



INFORME DE REVISION

GRALADO S.A.

Acciones

Tabla de Contenidos

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
DESCRIPCIÓN DEL EMISOR	1
ANÁLISIS DEL SECTOR	2
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE GANANCIAS	4
ASPECTOS COMPLEMENTARIOS: POLÍTICA DE DIVIDENDOS	6
CONCLUSIÓN DE LOS ASPECTOS COMPLEMENTARIOS	7
CALIFICACIÓN FINAL OTORGADA	7
INDICADORES OPERATIVOS Y FINANCIEROS	8
INFORMACIÓN CONTABLE COMPLEMENTARIA (RESUMIDA)	9
DEFINICIONES	10
INFORMACIÓN UTILIZADA	10

Analistas:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

Martina Gallardo Barreyro +54.11.5129.2610

Analyst

martina.gallardo@moody.com

Calificaciones Asignadas¹

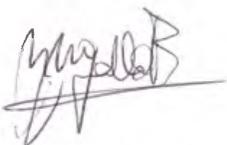
INSTRUMENTO	CALIFICACION
ACCIONES GRALADO S.A.	Categoría 3.uy

1. Calificaciones de Riesgo asignadas por MOODY'S LATIN AMÉRICA AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO S.A. Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

Descripción del Emisor

Gralado S.A fue adjudicataria de la Licitación Internacional N° 32/89 mediante la cual, a través de un régimen de concesión de obra pública cedido por 30 años, se encarga de la explotación y mantenimiento de la Terminal de Ómnibus de Montevideo y Servicios Complementarios, como así en su momento se encargó de la construcción del mismo. Además, se encarga de la explotación del Centro Comercial anexo, que cuenta con una superficie de 13.324 m² de área arrendable y 170 propuestas comerciales y de servicios, mediante un régimen de usufructo cedido por 50 años.

El 27 de marzo de 2009 fue modificado el Contrato de Concesión, aprobándose la ampliación del área comercial y del estacionamiento bajo el régimen de usufructo. En dicho acuerdo se adelantó seis meses la reducción del precio del toque del 23,83% prevista en el contrato original para el 17 de noviembre de 2009. Asimismo se acordó una reducción adicional de 13,27% en el precio del toque a partir de diciembre de 2012.



A fin de lograr materializar la financiación y construcción de la Terminal se aunaron la experiencia del Estudio Lecueder en materia de desarrollo de complejos inmobiliarios y la capacidad de financiación otorgada por la Corporación Interamericana de Inversiones (representante del BID) y la participación de las empresas transportistas.

Complementariamente a su rol de promotores del proyecto, los grupos que componen el paquete accionario, desempeñan una serie de funciones específicas dentro de la estructura organizativa y funcional de la empresa.

El Directorio designado en la Asamblea Ordinaria de Accionistas del 21/08/2014, que presenta un solo cambio en su composición respecto al año anterior, es el siguiente:

Presidente: Cr. Carlos A. Lecueder
 Vicepresidente: Dr. Luis V. Muxí
 Director: Sra. María Catalina Vejo
 Síndico: Ing. Miguel Peirano

La Gerencia General está a cargo del Cr. Marcelo Lombardi. La dirección y principales gerencias de la sociedad están a cargo de profesionales con amplia experiencia en el sector y que en su mayoría han estado involucrados en el proyecto desde su inicio.

Por otro lado, el capital social está formado por 12.816.000 acciones ordinarias al portador de valor nominal uno cada una, que dan derecho a un voto cada una. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea del 21/08/2015, los 10 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 53,35% del capital social.

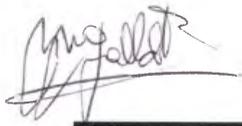
ACCIONISTA	Tenencia
REPUBLICA AFAP	9,75%
FIDESUR SRL	9,36%
UNION CAPITAL AFAP	6,73%
INTEGRACION AFAP	4,77%
TURIL S.A.	4,08%
ANGEL URRABURU LODUCA	3,72%
PABLO LECUEDER	3,00%
SEBASTIAN ETCHEVERRY	2,50%
MATIAS PAULLIER	2,50%
MATEO KOSSMAN	2,26%

La auditoría está a cargo de KPMG.

Análisis del sector

El emisor explota en régimen de concesión de obra pública la terminal de ómnibus de Montevideo, que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros. Asimismo explota en régimen de usufructo un shopping center donde alquila locales comerciales.

El sub-sector transporte colectivo terrestre de pasajeros mantiene un nivel de riesgo medio, ya que por las características de concentración poblacional de la ciudad de Montevideo, los flujos de las empresas de transporte que realizan viajes de corta y mediana distancia mantienen una demanda con relativa baja



elasticidad. El sector inmobiliario comercial, una vez superada la crisis del año 2002, se ha recuperado fuertemente, sobre todo en las zonas céntricas de Montevideo.

En las condiciones previstas en la licitación, fue establecida la obligatoriedad del uso de la Terminal para todos los servicios de todas las compañías de transporte que tengan como punto de partida o llegada a la ciudad de Montevideo, por lo que Tres Cruces concentra la totalidad del transporte colectivo con trayectos de más de 60 Km. La terminal registra aproximadamente un total de 12,1 millones de pasajeros por año y unos 434.000 "toques" de ómnibus por año. Gralado tiene la exclusividad de este servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibe aproximadamente 23,4 millones de visitantes al año, de los cuales 18,3 millones son al Shopping. En términos de venta por m² se ubica en primer lugar entre los Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.350 /m². El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

Los otros centros comerciales de similares características, apuntan a otro "target" de población y no compiten directamente con Tres Cruces.

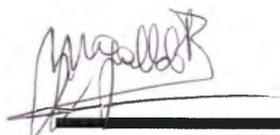
Asimismo, a fines de 2013 se inauguró un nuevo centro comercial a 3 km de distancia de Tres Cruces y compite en parte de una zona geográfica. Los locales habilitados para su arrendamiento en el shopping, se encuentran ocupados en su totalidad.

El 29 de Mayo de 2014, Moody's elevó la calificación de bonos en moneda local y extranjera del gobierno de Uruguay a Baa2 desde Baa3, y perspectiva a estable desde positiva. La decisión de Moody's se basó en (1) Un perfil crediticio soberano que en términos generales se ha alineado con el de países grado de inversión con calificación Baa; (2) Mejora sostenida de los indicadores fiscales que ha estado acompañada de un significativo fortalecimiento del balance general del gobierno; (3) Menor vulnerabilidad crediticia a choques regionales y de commodities ante mayor diversificación económica y amplias reservas de liquidez.

El 21 de Mayo de 2015, Moody's afirmó la calificación de Baa2 de los bonos en moneda local y extranjera del gobierno de Uruguay en Baa2 y su perspectiva estable. Esto se debió a la ausencia de desequilibrios macroeconómicos que podrían haber impactado negativamente en la calificación, teniendo en cuenta la desaceleración de la economía, como así también el compromiso del gobierno en asegurar y sostener las finanzas públicas y la alta probabilidad de que se consiga la consolidación fiscal para estabilizar los ratios de endeudamiento en un entorno macroeconómico desfavorable.

El nivel de ingreso per cápita de Uruguay se encuentra en línea con la media del grupo de referencia Baa, pero por otro lado, la escala de la economía de Uruguay se encuentra por debajo la media de dicho grupo. La economía ha reportado un fuerte ritmo de crecimiento durante un la última década registrando incrementos del PBI superiores al 5,5%, pero ya en 2014 el crecimiento del PBI se redujo a 3,5% y se prevé que la actividad económica se reducirá en 2015 a 2,6% y luego se acelerara a 3,1% en 2016.

La evolución reciente de los niveles de actividad económica y crecimiento de la economía uruguaya, junto con la inauguración de la ampliación del shopping center han tenido un impacto positivo en las actividades de Gralado, que en general acompañan la evolución de la economía. El riesgo promedio del sector es considerado medio.



URUGUAY	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
PBI per cápita	12.00	14.24	15.20	16.96	16.88	16.62	17.39
PIB real (crecimiento %)	7.8	5.2	3.3	5.1	3.5	2.6	3.1
Inflación (IPC variación %)	6.9	8.6	7.5	8.5	8.3	7.5	7.3
Déficit/PBI	-1.1	-0.6	-1.9	-1.5	-2.3	-2.4	-2.0
Deuda/PBI	39.9	39.6	38.4	38.6	39.2	40.8	39.1
Balance Cuenta Corriente/PBI	-1.8	-2.9	-5.2	-5.1	-4.6	-4.1	-3.9
Deuda Externa/PBI	45.8	39.4	39.3	41.5	44.2	44.5	42.0
Inversión Extranjera Directa/PBI	5.8	5.2	4.9	5.3	4.8	4.2	4.0

Fuente: Moody's. PBI per cápita en miles de USD.

Capacidad de generación de ganancias

Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2015 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 383 millones (USD 15,8 millones), lo que representa un incremento del 9,4% respecto al ejercicio anterior. De estos ingresos, aproximadamente el 39% provenían de lo que pagan las empresas por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomiendas y los "toques" en la terminal y otros, mientras que el 61% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos comerciales, en línea con la distribución de ingresos del periodo anterior. Cabe resaltar que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto negativo mientras que el negocio del Centro Comercial arrojó un resultado neto positivo, siendo este último el más importante para la compañía.

En el último ejercicio analizado, los indicadores de rentabilidad de la compañía reflejan un leve deterioro respecto del ejercicio anterior, aunque permanecen por encima de los registrados en el ejercicio finalizado en abril de 2012. El margen EBITDA cayó a 62,7% de 64,7% en 2014, mientras que el margen operativo aumentó a 45,7% de 44,6% en 2014. Esto último se debió principalmente a que el margen bruto fue mayor, mientras que la proporción de gastos generales y administrativos en comparación con las ventas fue la misma. Asimismo, las ventas de la compañía registraron una suba del 9,4% en comparación con el ejercicio anterior. Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses registraron una mejora, con el ratio EBIT sobre intereses ubicándose en 11,1 veces desde 9,5 veces. La cobertura de intereses es adecuada debido al bajo nivel de apalancamiento de la compañía. Se observa una leve caída en el nivel de los costos financieros de la compañía como consecuencia del menor endeudamiento en el ejercicio considerado y además la cobertura de intereses continúa siendo adecuada gracias a la mejora en los resultados operativos de la compañía.

Análisis de Deuda y Liquidez

En el periodo de doce meses al 30 de abril de 2015, se puede observar que la relación Deuda a EBITDA se mantuvo en 1,6 veces tal como ocurrió en el ejercicio 2014. Tanto la toma de deuda como el margen EBITDA cayeron. El ratio Deuda sobre Capitalización se deterioró ubicándose en 34,2% desde 32,4%. La compañía considera que los ratios de endeudamiento son adecuados.

Por otro lado, en el periodo bajo análisis, la compañía muestra adecuados niveles de caja e inversiones de corto plazo, a pesar de que estas decrecieron a UYU 21 millones desde UYU 25 millones, lo cual representa un 34,5% de su deuda de corto plazo. La deuda de corto plazo alcanzaba los UYU 61 millones y representaba aproximadamente el 16% de la deuda total. Si bien los indicadores de liquidez de la compañía

muestran valores algo ajustados, han mejorado respecto del ejercicio anterior a la vez que Gralado tiene un buen acceso a líneas de crédito bancarias que le permiten hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

Asimismo, Gralado muestra una generación interna de fondos suficiente para hacer frente a sus necesidades de capital de trabajo e inversiones en bienes de uso (CAPEX), quedando por tanto fondos remanentes disponibles para el pago de dividendos. En el presente ejercicio, a pesar de que los flujos de fondos operativos (FFO por sus siglas en inglés) han sido mayores a los del ejercicio anterior y las necesidades de capital de trabajo menores, el pago de dividendos y el CAPEX han sido mayores, lo que ha arrojado un Flujo libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) nuevamente negativo. A su vez, el ratio FCF sobre deuda ha sido negativo.

Los principales usos de fondos de Gralado se utilizan para gastos de capital, pago de interés de deuda y distribución de dividendos.

Para financiar la ampliación del complejo comercial, se obtuvo un financiamiento con el Banco Itaú y el Nuevo Banco Comercial por USD 10,7 millones. Con fecha 24 de julio de 2014, la compañía reperfiló la deuda con el Banco Itaú y el Nuevo Banco Comercial, la cual pasará a pagarse en 71 cuotas variables mensuales y consecutivas. Asimismo, se modifica la tasa en UI que pasará a 5%. Con la obtención del préstamo en dólares para la ampliación del complejo, se incrementó el riesgo de moneda, aunque no de manera significativa, ya que la compañía resolvió financiar el 50% en USD y el 50% en moneda nacional. Al 30 de abril del 2015, el 55% de la deuda financiera de la compañía está nominada en dólares estadounidenses, por lo que Moody's considera que existe riesgo ante variaciones en el tipo de cambio, aunque este es tenuemente contrarrestado por activos corrientes en dólares estadounidenses.

En base a los escenarios proyectados y a la estructura actual de vencimientos de capital e intereses, se espera que la compañía pueda atender sus obligaciones.

Liquidez de la acción

El objeto del presente análisis es el de asignar una calificación de riesgo a las acciones de Gralado. La acción comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo a partir de febrero de 2006. Se trata por lo tanto de una emisión de acciones que tiene una relativamente corta historia de cotización en el mercado. Adicionalmente, el mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

Durante el año 2014 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.117 millones, incluyendo todo tipo de transacciones ya sea títulos públicos o privados, obligaciones negociables, acciones, etc. El volumen más significativo estuvo representado por transacciones en el mercado secundario de bonos soberanos como también bonos del tesoro y letras del Banco Central. En cuanto a títulos privados, hubo transacciones con obligaciones negociables en los mercados primario y secundario, y también de acciones pero solo en el mercado secundario. Las acciones siguen, sin embargo, teniendo muy baja participación en los volúmenes negociados totales (aunque mayor al registrado en el año 2012), y representaron solo un 0,20% del volumen total de operaciones del mercado.

La estructura de mercado descripta ha variado durante el primer cuatrimestre del año 2015, ya que la actividad en el mercado primario ha aumentado gracias al aumento de las transacciones de las notas del Tesoro, mientras que las transacciones en el mercado secundario han disminuido debido a la caída de las transacciones con Letras del banco central.

Durante el año 2014 y primer cuatrimestre del 2015 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 2,34 millones. La cotización promedio de la acción en 2014 fue de USD 6,16 por acción, mientras que el valor al 30/07/2015 era de USD 6,40 por acción.

El mercado accionario uruguayo es muy poco líquido, y no existen indicios de la existencia de una mayor liquidez, volumen de operaciones o transacciones en el corto a mediano plazo. Con lo cual la calificación para la liquidez de las acciones se mantiene en Nivel 3 o baja.

Aspectos Complementarios: Política de Dividendos

Respecto a la política de dividendos, analizando el track-record de los pagos realizados, se puede decir que Galado ha realizado distribuciones de dividendos sobre la base de flujos de caja excedentes.

Luego de la cancelación total de la Serie D de Obligaciones Negociables, Galado no tiene restricciones contractuales para realizar pagos de dividendos. En el último ejercicio se han distribuido dividendos por un monto superior a las utilidades netas del ejercicio.

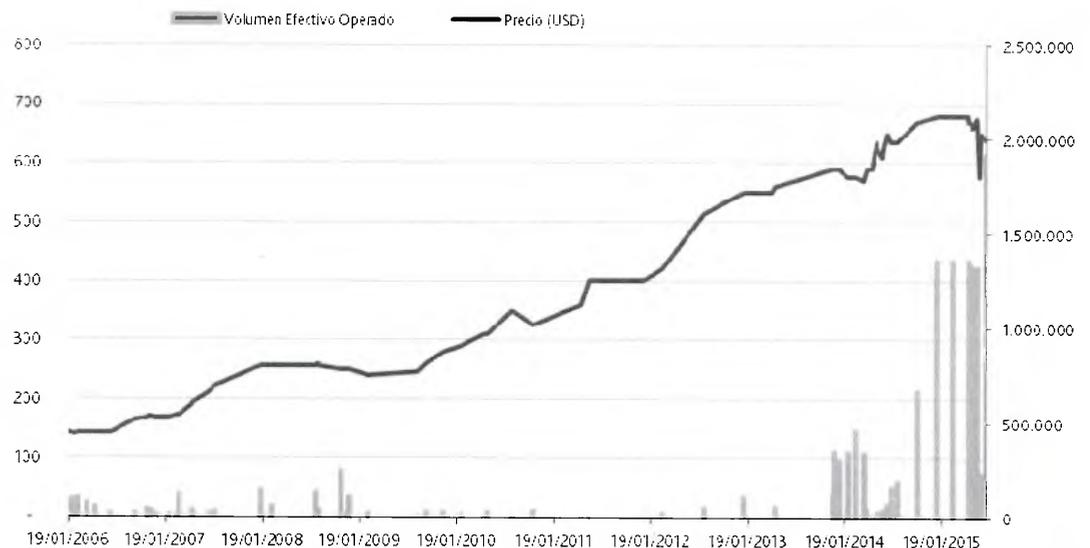
El 13 de junio del 2014, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por otro USD 1 millón. Finalmente, con fecha 23 de agosto de 2013, el Directorio resolvió distribuir dividendos por USD 2,2 millones.

Con fecha 12 de marzo de 2014, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,2 millones. Con fecha 13 de junio del mismo año, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones. Luego, el 21 de agosto de 2014 el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por otros USD 2,6 millones, y el 10 de marzo de 2015 el Directorio resolvió distribuir nuevamente dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones.

Con fecha 11 de junio de 2015 el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones.

FIGURA 1

Evolución Diaria del Valor de la Acción en el Mercado - Operaciones



Fuente: Moody's en base a datos de la bolsa de valores de Montevideo

Conclusión de los Aspectos Complementarios

Del análisis de los aspectos complementarios en su conjunto, se determina que se mantiene la calificación, asignada en la etapa previa.

Calificación final otorgada

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 31 de Agosto de 2015 considerando la buena capacidad de generación de ganancias y la baja liquidez de las acciones, dadas las características del mercado accionario uruguayo, ha asignado una calificación a las acciones de GRALADO S.A. en Categoría 3.uy.

Categoría 3.uy: Corresponde a títulos accionarios que presentan alguna de las siguientes situaciones: i) Buena capacidad de generación de ganancias y liquidez baja; ii) Regular capacidad de generación de ganancias y liquidez media; iii) Baja capacidad de generación de ganancias y liquidez alta.



Indicadores Operativos y Financieros*

RENTABILIDAD	2012	2013	2014	2015
Margen Operativo %	32,5%	58,6%	44,6%	45,7%
Margen EBITDA %	50,7%	68,6%	64,7%	62,7%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	17,1%	41,3%	24,9%	24,5%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	9,1%	20,6%	13,1%	13,4%

COBERTURA	2012	2013	2014	2015
EBIT / Intereses	143,9x	22,6x	9,5x	11,1x
EBITDA / Intereses	212,9x	26,1x	12,9x	14,9x
(FFO + Intereses) / Intereses	201,2x	26,2x	10,1x	12,6x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	-196,6x	-4,0x	12,5x	13,7x

ENDEUDAMIENTO	2012	2013	2014	2015
Deuda / EBITDA	1,2x	1,1x	1,6x	1,6x
Deuda / Capitalización	18,8%	30,7%	32,4%	34,2%
FFO / Deuda	77,2%	91,7%	43,7%	49,6%
CFO / Deuda	164,4%	59,9%	26,8%	34,4%
FCF / Deuda	-61,8%	-73,6%	-1,8%	-3,7%

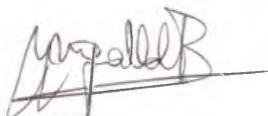
LIQUIDEZ	2012	2013	2014	2015
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	61,4%	58,2%	89,2%	120,6%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	240,6%	11,2%	33,4%	34,5%

*Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.

Información contable complementaria (Resumida)*

EN MILLONES DE USD	2013	2014	2015
Estado De Resultados			
Ingresos por Ventas	479	350	383
EBITDA	328	227	240
EBIT	285	168	180
Intereses	13	18	16
Resultado Neto	229	110	118
Flujo De Caja			
Fondos de las Operaciones (FFO)	318	161	188
Dividendos	84	97	125
Flujo de Fondos Retenido (RCF)	234	63	63
CAPEX	378	8	19
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-225	-6	-14
Estado de situación patrimonial			
Caja e Inversiones	9	25	21
Activos Corrientes	98	104	105
Bienes de Uso	1.121	1.070	1.024
Intangibles	0	0	5
Total Activos	1.221	1.175	1.133
Deuda Corto Plazo	77	76	61
Deuda Largo Plazo	270	291	317
Total Deuda	346	368	379
Total Pasivo	597	539	504
Patrimonio Neto	623	636	630

*Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.



Definiciones

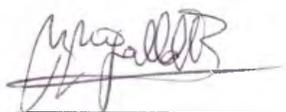
- » **EBITDA:** Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones
- » **EBIT:** Resultado antes de intereses e impuestos
- » **EBITA:** Resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones de activos intangibles
- » **FFO (Fondos de las operaciones):** Corresponde a la utilidad del período más los movimientos que no representan movimientos de fondos
- » **RCF (Flujo de fondos retenido):** Corresponde al flujo de fondos de las operaciones después del pago de dividendos
- » **CFO (Caja de las Operaciones):** Corresponde a la utilidad generada en un período determinado más período más los movimientos que no representan movimientos de fondos, neto de las variaciones del capital de trabajo.
- » **FCF (Flujo libre de fondos):** Corresponde al flujo de fondos disponible para la empresa luego del pago de dividendos e inversiones de capital –CAPEX–.
- » **CAPEX:** Inversiones en Bienes de Uso y otras inversiones.
- » **ROE % (rentabilidad sobre patrimonio):** Es la relación, expresada en términos porcentuales, entre el resultado neto final y Patrimonio Neto
- » **ROA % (rentabilidad sobre activos):** Es la relación, expresada en términos porcentuales, entre el resultado neto final y el total de activos (anualizada)
- » **ROCE:** Retorno sobre capital empleado
- » **Working capital (WC):** Capital de trabajo. Corresponde a la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente

Información utilizada

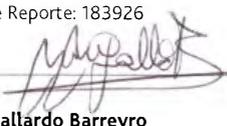
La información considerada para llevar a cabo la calificación se detalla a continuación:

- » Estados Contables Anuales Auditados para el período 2007-2015
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Gralado S.A.
- » Flujos de Fondos Proyectado suministrado por la sociedad
- » Información complementaria suministrada por el emisor
- » Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción obtenida de www.bvm.com.uy
- » Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de títulos emitidos por empresas. Res.17.442. Disponible en www.cnv.gob.ar. Registrado por el Banco Central de Uruguay mediante Resolución adoptada por la Superintendencia de Servicios Financieros con fecha 10/12/2014 (N°SSF 822-2014)

Se considera que la información suministrada es suficiente para desarrollar el proceso de calificación y se continúa con el procedimiento normal de calificación, que consistirá en analizar por un lado, la capacidad de generación de ganancias de la sociedad y por el otro un análisis de la liquidez de la acción.



Número de Reporte: 183926



Autores
Martina Gallardo Barreyro

Asociado Senior de Producción
Sudhagar V

© 2015 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 CALIFICADORAS ("MIS") SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, PUDIENDO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y ESTUDIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE 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 OFRECEN 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 SON PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO 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, 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.

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 por adelantado 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 DICHAS 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, pagarés y títulos) 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.moody.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. 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. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de plena propiedad de Moody's Group Japan G.K., propiedad al 100% de Moody's Overseas Holdings Inc., filial de entera propiedad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia de calificación crediticia filial al 100% de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"). Por consiguiente, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ no son Calificaciones Crediticias de la NRSRO. Las Calificaciones Crediticias Ajenas a la NRSRO son asignadas por una entidad que no es parte de la NRSRO y, por tanto, la obligación calificada no será susceptible de recibir ciertos tipos de tratamiento a tenor de las leyes estadounidenses. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia inscritas en la Agencia de Servicios Financieros de Japón, y sus números de registro son Comisionado para la Agencia Servicios Financieros (Calificaciones) [FSA Commissioner (Ratings)] N° 2 y 3, 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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJKK y MSFJ mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

Moody's
INVESTORS SERVICE