

## INFORME DE REVISION

## GRALADO S.A.

Acciones

## Tabla de Contenidos:

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

## Analista Principal

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

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

## Sitios Web

www.moodys.com.ar  
www.moodys.comCalificaciones 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.

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 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 de 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.

El 15 de marzo de 2018, la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó un proyecto de ampliación del shopping, cuya inversión estimada asciende a USD 16,3 millones y contempla agregar 6.300 m<sup>2</sup> en áreas comerciales y 4.600 m<sup>2</sup> de estacionamientos. En línea con ello, el 31 de mayo de 2018 se firmó una modificación al Contrato de Concesión con el Ministerio de Transportes y Obras Públicas (MTO) en el cual se autoriza la nueva ampliación del Centro Comercial y de los estacionamientos, incluyendo también una reducción de 15,1% en el valor del toque desde el momento de la inauguración de dicha ampliación.



El Directorio está compuesto de la siguiente manera:

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

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. El Síndico de la sociedad es el Ingeniero Miguel Peirano y la auditoría está a cargo de KPMG.

Por otro lado, el capital social está formado por 12.816.000 acciones ordinarias al portador, cada cual de valor nominal uno que da derecho a un voto. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea del 16 de agosto de 2018, los 10 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 44,76% del capital social.

Accionista*	Tenencia
Republica AFAP	9,91%
Unión Capital AFAP	7,26%
Angel Uriaburu	4,69%
Integracion AFAP	4,32%
Turil S.A.	4,08%
Thomas Kossmann	3,66%
Pablo Lecueder	3,00%
Victor Paultier	2,97%
Carolina Lecueder	2,53%
Conrado Dartayete	2,34%

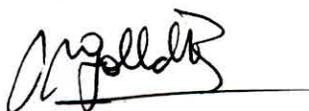
\*AFAP significa Administradora de Fondo de Ahorro Previsional.

## Análisis del sector

Con cerca de 200 proveedores, 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 ofrece en alquiler 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 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 11,1 millones de pasajeros durante el



ejercicio y 387.007 "toques" de ómnibus en el mismo período. Gralado tiene la exclusividad de este servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibió aproximadamente 23 millones de visitantes en el ejercicio, de los cuales aproximadamente 18 millones fueron al Shopping. En términos de venta por metro cuadrado se ubica entre los primeros Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.050 / m<sup>2</sup>. El plazo del usufructo se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

En cuanto a la competencia, 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 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. Costa Urbana y Portones Shopping también forman parte de los seis centros comerciales ubicados en Montevideo y zona metropolitana.

Por otro lado, algunos de los centros comerciales realizaron ampliaciones, se encuentran realizándolas o lo proyectan para el corto plazo, con el fin de adecuarse a las necesidades del público. Recientemente, con una inversión de alrededor de USD 3 millones, Portones Shopping inauguró 3.002 m<sup>2</sup> de espacio comercial. Además, con una inversión de alrededor de USD 25 millones, Nuevocentro Shopping espera añadir al cierre de 2019 cerca de 12.000 m<sup>2</sup> que incluyen 400 nuevos lugares de estacionamiento, rampas para mejorar la circulación de vehículos y locales comerciales.

Asimismo, en el año 2017 Punta Carretas Shopping continuó realizando obras que incluyeron la construcción del hotel Aloft Marriott y un nuevo supermercado Disco. Además, se inauguró otra ampliación que comunica el shopping con el supermercado Disco y la remodelación del paseo de servicios.

La economía de Uruguay ha reportado un fuerte ritmo de crecimiento durante la última década, registrando incrementos del PBI superiores al 5,5%, pero ya en 2014, 2015 y 2016 dicho crecimiento se redujo a 3,2%, 0,4% y 1,5%, respectivamente, en sintonía con las la desaceleración de las demás economías latinoamericanas. En el año 2018 el PBI registró un incremento de 1,6% y Moody's estima un crecimiento para 2019 y 2020 en torno a 1,3% y 1,8%, respectivamente.

La evolución 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	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
PBI per cápita (miles USD)	16,57	15,37	15,14	17,04	17,0	16,97	17,29
PBI real (crecimiento %)	3,2	0,4	1,7	2,6	1,6	1,3	1,8
Inflación (IPC variación %)	8,3	9,4	8,3	9,4	8,1	6,6	7,9
Déficit/PBI	-2,3	-2,8	-3,7	-3,0	-3,4	-3,3	-3,2
Deuda/PBI	40,9	48,4	48	48,3	52	52,4	52,9
Balance Cuenta Corriente/PBI	-3,2	-0,9	0,6	0,8	-1,2	-1,6	-1
Deuda Externa/PBI	72	82,1	75,9	69,1	71,4	72,4	60,9
Inversión Extranjera Directa Neta/PBI	4,4	1,6	-2,1	-3,7	-0,2	0,5	-0,2

Fuente: Moody's Investors Service

## Capacidad de generación de ganancias

### Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2019 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 499 millones (USD 15,5 millones), lo que representa un incremento de 4% medido en pesos uruguayos y una caída del 7,6% medido en dólares respecto al ejercicio anterior. 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 61,4% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos en los centros comerciales, en línea con la distribución de ingresos del período anterior. Cabe resaltar que mientras que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto negativo menor al del ejercicio anterior, el negocio del Centro Comercial, el cual genera el grueso de los flujos de fondos de la compañía, también vio su resultado neto incrementarse un 7,1%. Por su parte, el EBITDA del ejercicio, ajustado por Moody's, creció un 2% hasta UYU 306,1 millones.

En el último ejercicio analizado los indicadores de rentabilidad de la compañía se mantuvieron relativamente estables respecto del ejercicio anterior. El margen EBITDA ajustado registró un leve deterioro, pasando a 61,4% desde 62,6%, mientras que el margen operativo ajustado se ubicó en 46,8% desde 47,5%, un año atrás.

Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses también se mantuvieron relativamente estables. El ratio ajustado por Moody's de EBIT sobre intereses se ubicó en 12,6 veces, levemente inferior a las 13,5 veces del ejercicio anterior, valores que se encuentran en un nivel muy adecuado para la categoría de calificación de la compañía.

### Análisis de Deuda y Liquidez

En el ejercicio finalizado el 30 de abril de 2019 se puede observar un aumento del apalancamiento de la compañía. Por un lado reflejado por un ratio de deuda a EBITDA ajustado de 1,5 veces, en comparación a las 0,9 veces registradas en el ejercicio 2018. El incremento del endeudamiento, de UYU 282 millones a UYU 467 millones, está vinculado principalmente al financiamiento de la ampliación en curso. El ratio de deuda sobre Capitalización ajustado también refleja la elevación del apalancamiento, pasando a 41,4% desde 29,8%. Pese a este incremento, los ratios de endeudamiento se consideran adecuados para su nivel de calificación.

El 21 de marzo de 2019 la compañía firmó dos vales con Scotiabank por UYU 14 millones cada uno, cuyos vencimientos ocurrieron el 30 de abril y el 31 de mayo de 2019. El 13 de marzo de 2018, se habían firmado dos vales con Scotiabank por UYU 12 millones cada uno, cuyos vencimientos ocurrieron el 25 de abril y mayo de 2018.

Además, con el único fin de financiar las obras de ampliación aprobadas, la Asamblea resolvió autorizar al Directorio para que incurra en un endeudamiento máximo de USD 9 millones, el cual será financiado 50% en USD y 50% en UI (Unidades Indexadas). El 20 de julio de 2018, la empresa obtuvo dicha línea de crédito con el Banco Itaú por USD 9 millones.

Por otro lado, vale mencionar que el 28 de enero de 2014 se refinanció la totalidad de la deuda contraída con el Banco República en relación a la línea de crédito tomada por USD 10 millones. Dicha refinanciación ascendió a USD 2,7 millones y UI 29,3 millones a ser pagada en 98 cuotas mensuales con el siguiente cronograma: (i) 20% del capital pagadero en los primeros 36 meses, (ii) 40% del capital pagadero en los 36 meses subsiguientes y (iii) 40% del capital pagadero en los siguientes 26 meses, siempre adicionando los intereses correspondientes.

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 reperfiló 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%. Finalmente, con fecha 30 de marzo de 2017, se refinanció la totalidad de la deuda mantenida con los bancos Itaú y Scotiabank por USD 1,5 millones y UI 9,8 millones pagadera en 87 cuotas mensuales y consecutivas de USD 18.064 y pagadera en 75 cuotas mensuales y consecutivas de UI 130.775, respectivamente, a una tasa de 3,5% más Libor para la deuda en dólares y 7,2% para la deuda en UI.

Con la obtención de los préstamos en dólares americanos se incrementó el riesgo de moneda, ya que la compañía mantiene el 60,7% de la deuda financiera en dólares estadounidenses, el 36,3% en UI y el 3% restante en pesos uruguayos al 30 de abril de 2019.

Por otro lado, al cierre del ejercicio, la posición de caja e inversiones de corto plazo alcanzaban los UYU 46 millones, los cuales representan el 12,2% de su deuda financiera de corto plazo de UYU 106 millones y representaba aproximadamente el 3,9% de la deuda financiera total. Si bien los indicadores de liquidez de Gralado son débiles, y muestran cierto deterioro respecto al ejercicio anterior, la compañía dispone de líneas de crédito con los bancos Itaú, Scotiabank y Santander que le permitirán hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

Además, Gralado muestra una generación interna de fondos positiva que cubre 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 ejercicio 2019, el flujo de caja de las operaciones ajustado (CFO, por sus siglas en inglés) fue mayor al del ejercicio anterior, ubicándose en UYU 243 millones, debido a mayores flujos de fondos de las operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) y a un menor nivel de uso de fondos para capital de trabajo. Sin embargo, el pago de dividendos y los gastos del capital han sido mayores a los registrados en el ejercicio anterior por lo que el flujo libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) fue negativo en UYU 118 millones.

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 Galado. La acción comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo en 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 2018 y primer semestre del 2019 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 2,8 millones. La cotización de la acción en dichos periodos osciló entre USD 6,15 y USD 5,50 por acción, alcanzando su máximo en abril de 2018.

El precio de la acción de Galado se mantuvo estable en 2018 un precio entorno a los USD 6,10, mientras que en lo que va del año a julio 2019, la acción registró una baja del 7%, ubicándose en USD 5,70. Por otro lado, al 30 de julio de 2019 el valor libros de la acción era de USD 1,47, siendo la relación cotización/valor libros de 388.1%.

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 los antecedentes de los pagos realizados, se puede decir que Galado ha realizado distribuciones de dividendos sobre la base de flujos de caja excedentes.

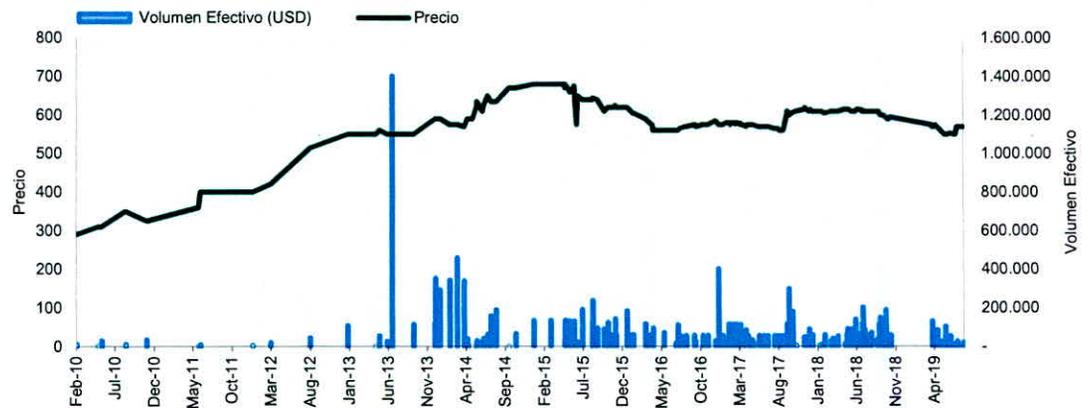
Luego de la cancelación total de la Serie D de Obligaciones Negociables, Galado no tiene restricciones contractuales para realizar pagos de dividendos.

Con fecha 4 de junio de 2019, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por UYU 10,2 millones pagaderos a partir del 10 de junio de 2019. Con fecha 12 de marzo de 2019, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por UYU 10,2 millones.

El 16 de agosto de 2018 la Asamblea de Accionistas resolvió distribuir dividendos por UI 20,4 millones en partes iguales los días 10 de septiembre de 2018 y 14 de noviembre de 2018. El 5 de junio de 2018, el Directorio había resuelto distribuir dividendos en forma anticipada por un total de UYU 39,5 millones, los cuales fueron puestos a disposición a partir del 12 de junio de 2018.



### Evolución de la cotización de las acciones de Gralado



Fuente: 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 28 de Agosto de 2019 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\*

	2016	2017	2018	2019
<b>RENTABILIDAD</b>				
Margen Operativo %	44.4%	47.7%	47.5%	46.8%
Margen EBITDA %	61.6%	63.7%	62.6%	61.4%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	25.8%	26.8%	28.1%	33.4%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	14.2%	15.2%	17.4%	14.3%
<b>COBERTURA</b>				
EBIT / Intereses	11.5x	13.8x	13.5x	12.6x
EBITDA / Intereses	15.4x	18.0x	17.2x	16.0x
(FFO + Intereses) / Intereses	9.3x	14.7x	12.0x	13.3x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	14.6x	17.3x	16.5x	5.6x
<b>ENDEUDAMIENTO (**)</b>				
Deuda / EBITDA	1.5x	1.1x	0.9x	1.5x
Deuda / Capitalización	36.3%	31.6%	29.8%	41.4%
FFO / Deuda	36.7%	70.3%	67.8%	50.4%
CFO / Deuda	36.0%	69.7%	66.1%	52.0%
FCF / Deuda	-5.0%	22.0%	7.1%	-25.4%
<b>LIQUIDEZ</b>				
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	107.2%	107.6%	105.0%	55.0%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	41.0%	69.2%	22.2%	48.8%

\* Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril. Los valores reflejados son ajustados por Moody's. Los resultados de la compañía fueron ajustados quitando el efecto de las variaciones del tipo de cambio.



## Información contable complementaria (Resumida)\*

<i>En millones de UYU</i>	2016	2017	2018	2019
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Ingresos por Ventas	421	450	479	499
Resultado Bruto	288	320	330	347
EBITDA	260	287	300	306
EBIT	194	219	236	241
Intereses	17	16	17	19
Resultado Neto	105	175	167	179
<b>FLUJO DE CAJA</b>				
Fondos de las Operaciones (FFO)	139	219	191	235
Dividendos	137	137	153	162
Flujo de Fondos Retenidos (RCF)	2	82	38	73
CAPEX	(14)	(12)	(13)	(199)
Flujo de Fondos Libres (FCF)	(14)	69	20	(118)
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>				
Caja e Inversiones	25	36	15	46
Activos Corrientes	114	135	127	259
Bienes de Uso	722	690	663	867
Intangibles	255	231	206	175
Total Activos	1,091	1,059	1,000	1,336
<hr/>				
Deuda Corto Plazo	60	52	67	106
Deuda Largo Plazo	319	259	215	360
Total Deuda	380	311	282	467
Total Pasivo	499	429	355	678
<hr/>				
Patrimonio Neto	592	630	644	659

\* Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril. Los valores reflejados son ajustados por Moody's. Los resultados de la compañía fueron ajustados quitando el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

### 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 los ejercicios 2015-2019
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Galado S.A.
- » 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.

Reporte Número: 204282

Autor  
Martina Gallardo Barreyro

Asociado de Producción  
Shankar S

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO 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. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 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](http://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.

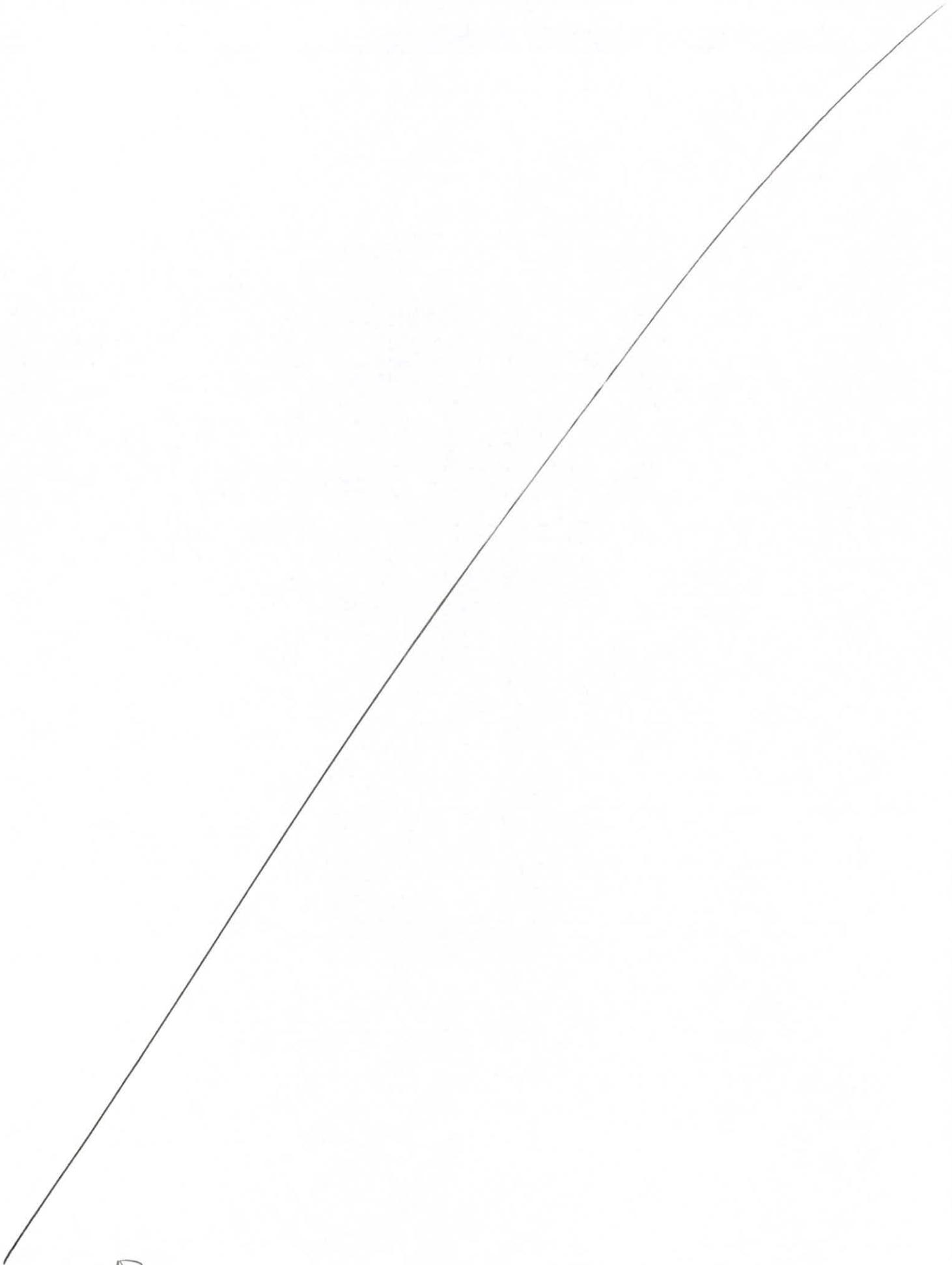
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación 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 será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las 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 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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación 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.



**MOODY'S**  
INVESTORS SERVICE



*Angelita*