



## 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	5
CONCLUSIÓN DE LOS ASPECTOS COMPLEMENTARIOS	6
CALIFICACIÓN FINAL OTORGADA	7
INDICADORES OPERATIVOS Y FINANCIEROS	8
INFORMACIÓN CONTABLE COMPLEMENTARIA (RESUMIDA)	9
DEFINICIONES	10
INFORMACIÓN UTILIZADA	10

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

Martina Gallardo Barreyro +54.11.5129.2610  
 Assistant Vice President - Analyst  
 martina.gallardo@moodys.com

### Calificaciones Asignadas<sup>1</sup>

Instrumento	Calificación
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 es una Sociedad Anónima abierta que 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 (Tres Cruces), que cuenta con una superficie de 13.364 m<sup>2</sup> (11.518 m<sup>2</sup> de área arrendable) y 176 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.

El Directorio designado en la Asamblea Ordinaria de Accionistas del 11/08/2016 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. La auditoría está a cargo de KPMG.

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 11/08/2016, los 10 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 40,37% del capital social.

Accionista*	Tenencia
Republica Afap	9,91%
Union Capital Afap	6,67%
Integracion Afap	5,00%
Turil S.A.	4,08%
Pablo Lecueder	3,00%
Matias Paullier	2,57%
Sebastian Etcheverry	2,50%
Mateo Kossman	2,26%
Carolina Lecueder	2,23%
Mariale Lecueder	2,15%

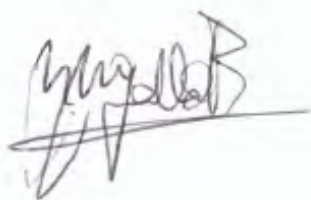
\*AFAP significa Administradora de Fondo de Ahorro Previsional.

## Análisis del sector

Con 160 proveedores aproximadamente, Gralado explota en régimen de concesión de obra pública la terminal de ómnibus de Montevideo, que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros, y 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 registró aproximadamente un total de 11,7 millones de pasajeros durante el



ejercicio y unos 413.000 "toques" de ómnibus en el mismo período. Gralado tiene la exclusividad de este servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibió aproximadamente 23,0 millones de visitantes en el ejercicio, de los cuales aproximadamente 18,0 millones fueron al Shopping. En términos de venta por m2 se ubica entre los primeros Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.000 /m2. El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

Asimismo, a fines de 2013 se inauguró el Nuevocentro Shopping, un centro comercial ubicado a tres kilómetros de distancia de Tres Cruces que compite en parte de una zona geográfica. Los locales habilitados para su arrendamiento se encuentran ocupados en su totalidad. Los otros centros comerciales de similares características, como Montevideo Shopping y Punta Carretas Shopping, apuntan a otro "target" de población y no compiten directamente con Tres Cruces. Actualmente, Punta Carretas Shopping se encuentra realizando su octava ampliación, la cual incluye la construcción de un hotel. La inversión asciende a USD 65 millones y se construirán aproximadamente 11.500 m2. Las primeras áreas comerciales se inaugurarán en marzo de 2017 e incluirán 25 locales.

Respecto al gobierno de Uruguay, vale mencionar que el 22 de Junio de 2016, Moody's cambió la perspectiva de los bonos en moneda local y extranjera del gobierno de Uruguay a negativa desde estable. Esto ocurrió debido a que Moody's considera que las debilidades macroeconómicas y la rigidez en los gastos estructurales van a dificultar la aplicación de las recientes políticas fiscales anunciadas tendientes a reducir el déficit en un valor equivalente al 1% de PBI, y a que, por otro lado, aún persiste el riesgo proveniente de las malas condiciones económicas en los países de la región, específicamente Brasil, lo cual continuará debilitando la economía local.

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 3,2% y en el 2015 al 1,0%. Para el 2016 y 2017 Moody's estima que el crecimiento del PBI se va ubicar en torno al 0,5% y 1,9% respectivamente.

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	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
PBI per cápita (miles USD)	14,24	15,20	16,96	16,81	15,64	15,19	16,44
PIB real (crecimiento %)	5,2	3,5	4,6	3,2	1,0	0,5	1,9
Inflación (IPC variación %)	8,6	7,5	8,5	8,3	9,4	10,0	9,5
Déficit/PBI	-0,6	-2,0	-1,5	-2,3	-2,8	-2,8	-2,5
Deuda/PBI	39,6	38,5	38,6	39,3	47,2	49,8	47,5
Balance Cuenta Corriente/PBI	-2,7	-5,1	-5,0	-4,6	-3,6	-1,8	-2,6
Deuda Externa/PBI	39,4	44,8	48,1	51,4	58,7	47,0	43,0
Inversión Extranjera Directa/PBI	5,2	5,0	5,3	3,8	3,0	3,9	3,9

Fuente: Moody's.

## Capacidad de generación de ganancias

### Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2016 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 421 millones (USD 14,4 millones), lo que representa un incremento de 10,0% respecto al ejercicio anterior medido en pesos uruguayos, pero un caída de 9,4% medido en USD. De estos ingresos, aproximadamente el 38,6% 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 60,8% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos en los centros comerciales, en línea con la distribución de ingresos del período anterior. Cabe resaltar que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto negativo, aunque menor que en el ejercicio 2015, 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 61,6% de 62,7%, mientras que el margen operativo se redujo a 44,4% desde 45,7%. Esto último se debió principalmente a que el margen bruto fue menor debido a mayores costos de ventas en relación a estas últimas, mientras que la proporción de gastos generales y administrativos en comparación con las ventas se redujo aunque esto fue compensado por mayores amortizaciones y depreciaciones.

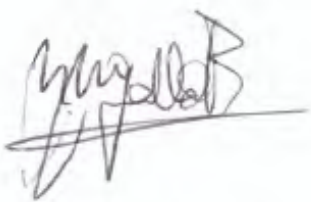
Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses registraron una leve mejora, con el ratio EBIT sobre intereses ubicándose en 11,5 desde 11,1 veces en 2015, lo cual se considera un nivel muy adecuado. Se observa un leve incremento en el nivel de los costos financieros de la compañía como consecuencia del mayor endeudamiento en el ejercicio considerado, pero gracias a la mejora en los resultados operativos de la compañía la cobertura de intereses continuó siendo adecuada.

### Análisis de Deuda y Liquidez

En el período de doce meses al 30 de abril de 2016, se puede observar que la relación deuda a EBITDA fue de 1,5 veces, valor similar al 1,6 registrado en el ejercicio 2015. La toma de deuda se incrementó, aunque el margen EBITDA creció en mayor proporción. El ratio de deuda sobre Capitalización se deterioró, subiendo a 37,7% desde 34,2%. Los ratios de endeudamiento se consideran adecuados.

Por otro lado, al 30 de abril de 2016 la compañía muestra niveles de caja e inversiones de corto plazo en UYU 25 millones, los cuales representan apenas un 29,8% de su deuda de corto plazo. La deuda de corto plazo alcanzaba los UYU 83 millones y representaba aproximadamente el 20,6% de la deuda total (UYU 403 millones). Si bien los indicadores de liquidez de la compañía muestran valores algo ajustados y se han deteriorado respecto al ejercicio anterior, 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, pago de impuesto a la renta e inversiones en bienes de uso (CAPEX), quedando por tanto fondos remanentes disponibles para el pago de dividendos. En el presente ejercicio, el flujo de caja de las operaciones (CFO, por sus siglas en inglés) se ubicó en UYU 137 millones y fue levemente superior al del ejercicio anterior gracias a mayores flujos de fondos de las operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) y menores necesidades de capital de trabajo y pago de impuesto a la renta en conjunto. Por su parte, el pago de dividendos y el CAPEX han sido mayores al del ejercicio anterior, lo que ha arrojado un flujo libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) negativo en UYU 19 millones.



Para financiar la ampliación del complejo comercial, en octubre de 2010 se obtuvo un financiamiento con el Banco Itaú y el Scotiabank (Ex Nuevo Banco Comercial) por USD 10,7 millones. Con fecha 24 de julio de 2014, la compañía re perfiló dicha deuda, la cual pasó a pagarse en 71 cuotas variables mensuales y consecutivas. Asimismo, se modificó la tasa en UI que pasó 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 2016, el 54,8% 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. El 42,3% está nominado en UI (Unidades Indexadas) y el restante 2,9% en pesos uruguayos.

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 2015 en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.218 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, el cual alcanzó los UYU 930 millones (-14,5% en comparación con 2014), mientras que las operaciones en el mercado primario alcanzaron los UYU 289 millones (+896,6% en comparación con 2014). Los títulos públicos representaron la mayor parte de las transacciones del mercado (84,0%) mientras que el resto fue operado por títulos privados y extranjeros. Las acciones siguen teniendo, sin embargo, muy baja participación en los volúmenes negociados totales (aunque mayor al registrado en el año 2012), y representaron solo un 0,51% del volumen total del mercado secundario y un 6,56% del total de operaciones del mercado.

Por su parte, en los primeros 7 meses del 2016 las operaciones de la Bolsa de Valores de Montevideo mostraron un incremento en comparación con igual período de 2015, gracias a que esta ejerció de operador primario en las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria del Banco Central de Uruguay.

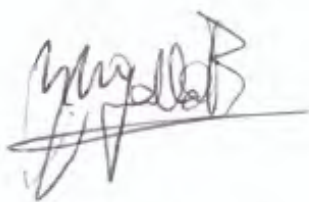
Durante el año 2015 y primer semestre del 2016 se transaron acciones de Gralado por un monto efectivo de USD 2,87 millones. La cotización de la acción en 2015 y los primeros 6 meses del 2016 osciló entre USD 6,80 y 5,70 por acción, mientras que el valor al 1/8/2016 era de USD 5,70 por acción.

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 Gralado 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.

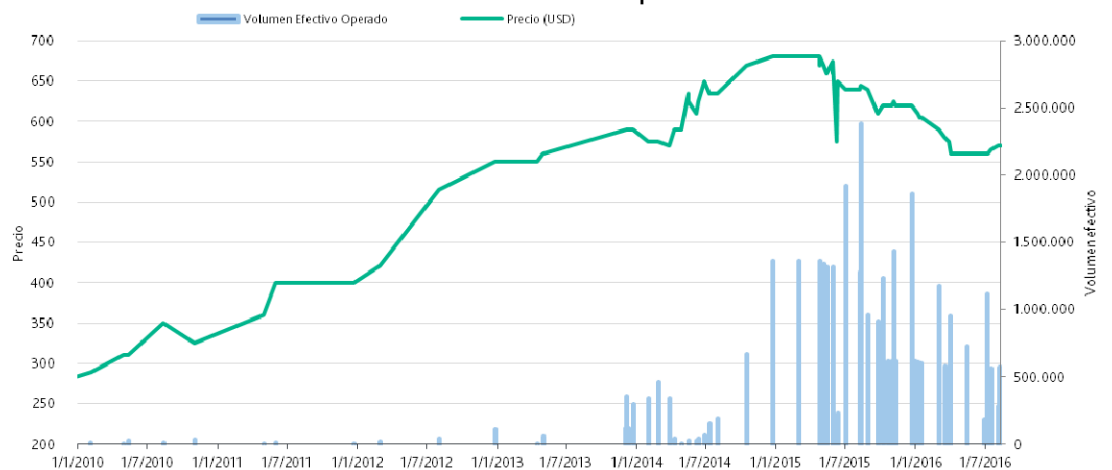
En la última Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 11 de agosto de 2016, el Directorio le propuso a la asamblea la distribución de USD 2,2 millones pagaderos el 10 de septiembre (50%) y el 9 de noviembre (50%), lo cual fue aprobado por unanimidad.

Previamente, con fecha 15 de junio de 2016, el Directorio resolvió distribuir dividendos por USD 1,2 millones equivalentes a UYU 36,90 millones, que se imputarán al resultado del ejercicio que finalizara el 30 de abril de 2017. A su vez, con fecha 9 de marzo de 2016, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,2 millones, equivalentes a UYU 38,64 millones, imputados al ejercicio finalizado el 30 de abril de 2016.

Con fecha 20 de agosto de 2015, la Asamblea General Ordinaria resolvió distribuir dividendos por USD 2,4 millones, equivalentes a UYU 68,45 millones, pagados USD 1,2 millones el 10 de septiembre de 2015 y los restantes USD 1,2 millones el 18 de noviembre de 2015.

Con fecha 11 de junio de 2015 el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones, imputados al ejercicio finalizado el 30 de abril de 2016, y con fecha 10 de marzo de 2015, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones equivalentes a UYU 32,64 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

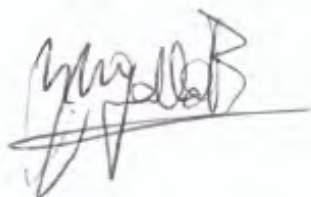
## Conclusión de los Aspectos Complementarios

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 26 de Agosto de 2016 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.

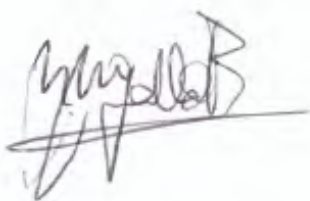
**Categoría 3.uy:** Corresponde a títulos accionarios que presentan alguna de las siguientes situaciones: i) Buena capacidad de generación de ganancias y liquidez baja; ii) Regular capacidad de generación de ganancias y liquidez media; iii) Baja capacidad de generación de ganancias y liquidez alta.



## Indicadores Operativos y Financieros\*

Rentabilidad	2012	2013	2014	2015	2016
Margen Operativo %	32,5%	58,6%	44,6%	45,7%	44,4%
Margen EBITDA %	50,7%	68,6%	64,7%	62,7%	61,6%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	17,1%	41,3%	24,9%	24,5%	25,8%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	9,1%	20,6%	13,1%	13,4%	14,2%
<b>Cobertura</b>					
EBIT / Intereses	143,9x	22,6x	9,5x	11,1x	11,5x
EBITDA / Intereses	212,9x	26,1x	12,9x	14,9x	15,4x
(FFO + Intereses) / Intereses	201,2x	26,2x	10,1x	12,6x	12,3x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	-196,6x	-4,0x	12,5x	13,7x	14,6x
<b>Endeudamiento</b>					
Deuda / EBITDA	1,2x	1,1x	1,6x	1,6x	1,5x
Deuda / Capitalización	18,8%	30,7%	32,4%	34,2%	37,7%
FFO / Deuda	77,2%	91,7%	43,7%	49,6%	47,2%
CFO / Deuda	164,4%	59,9%	26,8%	34,4%	34,0%
FCF / Deuda	-61,8%	-73,6%	-1,8%	-3,7%	-4,7%
<b>Liquidez</b>					
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	61,4%	58,2%	89,2%	120,6%	107,2%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	240,6%	11,2%	33,4%	34,5%	29,8%

\*Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.





### Información contable complementaria (Resumida)\*

En millones de URU	2014	2015	2016
<b>Estado De Resultados</b>			
Ingresos por Ventas	350	383	421
EBITDA	227	240	260
EBIT	168	180	194
Intereses	18	16	17
Resultado Neto	110	118	105
<b>Flujo De Caja</b>			
Fondos de las Operaciones (FFO)	161	188	190
Dividendos	97	125	142
Flujo de Fondos Retenido (RCF)	63	63	48
CAPEX	8	19	14
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-6	-14	-19
<b>Estado de situación patrimonial</b>			
Caja e Inversiones	25	21	25
Activos Corrientes	104	105	114
Bienes de Uso	1.070	1.024	972
Intangibles	0	5	5
Total Activos	1.175	1.133	1.091
Deuda Corto Plazo	76	61	83
Deuda Largo Plazo	291	317	319
Total Deuda**	368	379	403
Total Pasivo	539	504	499
Patrimonio Neto	636	630	592

\*Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.

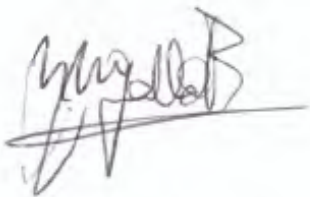
## Definiciones

- » **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 2007-2016
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Galado 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](http://www.bvm.com.uy)
- » Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de títulos emitidos por empresas. 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: 191663

**Autor**  
**Martina Gallardo Barreyro**

**Asociado senior de Producción**  
**Sarah Warburton**

© 2016 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 VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes los permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecucional o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc. agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com) bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios"

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 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 MJKK. 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 se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de leyes de EE.UU. MJKK 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 FSA Comisionado (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, 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 asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

