

INFORME DE REVISION

GRALADO S.A.

Acciones

Tabla de Contenidos:

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

Analista Principal

BUENOS AIRES	+54.11.5129.2600
Florencia Calvente	+54.11.5129.2639
Analyst	
florencia.calvente@moodys.com	

Sítios Web

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

Calificaciones Asignadas¹

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

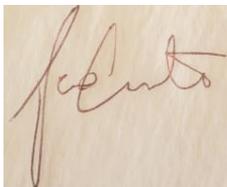
1 Calificaciones de Riesgo asignadas por MOODY'S LATIN AMÉRICA AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO S.A. Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores

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 también se encargó de su construcción. Además, se encarga de la explotación del Centro Comercial anexo (Tres Cruces), cuya superficie total abarca 80.000 m² y 188 propuestas comerciales y de servicios.

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 15 de marzo de 2018, la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó un proyecto de ampliación del shopping, cuya inversión estimada asciende a USD 19,3 millones y contempla 6.300 m² en áreas comerciales y 4.600 m² 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 autorizó 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. Con fecha 12 diciembre de 2019 se inauguró la ampliación, la cual comprende el tercer nivel del Centro Comercial y la nueva bandeja de estacionamiento.



Al 9 de septiembre de 2020 el Directorio se encuentra compuesto de la siguiente manera:

Presidente: Cr. Carlos A. Lecueder
 Vicepresidente: Dr. Luis V. Muxí
 Director: Sra. Claudia Sanchez

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 24 de junio de 2020, los 13 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 55,7% del capital social.

Accionista*	Tenencia
REPUBLICA AFAP	9.91%
UNION CAPITAL AFAP	9.45%
ANGEL URRABURU	5.23%
CAROLINA LECUEDER	4.78%
INTEGRACIÓN AFAP	4.32%
TURIL S.A.	4.08%
CARLOS ALBERTO LECUEDER	3.91%
THOMAS KOSSMANN	3.67%
PABLO LECUEDER	3.00%
RENMAX CORREDOR DE BOLSA S.A.	2.34%
GERARDO LECUEDER	2.12%
CARLOS ALBERTO LECUEDER METHOL	1.55%
VICTOR PAULLIER	1.34%

* 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 10 millones de pasajeros durante el ejercicio y 355.837 "toques" de ómnibus en el mismo período. Gralado tiene la exclusividad de este servicio.

Como consecuencia de la pandemia global Covid-19, los arrendamientos de boleterías se redujeron de acuerdo con el porcentaje de caída de los toques. El descuento tiene un componente del 30% asociado al pago en fecha. La reducción permanecerá vigente hasta que la reducción de toques (comparada al mismo mes del año anterior) sea inferior al 20%. Además, se realizó un descuento del 25% en el arrendamiento de encomiendas durante los meses de abril, mayo y junio de 2020.

A partir del 18 de marzo de 2020 y hasta el 9 de junio de 2020, el centro comercial no abrió sus puertas y los contratos de arrendamiento quedaron suspendidos, por lo que no se cobró alquiler. La compañía facturó gastos comunes del orden del 34% del de un mes normal. Tras la reapertura del centro, se aplicaron condiciones comerciales diferentes a las previstas en los contratos con el fin de minimizar los impactos en los costos de los comercios tras la caída de las ventas.

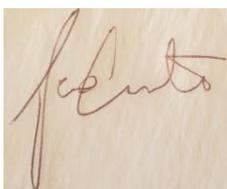
Respecto de la competencia, el centro comercial Nuevocentro Shopping, inaugurado en el año 2013, compite en la misma zona geográfica de Tres cruces al encontrarse localizado en un rango de tres kilómetros. Además, el universo de centros comerciales se completa con Montevideo Shopping y Punta Carretas Shopping, que apuntan a otro tipo de mercado y no compiten directamente con Tres Cruces, y con Costa Urbana y Portones Shopping ubicados en Montevideo y zona metropolitana.

Algunos de los centros comerciales han realizado, se encuentran ejecutando o han proyectado para el corto plazo realizar ampliaciones con el fin de adecuarse a las necesidades del público. En noviembre de 2019, con una inversión de alrededor de USD 25 millones, Nuevocentro Shopping inauguró cerca de 12.000 m² que incluyen 400 nuevos lugares de estacionamiento, rampas para mejorar la circulación de vehículos y locales comerciales. Mientras que mayo de 2019, con una inversión de alrededor de USD 3 millones, Portones Shopping inauguró 3.002 m² de espacio comercial.

Anteriormente, en el año 2017 Punta Carretas Shopping realizó 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 constante crecimiento durante la última década, registrando incrementos del PBI superiores al 5,5%, pero ya en 2017 y 2018 dicho crecimiento se redujo a 2,6% y 1,6%, respectivamente, en sintonía con la desaceleración de las demás economías latinoamericanas. En el año 2019 el PBI registró un incremento de 0,2% y Moody's estima una caída para 2020 en torno al 3,3%, atribuible principalmente a la pandemia global. Para el año 2021 se proyecta una recuperación y crecimiento del 4% aproximadamente.

La evolución de los niveles de actividad económica, junto con la inauguración de la ampliación del shopping center han tenido un impacto positivo en las actividades de Gralado en los últimos años. Si bien la caída que se espera para el año 2020 tendrá un impacto negativo en las operaciones de la compañía, se espera que las mismas recuperen en el año 2021 de la mano del crecimiento en la actividad económica. El riesgo promedio del sector es considerado medio.



Uruguay	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
PBI per cápita (miles USD)	15,37	15,14	17,04	17,0	15,92	13,43	14,72
PBI real (crecimiento %)	0,4	1,7	2,6	1,6	0,2	-3,3	4
Inflación (IPC variación %)	9,4	8,1	6,6	8,0	7,5	9,5	8,0
Déficit/PBI	-2,8	-3,7	-3,0	-3,4	-4,3	-7,1	-4,7
Deuda/PBI	48,4	48	48,3	52	56,4	65	64,7
Balance Cuenta Corriente/PBI	-0,9	0,6	0,7	0,1	0,7	-2,4	-3,5
Deuda Externa/PBI	82,1	75,9	69,3	69,5	76,2	93,9	86,1
Inversión Extranjera Directa Neta/PBI	1,5	-2,1	-3,8	-1,9	-0,8	1,5	1,8

Fuente: Moody's Investors Service

Capacidad de generación de ganancias

Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2020 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 682 millones, representando un incremento de 36,8% con respecto al periodo anterior. El 27,7% de estos ingresos provienen del pago por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomiendas y los toques en la terminal y otros, mientras que el 72,3% restante proviene de los arrendamientos en los centros comerciales. Cabe resaltar que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto de UYU 12,6 millones, superior a los UYU -3,2 millones de 2019. Por su parte, el negocio del Centro Comercial, el cual genera el grueso de los flujos de fondos de la compañía, vio su resultado neto incrementarse un 33,0%, a UYU 242 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 por Moody's registró una leve mejoría, pasando a 65,6% desde 61,4%, mientras que el margen operativo ajustado se ubicó en 52,8% desde 46,8%, un año atrás. Por su parte, la cobertura de intereses medida por el EBIT sobre intereses aumentó a 15,1 veces, desde 12,6 veces del ejercicio anterior.

Análisis de Deuda y Liquidez

En el ejercicio finalizado el 30 de abril de 2020 se puede observar un aumento del apalancamiento de la compañía. Por un lado, el indicador deuda a EBITDA ajustado por Moody's se ubicó en 2 veces, en comparación con las 1,5 veces registradas en el ejercicio anterior. El incremento del endeudamiento, de UYU 466 millones a UYU 905 millones, está vinculado principalmente al financiamiento de la ampliación inaugurada en diciembre de 2019. Además, el ratio de deuda sobre Capitalización ajustado también refleja un incremento, pasando a 56% desde 41% un año antes. A pesar de este incremento, los ratios de endeudamiento se consideran adecuados para su nivel de calificación.

Como consecuencia de la pandemia Covid-19 en sus operaciones, la compañía recibió una dispensa ("Waiver") por parte del Scotiabank, con fecha 27 de abril de 2020, y del Banco Itaú, con fecha 29 de abril de 2020, donde se establece que por dicho incumplimiento no se harán exigibles las deudas en forma anticipada.

Con fecha 18 de marzo de 2020 se firmaron dos vales con Scotiabank de UYU 11 millones cada uno, con vencimiento el 20 de mayo de 2020 y el 22 de junio de 2020 respectivamente, replicando lo sucedido en el

año 2019 pero con montos inferiores. El 19 de noviembre de 2019 la compañía firmó dos vales con Scotiabank por UYU 16 millones cada uno, cuyos vencimientos fueron pagados el 20 de enero y el 20 de mayo de 2020. Al 30 de abril de 2020 la compañía mantiene el 57,6% de la deuda financiera en dólares estadounidenses, el 39% en UI y el 3,4% restante en pesos uruguayos.

Por otro lado, al cierre del ejercicio, la posición de caja e inversiones de corto plazo alcanzaban los UYU 61,4 millones, los cuales representan el 23,5% de su deuda financiera de corto plazo de UYU 260 millones y representaba aproximadamente el 6,8% de la deuda financiera total. Si bien los indicadores de liquidez de Gralado son algo 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.

En el ejercicio terminado en abril de 2020, el flujo de libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) de Gralado fue negativo por UYU 378 millones, una salida de fondos superior a la evidenciada en el ejercicio anterior de UYU 118 millones. Esto se debe a que si bien el flujo de fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) creció en el 2020 hasta UYU 395 millones, es decir, 68% superior al ejercicio anterior, las necesidades de capital para la ampliación de las instalaciones generaron un fuerte crecimiento en las inversiones de capital de la compañía, que alcanzaron los UYU 538 millones. Además, la empresa realizó pagos de dividendos por un total de UYU 152 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 en el corto y mediano plazo.

Liquidez de la acción

El objeto del presente análisis es el de asignar una calificación de riesgo a las acciones de Gralado. La acción de la compañía comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo en febrero de 2006. El mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

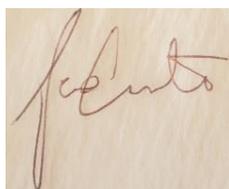
Durante el año 2019 y primeros seis meses del año 2020 se transaron acciones de Gralado por un monto efectivo de USD 2,66 millones. La cotización de la acción en dichos períodos osciló entre USD 6 y USD 4,45 por acción, alcanzando su máximo en enero de 2020.

El precio de la acción de Gralado se mantuvo estable en 2019, oscilando entre USD 5,50 y USD 6, mientras que en lo que va del año a julio 2020, la acción registró una baja del 19%, ubicándose en USD 4,85. Al 9 de septiembre de 2020, la última operación realizada fue de USD 5,05. Por otro lado, al 30 de abril de 2020 el valor libros de la acción era de USD 1,41, siendo la relación cotización/valor libros de 359,2%.

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, 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.

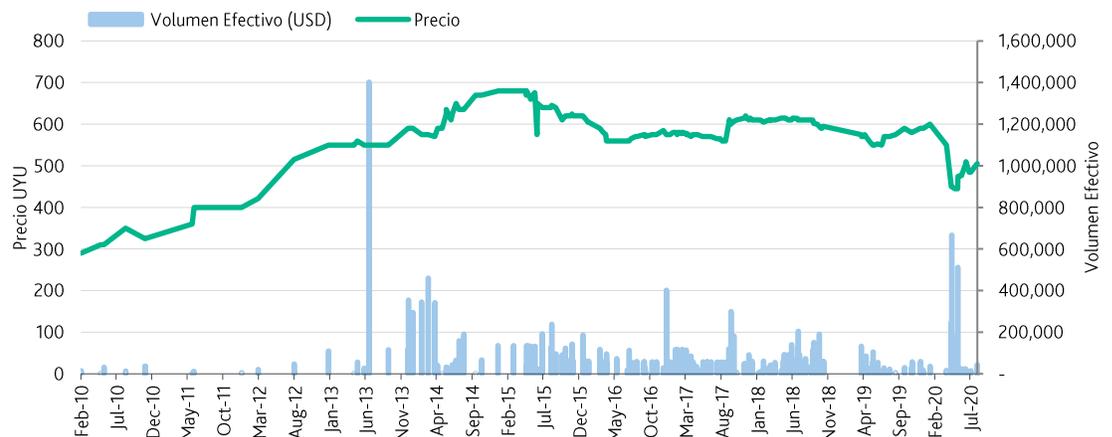


Con fecha 18 de marzo de 2020 la Asamblea General Ordinaria de accionistas resolvió distribuir dividendos de forma anticipada por UYU 22,8 millones.

Con fecha 27 de agosto de 2019, la Asamblea General Ordinaria de accionistas resolvió distribuir dividendos por 86,7 millones pagaderos el 20 de septiembre y 20 de noviembre. Previamente, con fecha 4 de junio de 2019 y 12 de marzo de 2019, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por UYU 42,7 millones y UYU 41,94 millones respectivamente.

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 Galrado



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 10 de Septiembre de 2020 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.u.

Categoría 3.u: 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*

	2017	2018	2019	2020
RENTABILIDAD				
Margen Operativo %	47.7%	47.5%	46.8%	52.8%
Margen EBITDA %	63.7%	62.6%	61.4%	65.6%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	26.8%	28.1%	33.4%	46.6%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	15.2%	17.4%	14.3%	16.9%
COBERTURA				
EBIT / Intereses	13.8x	13.5x	12.6x	15.1x
EBITDA / Intereses	18.0x	17.2x	16.0x	18.2x
(FFO + Intereses) / Intereses	14.7x	12.0x	13.3x	17.1x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	17.3x	16.5x	5.6x	-3.7x
ENDEUDAMIENTO (**)				
Deuda / EBITDA	1.1x	0.9x	1.5x	2.0x
Deuda / Capitalización	31.6%	29.8%	41.4%	53.8%
FFO / Deuda	70.3%	67.8%	50.4%	43.6%
CFO / Deuda	69.7%	66.1%	52.0%	34.5%
FCF / Deuda	22.0%	7.1%	-25.4%	-41.7%
LIQUIDEZ				
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	107.6%	105.0%	55.0%	78.9%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	69.2%	22.2%	12.2%	23.5%

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, la capitalización de intereses y los arrendamientos operativos.

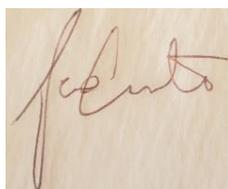
Información contable complementaria (Resumida)*

<i>En millones de UYU</i>	2017	2018	2019	2020
ESTADO DE RESULTADOS				
Ingresos por Ventas	450	479	499	682
Resultado Bruto	320	330	347	502
EBITDA	287	300	306	447
EBIT	219	236	241	372
Intereses	16	17	19	25
Resultado Neto	175	167	179	255
FLUJO DE CAJA				
Fondos de las Operaciones (FFO)	219	191	235	395
Dividendos	137	153	162	152
Flujo de Fondos Retenidos (RCF)	82	38	73	243
CAPEX	(12)	(13)	(199)	(538)
Flujo de Fondos Libres (FCF)	69	20	(118)	(378)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL				
Caja e Inversiones	36	15	46	61
Activos Corrientes	135	127	259	362
Bienes de Uso	690	663	835	1,325
Intangibles	231	206	175	146
Total Activos	1,059	1,000	1,336	1,880
Deuda Corto Plazo	52	67	106	261
Deuda Largo Plazo	259	215	360	644
Total Deuda	311	282	467	905
Total Pasivo	429	355	1,376	1,118
Patrimonio Neto	630	644	659	761

* 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, la capitalización de intereses y los arrendamientos operativos.

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

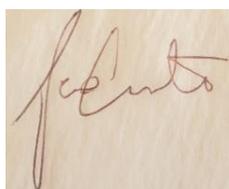


- » **RCF (Flujo de fondos retenido):** Corresponde al flujo de fondos de las operaciones después del pago de dividendos
- » **CFO (Caja de las Operaciones):** Corresponde a la utilidad generada en un período determinado más período más los movimientos que no representan movimientos de fondos, neto de 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 2015-2020
- » 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
- » Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de títulos emitidos por empresas con fecha de septiembre de 2015. 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: 207333

Autor
Florencia Calvente

Asociado de Producción
Gomathi M

© 2020 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 CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE 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 INVESTORS SERVICE CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S

NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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.

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, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

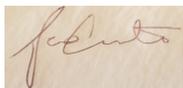
Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados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

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

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 calificación 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 crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia 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