reducción en la liquidez. A septiembre 2020 estimamos que la incorporación de estas cuentas resultaría en una reducción en su razón de efectivo/pasivos circulantes del 5.1x reportado a aproximadamente 0.3x, un nivel mucho más limitado. A pesar de la existencia de este riesgo, nuestra expectativa es que el gobierno del estado seguirá gradualmente resolviendo estas cuentas de orden, y que no serán incorporadas de manera abrupta en su totalidad en los pasivos. Al mismo tiempo, y hasta que queden resueltas por completo, seguirán representando una contingencia.

Economía diversificada que respalda ingresos propios crecientes

Veracruz es el tercer estado más grande de México con más de 8 millones de habitantes, el cual contribuye con aproximadamente el 5% del PIB nacional. La base económica está diversificada entre manufactura, comercio, servicios financieros, agricultura y ganadería. Aunque el PIB per cápita del Estado se situó en alrededor del 67% del promedio nacional en 2018, Veracruz ha podido crecer su base de ingresos propios durante los últimos tres años a una Tasa Media Anualizada de Crecimiento (TMAC) de 10%. Durante 2019, el estado inició un proceso de renovación de placas vehiculares que incluye incentivos para pagar impuestos vencidos, y para 2021 pretende implementar un nuevo esquema para cobrar un derecho por verificación vehicular. El nuevo esquema contempla convertir el derecho vehicular en un requisito para acceder al subsidio de la tenencia vehicular. El estado también está implementando iniciativas para mejorar la fiscalización de las cuentas por cobrar.

Los ingresos propios eran equivalentes a 15.1% de los ingresos propios en 2019, levemente por debajo de la mediana de 18% para los estados mexicanos calificados en B. A pesar de las presiones relacionadas con la pandemia, las cuales han provocado caídas en la recaudación de los derechos y productos durante el periodo enero – septiembre, Veracruz ha podido compensar estas caídas con una mayor recaudación de aprovechamientos. Adicionalmente, durante los primeros nueve meses de 2020, los impuestos se mantuvieron básicamente estables, registrando una variación negativa de apenas 0.2% versus el mismo periodo de 2019.

Estimamos que los esfuerzos recaudatorios permitirán a Veracruz mantener sus ingresos propios en un rango de 15.4-15.7% de los ingresos operativos durante 2020 y 2021. La estabilidad de los ingresos propios durante la recesión derivada de la pandemia mejora la capacidad del estado para absorber el choque económico.

Balances operativos positivos, pero con presiones transitorias en 2021

Veracruz ha reportado balances operativos positivos que promediaron 3.5% de los ingresos operativos durante el periodo 2017-2019. El estado ha logrado dichos resultados gracias al crecimiento continuo en los ingresos propios, de las transferencias federales no etiquetadas (participaciones), y un control en el gasto. Por su parte, el gasto operativo creció a una TMAC de 9.8% durante los últimos cuatro años, por debajo del TMAC de 11.9% en el ingreso operativo. En 2019 Veracruz reportó un superávit operativo de 5.4%, mayor a la media del resultado operativo de 0.3% para los estados Mexicanos calificados en B.

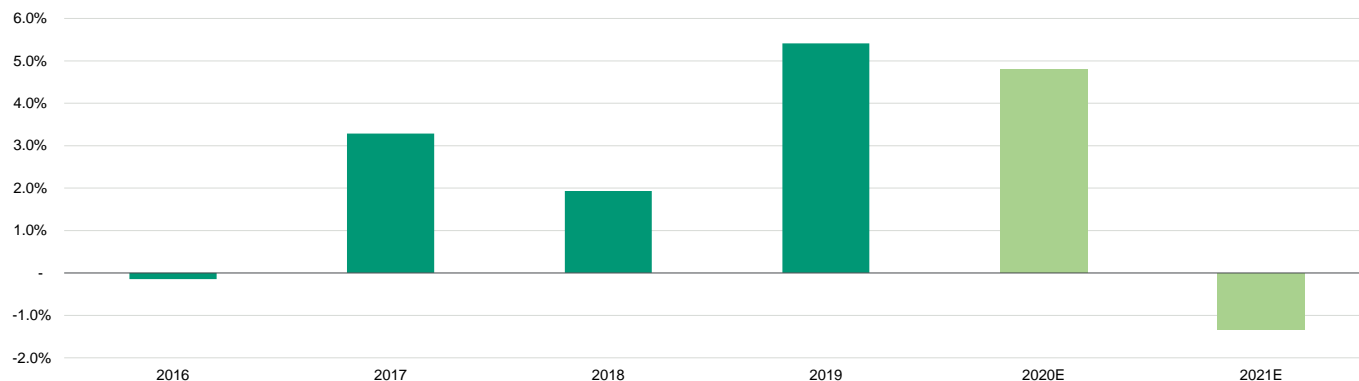
Veracruz está implementando medidas para controlar el gasto. Entre ellas, destacan la eliminación de MXN 878 millones en partidas no prioritarias del presupuesto 2020 y la implementación de un plan de austeridad para 2021, que contempla la abstención tanto de creación de plazas adicionales como de compra de vehículos, aunado a restricciones en la compra de equipamiento y viáticos. Durante el periodo enero-septiembre 2020 el gasto operativo decreció 1.3% versus el mismo periodo de 2019.

Gracias a las reducciones en el gasto y a la activación del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF), el cual cubriría casi la totalidad del faltante en las participaciones federales respecto el monto presupuestado para 2020, estimamos que Veracruz será capaz de mantener un balance operativo positivo de 4.8%. Sin embargo, de acuerdo al proyecto de presupuesto federal para 2021, estimamos que el estado enfrentará una caída el próximo año en el orden de 6% en sus participaciones federales, las cuales son equivalentes a 85% de los ingresos operativos. Como consecuencia, estimamos que Veracruz reportará un déficit operativo modesto de 1.3% en 2021.

Gráfico 4

Caída en participaciones resultará en un bajo déficit operativo en 2021

Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%)



Fuentes: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Veracruz

Presiones en el gasto de capital

Aunque Veracruz ha reportado resultados financieros positivos durante cuatro de los últimos cinco años, estimamos que el estado reportará déficits bajos durante 2020 y 2021 como consecuencia de su plan de gasto en obra pública y de la caída esperada en las transferencias federales etiquetadas. Durante el periodo que comprende de enero a septiembre 2020, las transferencias etiquetadas para el gasto de capital bajo convenios federales decrecieron, y estimamos que dichas transferencias volverán a caer durante 2021 como consecuencia de una consolidación fiscal a nivel del gobierno federal. A pesar de estas presiones, Veracruz ha presupuestado un incremento importante en el gasto de capital para 2020, en gran medida para proyectos de pavimentación y construcción de nuevas carreteras.

El estado fondeará una parte de las obras con recursos del Fondo de Infraestructura Social Estatal (FISE) y el Fondo para las Entidades Federativas y Municipios Productores de Hidrocarburos. Adicionalmente, Veracruz pretende adquirir nueva deuda de largo plazo por MXN 1,100 millones durante el último trimestre de 2020 para financiar obras en este ejercicio y en 2021.

Estimamos que Veracruz reportará déficits financieros de 0.9% de los ingresos totales en 2020 y de 1.7% en 2021. Déficits en estos niveles ejercerán presiones limitadas en el perfil crediticio del estado, ya que se financiarán con nueva deuda de largo plazo y por ende dejarán al estado con una posición amplia de liquidez.

Altos niveles de endeudamiento

Veracruz mantiene niveles de endeudamiento mayores a sus pares nacionales, pero se han reducido. A diciembre 2019, la deuda directa e indirecta neta representó 73.5% de los ingresos operativos versus 80.7% en 2018 y 90.4% en 2017. Estimamos que el nivel de endeudamiento subirá a 77.7% de los ingresos operativos en 2020 y a 80.7% en 2021. Estos incrementos derivarán del plan para adquirir nueva deuda de largo plazo, y también porque incluiremos en los indicadores de deuda directa e indirecta neta de Veracruz el monto recibido en 2020 como resultado de la potenciación del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF).

El pago de intereses de la deuda del estado representó 7.4% de los ingresos operativos en 2019 y esperamos que disminuya levemente durante 2020 a 7.1%, como resultado de la menor contratación de deuda de corto plazo, menores tasas de interés y el efecto de las reducciones en las sobretasas de la deuda de largo plazo a través de un proceso de refinanciamiento de la deuda de largo plazo en 2019.

A septiembre de 2020, el saldo de la deuda directa e indirecta bruta de MXN 41,191.5 millones, y se compone de 13 créditos bancarios de largo plazo. Actualmente Veracruz no cuenta con saldos de deuda de corto plazo, un cambio positivo considerando su alta dependencia en financiamientos de corto plazo durante periodos anteriores. Aunque estimamos que el estado probablemente volverá a contratar créditos de corto plazo durante los últimos meses de 2020 y 2021, dadas las presiones que enfrente en los ingresos, estimamos que mantendrá saldos menores a los reportados en años anteriores. Estimamos que la deuda directa de corto plazo será equivalente a 6.1% de deuda directa en 2020 y a 5.9% en 2021, por debajo del promedio de 7.4% reportado entre 2016 y 2019.

Adicionalmente, incluimos 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 (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. En el caso del INIFED del Estado de Veracruz, estimamos que el monto recibido a diciembre 2019 fue de aproximadamente MXN 1,930.6 millones.

Respecto a la deuda emitida para capitalizar el FEIEF por la caída en las participaciones, consideramos que las entidades federativas tienen una obligación de pago al haber firmado un convenio individual con el gobierno federal para que anticipe al fideicomiso de pago los montos requeridos para restituir cualquier pago. Dicho anticipo se compensará de las participaciones en un monto equivalente de hasta el 4% del Fondo General de Participaciones. En el caso del Estado de Veracruz, estimamos que el saldo a diciembre de 2020 será de aproximadamente MXN 3,990.48 millones.

Veracruz también enfrenta pasivos moderados relacionados con el sistema estatal de pensiones. Según el último estudio actuarial, publicado en 2018, el pasivo por pensiones no fondeado representó 143% de los ingresos operativos del estado en dicho año, un nivel por debajo de la mediana de sus pares nacionales. Se proyecta que, en la ausencia de reformas, Veracruz tendrá que empezar a hacer contribuciones extraordinarias para cubrir el pago de pensiones y jubilaciones a partir de 2023, ya que el fondo de pensiones estará en descapitalización. Se proyecta que los pagos serán equivalentes a aproximadamente 2.7% de los ingresos operativos, pero que aumentarán cada año, representando una presión creciente en el largo plazo.

Consideraciones de apoyo extraordinario

Consideramos que hay una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del estado. 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.

Consideraciones ESG (por sus siglas en inglés)

Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno informan nuestro análisis crediticio del Estado de Veracruz.

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 Veracruz, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

El principal riesgo ambiental que enfrenta el estado de Veracruz se relaciona con la exposición del estado a huracanes y tormentas tropicales, los cuales pueden ocasionar inundaciones y vientos fuertes. Sin embargo, el estado puede contar con apoyo del gobierno federal, lo cual limita el impacto financiero después de desastres severos.

En cuanto a los riesgos sociales, Veracruz enfrenta crecientes presiones relacionadas con el envejecimiento de la fuerza laboral del estado, las cuales están contribuyendo a presiones provenientes del fondeo de pensiones en el largo plazo. Adicionalmente, Veracruz ha sido afectado por crecientes niveles de violencia durante los últimos años, generando presiones en el gasto. Finalmente, cabe mencionar que vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y seguridad pública y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales de Veracruz.

En términos de administración y gobierno corporativo, la calidad institucional de Veracruz se define primordialmente por el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. Si bien Veracruz actualmente cumple en términos generales con las reglas y regulaciones de este marco institucional, históricamente se ha observado prácticas débiles, especialmente en transparencia y en la planeación. Estas prácticas han mejorado últimamente y seguiremos monitoreando que las recientes mejoras en estas prácticas sean sostenibles.

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](#)".

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

En el caso del Estado de Veracruz, la Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA, por sus siglas en inglés) asignada de b1 esta cerca al resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de ba3 de la BCA de la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 7 (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 Baa1, reflejado en la calificación del bono soberano 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.

Estado de Veracruz 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 2018						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza económica	9	67.66	70%	7.8	20%	1.56
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 Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	5	2.01	12.5%	5.5	30%	1.65
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	9	8.93	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	5	80.70	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	5.70	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno - MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	9			9	30%	2.7
Gestión de Inversiones y Deuda	9					
Transparencia y Revelación	9					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						7.31(7)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa1
BCA Estimada						ba3

Fuente: Moody's Investors Service

Estado de Veracruz

Calificaciones de Deuda

Acreeador	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
Banobras	10,000	Baa3	Aa3.mx
Banobras	7,500	Baa3	Aa3.mx
Banobras	2,500	Baa3	Aa3.mx
Banobras	2,500	Baa3	Aa3.mx
Banobras	2,500	Baa3	Aa3.mx
Santander	2,000	Baa2	Aa2.mx
Santander	2,000	Baa2	Aa2.mx
Santander	2,000	Baa2	Aa2.mx
BBVA	2,000	Baa2	Aa2.mx
BBVA	1,000	Baa3	Aa3.mx
BBVA	1,000	Baa3	Aa3.mx
Banbajío	1,000	Baa3	Aa3.mx
Banorte	1,023	Baa2	Aa2.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exhibit 7

<u>Category</u>	<u>Moody's Rating</u>
VERACRUZ, STATE OF	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	B1
NSR Issuer Rating	Baa2.mx
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service

© 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, DIFUNDIR, 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, 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 61 003 399 657 AFSL 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 1249523

CLIENT SERVICES

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