

## INFORME DE REVISION

# GRALADO S.A.

Acciones

### Tabla de Contenidos:

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
DESCRIPCIÓN DEL EMISO	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	10
INFORMACIÓN UTILIZADA	10

### Analista Principal

BUENOS AIRES +54 11 5129.2600

Martina Gallardo +54.11.5129.2610  
Barreyro

Assistant Vice President - Analyst  
martina.gallardo@moodys.com

### Sítios Web

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

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

Instrumento	Calificación
ACCIONES GRALADO S.A.	Categoría 3.uy

<sup>1</sup> 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

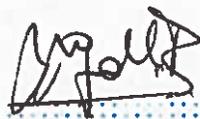
### Descripción del Emisor

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. Muxl  
 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 Paullier	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, Galado 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 11,5 millones de pasajeros durante el

ejercicio y unos 401.859 "toques" de ómnibus en el mismo período. Galado tiene la exclusividad de este servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibió aproximadamente 23,4 millones de visitantes en el ejercicio, de los cuales aproximadamente 18,3 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 1.100 / m<sup>2</sup>. El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

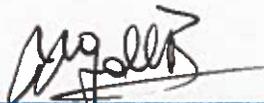
En cuanto a la competencia, a fines de 2013 se inauguró el Nuevocentro Shopping, un centro comercial ubicado a tres kilómetros de distancia de Tres Cruces que compite en parte de una zona geográfica. Los otros centros comerciales de similares características, como Montevideo Shopping y Punta Carretas 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 continuo realizando obras, que incluyeron la construcción del hotel Aloft Marriott y un nuevo supermercado Disco. Además, se espera otra ampliación que comunicará 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 un 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 2017 el PBI registró un incremento de 2,7% y Moody's estima un crecimiento para 2018 y 2019 en torno a 3,3% y 3,0%, 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 Galado, que en general acompañan la evolución de la economía. El riesgo promedio del sector es considerado medio.



Uruguay	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
PBI per cápita (miles USD)	16,72	16,57	15,37	15,14	16,94	18,39	19,32
PBI real (crecimiento %)	4,6	3,2	0,4	1,7	2,7	3,3	3
Inflación (IPC variación %)	8,5	8,3	9,4	8,1	6,6	7,1	6,9
Déficit/PBI	-1,5	-2,3	-2,8	-3,7	-3,0	-2,9	-2,8
Deuda/PBI	38,9	39,7	47,7	47,1	47,8	46,7	46
Balance Cuenta Corriente/PBI	-3,4	-3,1	-0,8	0,8	1,6	0,8	0,1
Deuda Externa/PBI	65,6	71,3	81,3	75,6	65,4	63,8	62,3
Inversión Extranjera Directa Neta/PBI	4,8	4,4	1,6	-1,6	-0,4	0,5	1,5

Fuente: Moody's Investors Service

## Capacidad de generación de ganancias

### Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2018 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 479 millones (USD 16,7 millones), lo que representa un incremento de 6,4% medido en pesos uruguayos y de 7,7% medido en dólares respecto al ejercicio anterior. De estos ingresos, aproximadamente el 38,3% 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 62,7% 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 mayor 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 caer un 3,2%. Por su parte, el EBITDA del ejercicio, ajustado por Moody's, creció un 4,6% hasta UYU 300,1 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 62,6% desde 63,7%, mientras que el margen operativo ajustado se ubicó en 47,5%, desde 47,7% un año atrás.

Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses también se mantuvieron relativamente estables. El ratio ajustado de EBIT sobre intereses se ubicó en 13,5 veces, levemente inferior a las 13,8 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 2018 se puede observar una disminución en el apalancamiento de la compañía, reflejado por un ratio de deuda a EBITDA ajustado de 0,9 veces, en comparación a las 1,1 veces registradas en el ejercicio 2017. Esto ocurrió ya que la posición de deuda registrada al cierre del ejercicio 2018 fue un 9,3% menor a la registrada al 30 de abril de 2017, y el EBITDA registró un crecimiento en comparación con el ejercicio fiscal anterior. El ratio de deuda sobre Capitalización ajustado también refleja el desapalancamiento, pasando a 29,8% desde 31,6%. Los ratios de endeudamiento se consideran adecuados.

El 13 de marzo de 2018, se firmaron 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).

Por otro lado, 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, aunque no de manera significativa, ya que la compañía mantiene el 48,4% de la deuda financiera en dólares estadounidenses, el 47,2% en UI y el 4,4% restante en pesos uruguayos al 30 de abril de 2018.

Por otro lado, al cierre del ejercicio 2018, la posición de caja e inversiones de corto plazo alcanzaban los UYU 15 millones, los cuales representan el 22,2% de su deuda financiera de corto plazo de UYU 67 millones y representaba aproximadamente el 23,6% 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 2018, el flujo de caja de las operaciones ajustado (CFO, por sus siglas en inglés) fue menor al del ejercicio anterior, ubicándose en UYU 186 millones, debido a menores flujos de fondos de las operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) y a un mayor nivel de uso de fondos para capital de trabajo. Por su parte, a pesar de que el pago de dividendos y los gastos del capital han sido mayores a los registrados en el ejercicio anterior, el flujo libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) fue positivo y ascendió a UYU 20 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 Gralado. 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 2017 y primer semestre del 2018 se transaron acciones de Gralado por un monto efectivo de USD 4,5 millones. La cotización de la acción en dichos períodos osciló entre USD 6,20 y USD 5,60 por acción, alcanzando su máximo en noviembre de 2017. La acción operó el 16,2% de los días hábiles durante los últimos doce meses al 30 de julio de 2018

El precio de la acción de Gralado registró una suba de 6,1% en el 2017, mientras que para lo que va del 2018 al 30 de julio se mantiene estable, con un precio de USD 6,10. Por otro lado, al 30 de abril de 2018, el valor libros de la acción era de USD 22,64, siendo la relación cotización/valor libros de 345,4%.

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, Gralado no tiene restricciones contractuales para realizar pagos de dividendos.

Con fecha 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.

Con fecha 5 de junio de 2018, el Directorio resolvió 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.



*Gralado*

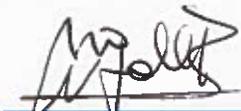
## Conclusión de los Aspectos Complementarios

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 24 de Agosto de 2018 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	2015	2016	2017	2018
Margen Operativo %	45,7%	44,4%	47,7%	47,5%
Margen EBITDA %	62,7%	61,6%	63,7%	62,6%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	24,5%	25,8%	26,8%	28,1%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	13,4%	14,2%	15,2%	17,4%
<b>COBERTURA</b>				
EBIT / Intereses	11,1x	11,5x	13,8x	13,5x
EBITDA / Intereses	14,9x	15,4x	18,0x	17,2x
(FFO + Intereses) / Intereses	10,3x	9,3x	14,7x	12,0x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	13,7x	14,6x	17,3x	16,5x
<b>ENDEUDAMIENTO (**)</b>				
Deuda / EBITDA	1,5x	1,5x	1,1x	0,9x
Deuda / Capitalización	32,9%	36,3%	31,6%	29,8%
FFO / Deuda	42,2%	36,7%	70,3%	67,7%
CFO / Deuda	36,5%	36,0%	69,7%	66,1%
FCF / Deuda	-3,9%	-5,0%	22,0%	7,1%
<b>LIQUIDEZ</b>				
Líquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	120,6%	107,2%	107,6%	105,3%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	53,3%	41,0%	69,2%	22,2%

\* 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)\*

En millones de UYU

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ingresos por Ventas	421	450	479
Resultado Bruto	288	320	330
EBITDA	260	287	300
EBIT	194	219	236
Intereses	17	16	17
Resultado Neto	105	175	167
<b>FLUJO DE CAJA</b>			
Fondos de las Operaciones (FFO)	139	219	191
Dividendos	142	137	153
Flujo de Fondos Retenidos (RCF)	(3)	82	38
CAPEX	(14)	(12)	(13)
Flujo de Fondos Libres (FCF)	(19)	69	20
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>			
Caja e Inversiones	25	36	15
Activos Corrientes	114	135	128
Bienes de Uso	722	690	663
Intangibles	255	231	206
Total Activos	1,091	1,059	1,000
Deuda Corto Plazo	60	52	67
Deuda Largo Plazo	319	259	215
Total Deuda	380	311	282
Total Pasivo	499	429	355
Patrimonio Neto	592	630	644

\* 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 periodo 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 periodo determinado más periodo 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 2015-2018
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Gralado 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: 200480

**Autor**  
Martina Gallardo Barreyro

**Asociado de Producción**  
Eri Watanabe

© 2018 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

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

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 directos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

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

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO DE DICHS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado" - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas].

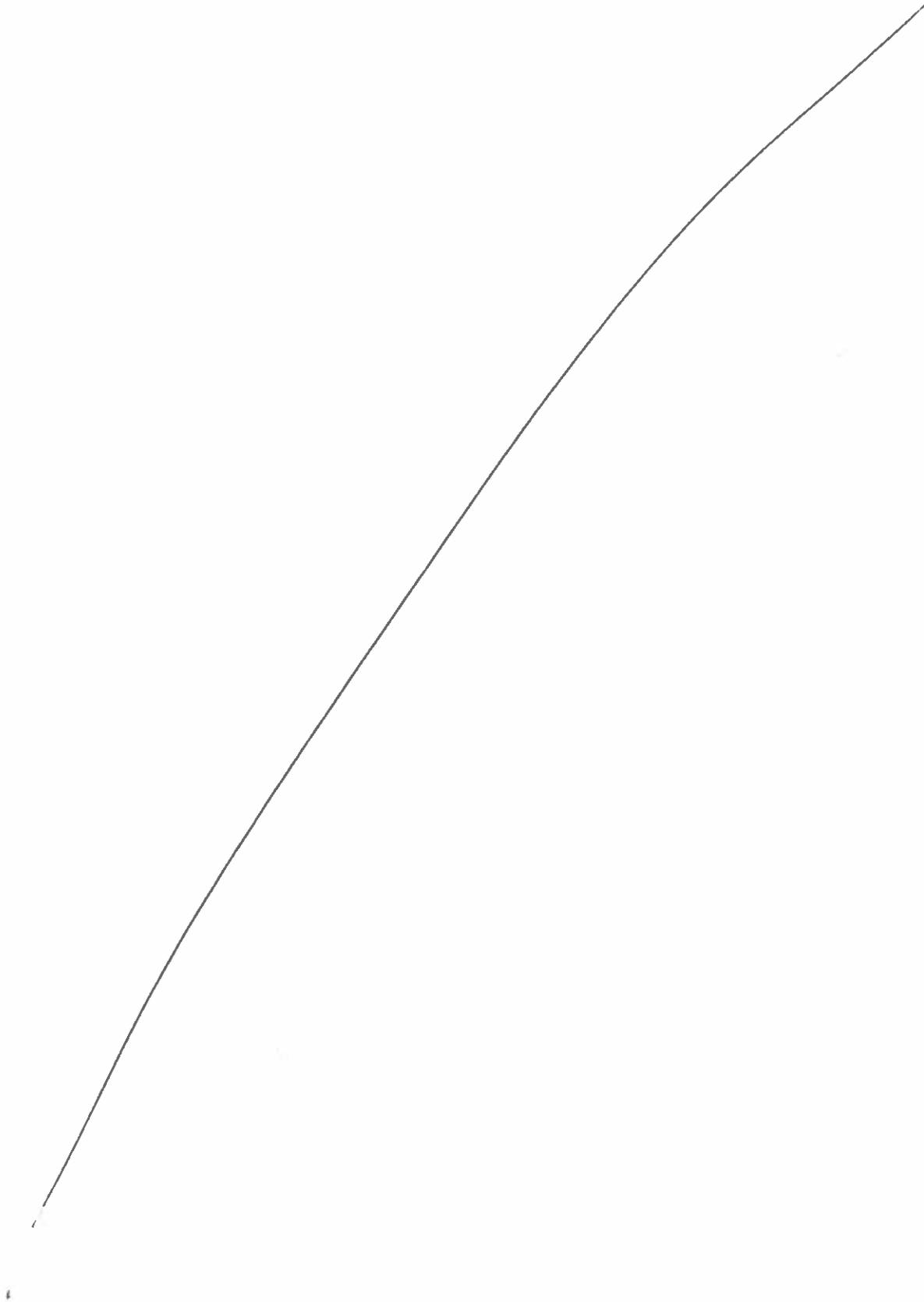
Únicamente aplicable a Australia. La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

**Moody's**  
INVESTORS SERVICE



Graph