

4.3 Informe de calificación de riesgo

17 DE SEPTIEMBRE DE 2014

SECTOR CORPORATIVO



REVISION ANUAL

GRALADO S.A.

Acciones

Tabla de Contenidos

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
DESCRIPCION DEL EMISOR	1
ANALISIS PREVIO	1
PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION	2
CAPACIDAD DE GENERACION DE GANANCIAS	2
ESTRUCTURA FINANCIERA DEL EMISOR	4
ADMINISTRACION Y CONTROL ACCIONARIO - SOCIETARIO	5
LIQUIDEZ DE LA ACCION	7
DICTAMEN	9

Analista:

Verónica Améndola
 VP -Senior Analyst
 +54 11 5129 2610
 veronica.amendola@moodys.com

Calificaciones Asignadas

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

Descripción del Emisor

Gralado explota la concesión de la Terminal de Ómnibus de Montevideo, adyacente a un centro comercial que cuenta con una superficie de 13.324 m² de área arrendable y 170 propuestas comerciales y de servicios.

Gralado es responsable de la operación y gerenciamiento tanto del shopping center como de la terminal.

Análisis Previo

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

- » Estados Contables Anuales Auditados para el período 2007-2014
- » Estados Contables Trimestrales Intermedios, a partir del trimestre Julio-08
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Gralado S.A.
- » Flujos de Fondos Proyectado suministrado por la sociedad
- » Información complementaria suministrada por el emisor
- » Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción

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.



PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION

Para llevar a cabo la calificación, se tomarán en cuenta:

- » Capacidad de generación de ganancias y
- » Característica de liquidez de la acción

La calificación final surgirá de la combinación de los dos factores mencionados

CAPACIDAD DE GENERACION DE GANANCIAS

Sector económico en el que se desempeña el Emisor

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

El sub-sector transporte colectivo terrestre de pasajeros mantiene un nivel de riesgo medio, ya que por las características de concentración poblacional de la ciudad de Montevideo, los flujos de las empresas de transporte que realizan viajes de corta y mediana distancia mantienen una demanda con relativa baja elasticidad. El sector inmobiliario comercial, una vez superada la crisis del año 2002, se ha recuperado fuertemente, sobre todo en las zonas céntricas de Montevideo.

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

El nivel de ingreso de Uruguay se ubica por arriba de la mediana del grupo de referencia Baa. La economía ha reportado un fuerte ritmo de crecimiento durante un período prolongado al registrar el PIB crecimiento anual promedio superior al 4,7% durante el período 2008-2013.

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 Galardo, que en general acompañan la evolución de la economía. El riesgo promedio del sector es considerado medio.

Uruguay	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F
PBI per cápita	9.11	9.04	11.57	13.79	14.77	16.42	16.69
PIB real (crecimiento %)	7.2	2.2	8.9	6.5	3.9	3.4	3.4
Inflación (IPC variación %)	9.2	5.9	6.9	8.6	7.5	8.5	8.8
Déficit/PBI	-1.1	-1.5	-1.2	-0.6	-2	-1.6	-2.5
Deuda/PBI	51.8	46.6	41.3	40.2	39.4	39.8	41.7
Balance Cuenta Corriente/PBI	-5.7	-1.3	-1.9	-2.9	-5.3	-5.6	-3.9
Deuda Externa/PBI	59.0	51.7	47.5	40.7	40.3	42.9	43.4
Inversion Extranjera Directa/PBI	7.0	5.0	6.0	5.4	5.4	5.0	5.3

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

Posición competitiva del emisor dentro de su sector

El 20 de Julio de 1990 el MTOP adjudicó a Gralado S.A. la concesión para la realización del proyecto, construcción, explotación y mantenimiento de la Estación Terminal de Ómnibus de Montevideo para el transporte Nacional e Internacional de pasajeros de corta, media y larga distancia. El plazo de la concesión, a partir de la inauguración (16/11/94), se extiende por 30 años.

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

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibe aproximadamente 23,4 millones de visitantes al año, y en el orden del 50% son pasajeros que arriban o parten de la Terminal. En términos de venta por m² se ubica en primer lugar entre los Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.350 /m². Este valor se ve reducido con respecto al observado el año anterior como consecuencia de la incorporación de una mayor área arrendable a partir de la ampliación en el centro comercial que hace disminuir el valor promedio. El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

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

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

Existencia de proyectos del emisor destinados a mejorar la posición competitiva futura

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.

El 23 de junio de 2010 la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó el proyecto de ampliación del Complejo el cual previó agregar 7.500 metros cuadrados destinados a áreas comerciales, 16.000 metros cuadrados a estacionamientos y 7.700 metros cuadrados a áreas exteriores.

El 23 de diciembre de 2010 se firmó con Stiler S.A. un contrato de construcción por todos los trabajos de las obras de ampliación. El plazo para la ejecución del contrato sería de 15,5 meses a partir del 14 de febrero de 2011.

Con fecha 5 de diciembre de 2012, la compañía presentó la finalización de las obras de ampliación del centro comercial, estacionamiento y terminal, las cuales incorporan 67 nuevos locales y 12 stands a los ya existentes. Asimismo, con la ampliación del estacionamiento, se triplicó su capacidad, sumando 600 plazas techadas. Finalmente, en la terminal de autobuses, se aumentó el área de andenes en un 70% y el número de plataformas, pasando de 32 a 41.

La posición competitiva del emisor se considera adecuada.



ESTRUCTURA FINANCIERA DEL EMISOR

Se procedió al análisis de la estructura financiera de GRALADO S.A., en base a los estados contables anuales auditados hasta el ejercicio finalizado el 30/04/2014.

Cobertura histórica de Gastos Financieros

A partir del ejercicio 2008 hasta el ejercicio 2011 inclusive, el análisis de coberturas no resulta aplicable ya que la compañía no poseía deuda financiera durante dichos períodos.

La cobertura de intereses es adecuada debido al bajo nivel de apalancamiento de la compañía. Si bien se observa un aumento en el nivel de los costos financieros de la compañía, como consecuencia de un aumento en la deuda en el último ejercicio considerado, la cobertura de intereses continúa siendo adecuada gracias a la mejora en los resultados operativos de la compañía.

COBERTURA DE INTERESES	2007	2008 - 2011	2012	2013	2014
EBIT / Intereses	38,4x	N/A	143,9x	22,6x	9,5x
EBITDA / Intereses	50,6x	N/A	212,9x	26,1x	12,9x
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses)	38,2x	N/A	201,2x	26,2x	10,1x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	49,6x	N/A	-196,6x	-4,0x	12,5x

Cobertura de Servicio de la Deuda Proyectada

En Octubre de 2010 se firmó un contrato de financiamiento del 66,5% de la ampliación del complejo por USD 10.7 millones. Asimismo, se obtuvo una línea de crédito con el Banco República de USD 9.8 millones. La compañía luego obtuvo una ampliación de la línea de crédito por USD 1.6 millones. Ambos préstamos fueron reperfilados en 2014.

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 con generación interna de fondos y mantenga relaciones de cobertura adecuadas.

Riesgo Financiero Proyectado

Con la obtención del préstamo en dólares para la ampliación del complejo, se espera que se incremente el riesgo de moneda, aunque no de manera significativa, ya que la compañía resolvió financiar el 52% en USD y el 48% en moneda nacional.

La sociedad ha incrementado en los últimos ejercicios los pagos de dividendos, en línea con una mayor generación de fondos operativa. A menos que la política de dividendos se torne aún más agresiva, Moody's no considera que surjan riesgos financieros significativos en el corto plazo.

Rentabilidad

A continuación se expone la evolución histórica de los principales ratios de rentabilidad de la compañía:

RENTABILIDAD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (Resultado antes de ítems extraordinarios / Patrimonio Promedio)	9,8%	12,0%	14,2%	13,8%	17,1%	41,3%	24,9%
EBITA / Activos Promedio	15,8%	13,0%	14,3%	13,7%	11,6%	28,5%	16,6%
ROA (Resultado antes de ítems extraordinarios / Activos Promedio)	7,5%	8,9%	10,5%	9,2%	9,1%	20,6%	13,1%

Margen Bruto %	76,5%	65,3%	66,8%	46,1%	44,2%	67,7%	53,5%
Margen Operativo %	49,0%	41,0%	40,6%	35,6%	32,5%	58,6%	44,6%
Margen EBIT %	49,8%	42,6%	42,4%	34,1%	34,2%	59,6%	47,8%
Margen EBITDA %	66,8%	59,6%	59,4%	52,3%	50,7%	68,6%	64,7%
Resultado Final / Ventas %	23,9%	29,3%	31,4%	31,8%	37,2%	47,6%	44,8%

En el ejercicio finalizado en abril de 2014, aproximadamente el 38% de los ingresos de la compañía provenían de lo que pagan las empresas por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomiendas y los “toques” en la terminal, mientras que el 62% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos comerciales, continuando con la tendencia de los últimos años en los que se ha incrementado el porcentaje de ingresos provenientes del Centro Comercial contra los provenientes de la Terminal de Ómnibus.

En el último ejercicio analizado, los indicadores de rentabilidad de la compañía reflejan cierto deterioro respecto del ejercicio anterior, aunque permanecen por encima de los registrados en el ejercicio finalizado en abril de 2012. Asimismo, las ventas de la compañía registraron una caída de 26,8% en comparación con el ejercicio anterior. Cabe mencionar que esta caída se debe a que en el ejercicio 2013 se incluyeron ingresos por derechos de admisión por la ampliación del complejo, los cuales no vuelven a reproducirse en 2014. Los ingresos por arrendamientos y otros crecieron un 27,9%.

Endeudamiento

Para financiar la ampliación del complejo comercial, se obtuvo un financiamiento con el Banco Itaú y el Nuevo Banco Comercial por USD 10.7 millones. Adicionalmente, se obtuvo una línea con el Banco República por USD 10 millones (utilizable en dólares estadounidenses y/o unidades indexadas). Con fecha 28 de febrero de 2014 se refinanció la totalidad de la deuda mantenida con Banco República a esa fecha por USD 2,7 millones y UI 29,3 millones pagaderas en 98 cuotas mensuales. Adicionalmente, se utilizaron en Febrero, Marzo y Abril de 2014 un total de USD 300.000 en tres vales de cien mil pagaderos entre 95 y 97 cuotas.

Al 30 de abril de 2014 se observa un leve deterioro en el indicador Deuda/EBITDA de la compañía, pasando a 1,6 veces, desde 1,1 vez en el ejercicio anterior, como consecuencia tanto de una caída en el nivel de EBITDA como de un leve incremento en el endeudamiento de la compañía. Tanto el indicador Deuda/ (EBITDA - CAPEX) como el indicador Deuda/Capitalización muestran una tendencia similar. Sin embargo, los indicadores de endeudamiento de Gralado se consideran adecuados.

ENDEUDAMIENTO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda / EBITDA	N/A	N/A	N/A	0,3x	1,2x	1,1x	1,6x
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	N/A	N/A	N/A	0,6x	-1,3x	-6,9x	1,7x
Deuda / Capitalización	N/A	N/A	N/A	5,0%	18,8%	30,7%	32,4%

Liquidez

LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez Corriente	423,1%	180,5%	353,1%	375,5%	61,4%	58,2%	89,2%
Prueba Acida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	332,0%	143,1%	263,4%	261,9%	51,2%	37,8%	70,9%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	N/A	N/A	N/A	224,5%	240,6%	11,2%	33,4%



Con fecha 24 de julio de 2014, la compañía reperfiló la deuda con el Banco Itaú y el Nuevo Banco Comercial, la cual pasará a pagarse en 71 cuotas variables mensuales y consecutivas. Asimismo, se modifica la tasa en UI que pasará a 5%. Asimismo, se firmó un vale con el Banco República por u\$s 100 mil pagadero en 94 cuotas.

A la fecha de cierre del ejercicio 2014, la compañía contaba con recursos líquidos (disponibilidades e inversiones de corto plazo) por aproximadamente \$ 25 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanzaba los \$ 76 millones y representaba aproximadamente el 21% de la deuda total. Si bien los indicadores de liquidez de la compañía muestran valores algo ajustados, han mejorado respecto del ejercicio anterior a la vez que Galado tiene un buen acceso a líneas de crédito bancarias que le permiten hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Asimismo, Galado muestra una generación interna de fondos más que suficiente para hacer frente a sus necesidades de capital de trabajo e inversiones en bienes de uso (CAPEX), quedando por tanto fondos remanentes disponibles para el pago de dividendos.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL ACCIONARIO – SOCIETARIO

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

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

Principales directores y ejecutivos

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

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

La Gerencia General está a cargo del Cdor. 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.

Accionistas

Las acciones son al portador. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea del 21/08/2014, los 10 principales tenedores representaban el 45,9% del capital social.

Grado de concentración del control societario

Consideramos que no existe agravamiento del riesgo basado en la concentración del capital accionario.

LIQUIDEZ DE LA ACCION

El objeto del presente análisis es el de asignar una calificación de riesgo a las acciones de Galado S.A. 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 2013 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.156 millones, incluyendo todo tipo de transacciones ya sea títulos públicos o privados, obligaciones negociables, acciones, etc. El volumen más significativo estuvo representado por transacciones en el mercado secundario de bonos soberanos como también bonos del tesoro y letras del Banco Central. En cuanto a títulos privados, hubo transacciones en los mercados primario y secundario de obligaciones negociables y de fideicomisos financieros. Las acciones siguen sin embargo teniendo muy baja participación en los volúmenes negociados totales (aunque mayor al registrado en el año 2012), y representaron solo un 0,28% del volumen total de operaciones del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total de USD 3,2 millones.

La estructura de mercado descrita se ha mantenido durante el primer semestre del año 2014. Si bien se ha registrado un leve aumento, la participación de las operaciones de acciones privadas en el mercado total continúa siendo baja (0,33% para los primeros seis meses del año 2014).

Durante el año 2013 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 944.500. Las acciones de la compañía han tenido mayores movimientos en lo que va de 2014, con transacciones por monto efectivo de USD 1.799.990. La cotización promedio de la acción en 2013 fue de USD 5,6 por acción, mientras que el valor al 30/07/2014 era de USD 6,35 por acción.

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

Aspectos Complementarios: Política de Dividendos

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

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

Con fecha 8 de junio de 2012 el Directorio resolvió distribuir dividendos anticipados por USD 1 millón.

El 24 de agosto de 2012 se resolvió distribuir dividendos por USD 2 millones sobre resultados acumulados, pagaderos USD 1 millón en septiembre y USD 1 millón en noviembre de 2012.



Con fecha 13 de marzo de 2013, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1 millón.

Con fecha 13 de junio de 2013, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1 millón.

Con fecha 23 de agosto de 2013, el Directorio resolvió distribuir dividendos en USD 2,2 millones.

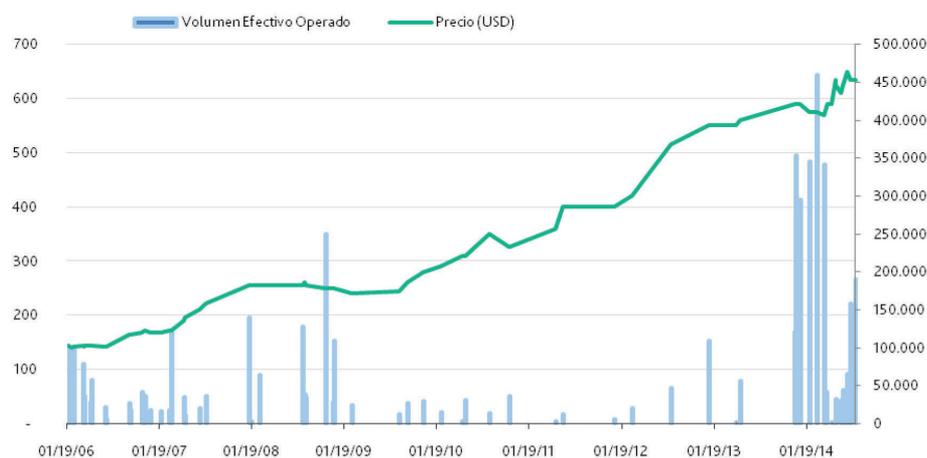
Con fecha 10 de marzo de 2014, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,2 millón.

Con fecha 10 de junio de 2014, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millón.

Con fecha 21 de agosto de 2014, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 2,6 millón.

DIVIDENDOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cantidad de Acciones VN	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000
Resultado del Ejercicio (miles)	49.231	40.013	68.129	75.731	76.406	229.065	110.176
Dividendos Pagados (miles)	73.290	92.951	75.239	78.391	94.421	83.924	97.123

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



DICTAMEN

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 17 de Septiembre de 2014 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.

© 2014, Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciantes y afiliadas (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS AFILIADAS SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y REPORTES PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS AL MOMENTO DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICAS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN UN ASESORAMIENTO FINANCIERO NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA ALGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITAR LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN PARTE O EN SU TOTALIDAD, DE CUALQUIER MANERA, POR CUALQUIER MEDIO O POR CUALQUIER PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y confiables. 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 ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en su totalidad o en parte por, a resultas de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren tanto bajo el control como fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, mediato, inmediato o remoto (incluido, entre otros, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aún en el supuesto de que se hubiera advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. Las calificaciones, análisis de reportes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este informe son, y a tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no como declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada usuario de la información aquí contenida debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender.

MOODY'S NO OTORGA NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN GENERADAS POR MOODY'S DE CUALQUIER MANERA SEAN PRECISAS, OPORTUNAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA ALGÚN PROPÓSITO DETERMINADO.

MIS, una agencia calificadora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones honorarios que oscilan entre los US\$ 1.500 y aproximadamente US\$ 2.500.000. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un interés de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy".

Sólo aplicable a Australia: cualquier publicación que se haga en Australia de este documento es de acuerdo con la licencia de la Australian Financial Services otorgada a la afiliada de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o de Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (de ser aplicable). Este documento sólo podrá ser provisto a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted está declarando ante MOODY'S que usted es, o está accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. La calificación de riesgo de Moody's es una opinión de la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor, y no de los títulos del emisor ni de cualquier otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversores minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran una decisión de inversión con base en una calificación de riesgo de Moody's. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.