

CREDIT OPINION

14 May 2020

Update

 Rate this Research

RATINGS
Concessionaria Rod.Oeste SP Viaoeste S.A.

Domicile	Brazil
Long Term Rating	Ba2
Type	LT Corporate Family Ratings
Outlook	Stable

Please see the [ratings section](#) at the end of this report for more information. The ratings and outlook shown reflect information as of the publication date.

Contacts

Aneliza Crnugelj +55.11.3043.6063
 AVP-Analyst
 aneliza.crnugelj@moody's.com

Bruno Britto 551130437343
 Associate Analyst
 bruno.britto@moody's.com

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
 Associate Managing Director
 alejandro.olivo@moody's.com

CLIENT SERVICES

Americas 1-212-553-1653

Asia Pacific 852-3551-3077

Japan 81-3-5408-4100

EMEA 44-20-7772-5454

Concessionaria Rod.Oeste SP Viaoeste S.A.

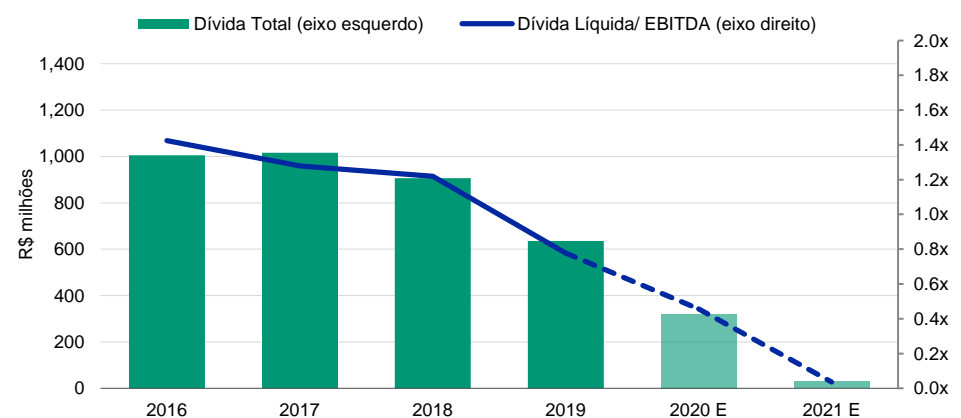
Atualização anual da análise de crédito

Resumo

Os ratings da [Concessionaria Rod.Oeste SP Viaoeste S.A.](#)'s (ViaOeste, Ba2/Aa1.br) são suportados pelas fortes características do ativo da concessão, que include uma das rodovias mais movimentadas em uma região populosa e economicamente robusta no estado de São Paulo. Além disso, um histórico sólido de volume de tráfego, no geral, juntamente com um perfil de concessão maduro levam a necessidades de investimento relativamente modestas e métricas de crédito sólidas.

Os ratings são de certa forma limitados pelo histórico de elevadas distribuições de dividendos que a Moody's espera irão continuar, bem como pelo perfil de investimento de seu acionista controlador final [CCR S.A.](#) (CCR, Ba2/Aa1.br estável), que tende a pressionar a distribuição de dividendos da ViaOeste. A incerteza sobre o aditamento do contrato em 2006 e o possível resultado negativo da disputa judicial com a Artesp também pesam sobre os ratings. O [rating soberano do Brasil](#) (Ba2 estável) limita de certa forma o rating da companhia dado o perfil local da operação e sua natureza regulamentada.

Figura 1

Alavancagem continua a cair à medida que a concessão se aproxima do vencimento


Todos os indicadores baseiam-se em dados financeiros "ajustados" e incorporam os Ajustes-Padrão Globais da Moody's para Empresas Não-Financeiras.

Fontes: Métricas Financeiras da Moody's

Pontos Fortes de Crédito

- » Fortes características do ativo em uma área de serviço economicamente robusta
- » Histórico sólido de volumes de tráfego e desempenho operacional
- » Perfil maduro de concessão com necessidades de investimento relativamente baixas
- » Métricas de crédito fortes

Desafios de Crédito

- » Distribuição elevada de dividendos combinada ao elevado nível de atividade de expansão da CCR
- » Disputa judicial com a Artesp referente ao aditamento do contrato em 2006
- » Deterioração das condições fundamentais do negócio nos próximos 12 a 18 meses devido ao surto do coronavírus

Perspectiva do Rating

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que as métricas de crédito permanecerão robustas, direcionadas principalmente pelos fluxos de caixa geralmente previsíveis, mesmo durante a crise econômica. A perspectiva também incorpora a baixa alavancagem e necessidade de investimento relativas, típicas em rodovias pedagiadas maduras, assim como baixo risco de refinanciamento. No entanto, a natureza doméstica das operações da empresa resulta em vínculos estreitos com o ambiente econômico/regulatório local e sua qualidade de crédito final.

Fatores que podem levar a uma elevação

Os ratings da ViaOeste são limitados de certa forma pelo rating soberano do Brasil, portanto uma elevação é improvável no curto a médio prazo. Uma elevação do rating do Brasil poderia levar a uma pressão positiva sobre os ratings da ViaOeste.

Fatores que podem levar a um rebaixamento

Um rebaixamento poderia ocorrer se o desempenho do tráfego permanecer abaixo de nossas expectativas e se percebermos maior risco de liquidez combinado com acesso mais restrito aos mercados de dívida. Além disso, os ratings podem ser rebaixados em caso de deterioração significativa e sustentada nas métricas de crédito da empresa. Quantitativamente, um FFO/Dívida abaixo de 40% e Cobertura de Juros de Caixa inferior a 3x de maneira sustentada poderiam pesar sobre os ratings.

A deterioração da qualidade de crédito da controladora final também poderia exercer pressão negativa para a ViaOeste, bem como nossa percepção de um ambiente de concessão e regulatório enfraquecidos no Estado de São Paulo, ou interferência política no curso normal dos negócios. Assumimos que nem a CCR nem suas subsidiárias incorrerão em novas dívidas com provisões de default cruzado que poderiam afetar os ratings da ViaOeste. Além disso, a deterioração da qualidade de crédito do soberano também pode gerar um impacto na companhia. Os ratings atuais da ViaOeste não incorporam redução da vida útil da concessão em um potencial resultado negativo da disputa judicial em andamento com a ARTESP.

This publication does not announce a credit rating action. For any credit ratings referenced in this publication, please see the ratings tab on the issuer/entity page on www.moody's.com for the most updated credit rating action information and rating history.

Principais Indicadores

Figura 2

Concessionaria Rod.Oeste SP Viaoeste S.A. [1]

	Dez-19	Dez-18	Dez-17	Dez-16	Dez-15	Dez-14
Cobertura de juros	13.1x	7.0x	6.8x	5.9x	5.5x	5.5x
FFO / Dívida	94.4%	60.7%	56.6%	53.1%	53.4%	38.8%
Índice de cobertura do serviço da Dívida da Moody's	2.7x	2.3x	2.2x	2.4x	2.8x	2.1x
RCF / Capex	19.7x	7.1x	4.4x	1.8x	4.6x	1.1x
Índice de cobertura da vida da concessão	2.8x	2.5x	2.6x	3.0x	3.5x	2.8x

[1] Todos os indicadores baseiam-se em dados financeiros "ajustados" e incorporam os Ajustes-Padrão Globais da Moody's para Empresas Não-Financeiras.

Fontes: Métricas Financeiras da Moody's™

Profile

A ViaOeste é uma subsidiária operacional da CCR S.A., um dos maiores grupos de infraestrutura do Brasil, que opera e mantém 3.735 quilômetros de concessões de rodovias pedagiadas. A ViaOeste detém a concessão que termina em dezembro de 2022 para operar e manter o sistema de rodovias da Castello Branco-Raposo Tavares, com 169 quilômetros, que liga a cidade de São Paulo, capital do [Estado de São Paulo \(Ba2 estável\)](#) com uma população de 12 milhões, à região oeste do Estado, servindo 16 municipalidades. A concessão foi outorgada em março de 1998 para um consórcio formado por empresas construtoras, que a venderam para a CCR em 2005.

CCR é controlada pelo Grupo Andrade Gutierrez, Grupo Camargo Correa e Grupo Soares Penido, cuja participação combinada é de 44,77%; as 55,23% das ações remanescentes estão em circulação no mercado. A ViaOeste responde por aproximadamente 10% e 12% das receitas operacionais líquidas consolidadas e EBITDA da CCR, respectivamente. No ano fiscal de 2019, a CCR divulgou receitas operacionais líquidas consolidadas de R\$9,5 bilhões e EBITDA de R\$5,8 bilhões.

Considerações Detalhadas de Crédito

Fortes características do ativo da concessão em uma área de serviço economicamente robusta

A ViaOeste conecta as cidades de São Paulo e Cotia a Sorocaba, na região oeste do Estado, atravessando as cidades de Barueri e Osasco, uma área de serviço economicamente dinâmica com uma grande polo industrial, agronegócio (principalmente produção de cana de açúcar e etanol) e empresas de serviços, incluindo grandes centros de distribuição para o varejo, materiais de construção e um crescente corredor de alta tecnologia. Devido à grande população concentrada perto da cidade de São Paulo, a ViaOeste é uma das rodovias mais movimentadas do Estado.

Castello Branco segue na mesma direção que Raposo Tavares, portanto a concorrência imediata é amplamente limitada dentro da área de concessão. A concorrência potencial pode vir do sistema rodoviário [Conc Sist Anhang-Bandeirant S.A. Autoban](#) (AutoBAn, Ba2/Aa1.br estável), que é conectado ao trecho da Castello Branco pela Rodovia [Rodovia das Colinas S.A.](#) (Colinas, Ba3/A3.br negativo) e seção oeste do Rodoanel. Essas rotas alternativas também possuem praças de pedágio, o que atenua a concorrência com a ViaOeste. Dependendo do destino, existem outras rotas alternativas menores, que não oferecem padrões de qualidade ou segurança semelhantes aos dos veículos. O Governo do Estado de São Paulo, através da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos (CPTM), opera um trem urbano paralelo à ViaOeste, conectando os municípios de São Paulo e Itapevi.

Sendo o maior e mais rico estado do Brasil, São Paulo tem uma população de cerca de 45 milhões, contribuindo para mais de um terço do PIB do país. A base econômica do Estado é altamente diversificada e os níveis de riqueza são relativamente altos em comparação com a média nacional e entre os mais altos da América Latina.

Histórico sólido de volumes de tráfego, mas um declínio acentuado é esperado para 2020

O perfil de tráfego da ViaOeste expresso em veículos equivalentes (VEQs) tem sido bem equilibrado entre veículos leves e pesados. Os veículos leves representaram 61% do volume total de tráfego em 2019, grande parte representada pelo tráfego pendular, que geralmente é uma força de crédito. No entanto, durante o surto de COVID 19, o tráfego de veículos leves foi mais afetado do que o de pesados por causa das medidas sanitárias.

Em 2019, o total de veículos equivalentes aumentou 2%, impulsionado principalmente pela recuperação econômica gradual apresentada no ano, com um crescimento de 1,1% no PIB. Esperávamos que a performance positiva continuasse, a qual foi revista para baixo para um declínio significativo de 13% em 2020 devido ao impacto do surto de COVID.

Nossa previsão assume um declínio de 40% no volume de tráfego pelo período de 12 semanas, principalmente concentradas no segundo trimestre de 2020, seguido por uma recuperação gradual no segundo semestre do ano. No entanto, o volume permanecerá abaixo do nível de 2019 devido ao ambiente econômico mais fraco. Esperamos que a atividade econômica do Brasil entrará em recessão com contração do PIB de 5,2% em 2020 comparado com a premissa anterior de crescimento de cerca de 2%.

A concessão da ViaOeste termina em 2022, quando assumimos que o volume de tráfego ainda estará abaixo do limiar de 2019 de 116 milhões VEQ.

Existe um risco negativo significativo para nossa projeção revisada se a quarentena for prolongada, ou as restrições sanitárias de deslocamento mais rígidas, o que limitaria adicionalmente os volumes de tráfego. Outros fatores relacionados à desaceleração econômica que também poderiam pressionar o desempenho do tráfego incluem o aumento do desemprego e o fracasso das medidas governamentais para aumentar a confiança do consumidor.

As métricas de crédito continuam a melhorar, apesar do impacto do COVID 19

De acordo com os ajustes padrão da Moody's, entre 2017-2019 o índice médio de Fundos de Operações (FFO) sobre dívida foi de 70% e o índice médio de Cobertura de Juros de Caixa 9x. Daqui em diante, estimamos melhorias adicionais destas métricas de crédito, direcionadas principalmente pela alavancagem decrescente à medida que a concessão se aproxima do vencimento em 2022 e não esperamos mais atividades de refinanciamento. Nos próximos 12 a 18 meses, o FFO sobre dívida deve permanecer acima de 100%, ao mesmo tempo em que a cobertura de juros é acima de 10x no período.

A ViaOeste ainda possui alguns requisitos de investimento incorporados no contrato de concessão somando R\$338 milhões (em dezembro de 2019) a serem concluídos até 2022. Isso, juntamente com uma forte geração de caixa, direciona os fluxos e suporta as métricas de crédito em geral fortes para a categoria de rating.

Estrutura regulatória suportiva de forma geral, mas algumas incertezas permanecem

O processo legal da ARTESP contra 10 concessionárias contestando um aditamento contratual de 2006 que estendeu as concessões das companhias para compensar investimentos e taxas adicionais poderia ter um impacto negativo na CCR, bem como no setor em geral. Atualmente, o processo judicial está em diferentes estágios para quatro concessionárias do portfólio da CCR:

- » ViaOeste: A empresa aguarda uma decisão no tribunal de segunda instância.
- » SPVias: Recebeu uma decisão negativa no tribunal de primeira instância e interpôs um recurso, que foi negado em julho de 2019. A empresa agora aguarda o período inicial quando poderá recorrer em instâncias superiores.
- » AutoBAN: Também recebeu uma decisão negativa no tribunal de primeira instância, que negou uma análise técnica independente do processo de reequilíbrio contratual, e a empresa interpôs recurso. O processo quanto à perícia técnica está em análise pelo Supremo Tribunal do Estado de São Paulo.
- » Renovias: teve uma análise técnica independente favorável à concessionária, mas recebeu uma decisão negativa no tribunal de primeira instância. A empresa interpôs um recurso, o qual está pendente de decisão final do tribunal desde abril de 2019.

Também, a greve de 11 dias dos caminhoneiros em 2018 levou à proibição de cobrança de pedágio sobre eixos suspensos de caminhões sem carga e elevou o limite de peso de sobrecarga, causando um desequilíbrio econômico das concessionárias, que ainda está em discussão, sem visibilidade do prazo ou da resolução dos resultados

Nós não incorporamos qualquer redução na vida útil da concessão decorrente de um potencial resultado negativo das disputas judiciais em andamento com a ARTESP relacionadas ao prazo ou extensão da concessão, nem rebalanceamento pela greve dos caminhoneiros, via reajuste tarifário ou de prazo.

Ainda, em relação ao impacto negativo gerado pela crise do COVID 19, ainda é incerta a extensão de potencial suporte do governo/ agência reguladora. É muito provável que as companhias peçam rebalanceamento do contrato para restaurar o equilíbrio econômico-

financeiro devido à queda de tráfego como consequência de medidas sanitárias. A suspensão de cobrança de pedágio criaria pressão adicional sobre a receita, apesar de não haver indicativo de que tal medida será adotada no Brasil, como por exemplo foi na China.

A compensação para investimentos adicionais ou mudanças nas circunstâncias comerciais geralmente estão sujeitas a negociação, o que ocorreu com sucesso com várias concessões. A entidade reguladora pode alterar os termos dos contratos desde que preveja condições para restabelecer ou manter o equilíbrio econômico e financeiro do contrato de concessão inicial.

A política financeira da empresa reflete a atividade da controladora

A CCR tem um histórico de realizar investimentos consideráveis no setor dos transportes, não só em seu negócio principal de concessões de rodovias pedagiadas, mas também por meio de investimentos estratégicos em outros meios de transporte, como aeroportos, linhas de metrô e balsa, bem como em mobilidade urbana. Portanto, esperamos que a CCR continue a utilizar as concessões de rodovias rentáveis e maduras, como a ViaOeste, como fonte de financiamento para os investimentos das novas concessões através do pagamento de dividendos.

A carteira da CCR exige investimento de capital de aproximadamente R\$3,7 bilhões até a maturidade das concessões. Há várias oportunidades de investimento dentro da carteira existente de concessões, relacionados a investimentos adicionais e de contingência atualmente em discussão, que poderiam se materializar dependendo das negociações com o regulador por compensação adicional para manter o equilíbrio financeiro dos contratos. No entanto, a magnitude e o cronograma finais desses possíveis investimentos de capital podem pressionar os ratings da CCR.

Tais atividades de investimento têm sido administradas de forma prudente, consideramos que os desembolsos projetados não afetarão de forma significativa a alavancagem consolidada da CCR pois a companhia continua a utilizar o caixa disponível e dividendos das concessões maduras para suportar em grande parte suas atividades de investimento. Um componente chave da disciplinada política financeira da CCR é o limite auto-imposto de endividamento consolidado um pouco mais restritivo do que o covenant de 4,0x existente em seus acordos financeiros de dívida, em geral.

Os eventos de aceleração na documentação das debêntures da ViaOeste incluem o não pagamento pela ViaOeste de qualquer obrigação financeira acima de um determinado limite, alteração no controle da empresa e rescisão do contrato de concessão. Um evento de aceleração também pode ocorrer mediante o pagamento de dividendos acima do mínimo exigido pela Lei das Sociedades por Ações se a relação Dívida Líquida/EBITDA exceder 4,0x, exceto no caso em que a ViaOeste contrate uma carta de crédito equivalente ao valor da dívida pendente. Em 2019, esse índice foi de 0,8x, conforme os ajustes padrão da Moody's.

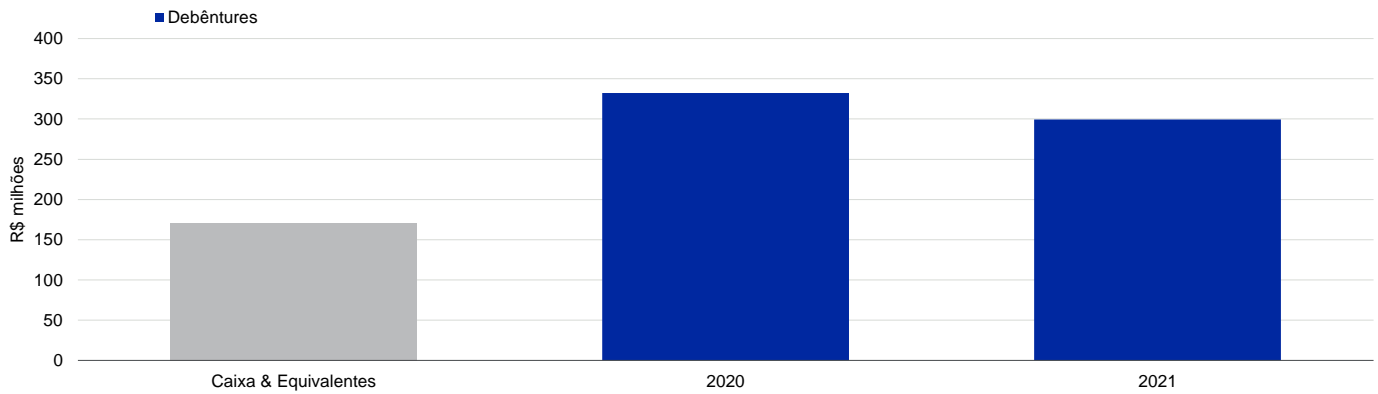
A Moody's prevê que a ViaOeste continuará mantendo o alto pagamento de dividendos e ainda assim sua geração de caixa seria mais do que suficiente para atender os vencimentos de dívida e necessidades de caixa vindouros à medida que a concessão se aproxima do vencimento em 2022. Também esperamos que a empresa continue administrando prudentemente as distribuições de dividendos, alavancagem financeira e liquidez, a fim de que suas métricas de crédito permaneçam adequadas para a categoria de rating.

Análise de Liquidez

A posição de caixa e equivalentes da ViaOeste era de R\$171 milhões em dezembro de 2019 combinada com uma geração de fluxo de caixa livre de R\$208 milhões no período, comparados com a dívida de R\$332 milhões vencendo em 2020. Em dezembro de 2019, a empresa possuía uma dívida total de R\$635 milhões (conforme ajustes padrão da Moody's), o que inclui passivos da concessão.

Consideramos a geração de caixa e o nível de liquidez da ViaOeste até o momento adequados dadas as projeções atuais de desaceleração prevista para os próximos meses. Prevemos que a ViaOeste manterá um perfil de liquidez confortável, seja reduzindo a distribuição de dividendos ou mantendo seu forte acesso ao mercado de dívida local, se necessário. Projetamos que a dívida total caia para quase zero até 2022. Também, a empresa têm discussões em andamento com a ARTESP incluindo investimentos adicionais que poderiam levar a uma extensão do prazo da concessão que não está incorporada em nossas projeções.

Figura 3
Cronograma de Amortização da ViaOeste
Em 31 de dezembro, 2019



Fonte: Demonstrações Financeiras da Companhia

Metodologia de Rating e Fatores do Scorecard

Figura 4

Concessionaria Rod.Oeste SP Viaoeste S.A.

Scorecard da Indústria de Rodovias Pedagiadas Privadas Sob Concessão [1][2]	Current FY 12/31/2019		Perspectiva Moody's 12-18 meses Em 5/11/2020 [3]	
	Measure	Score	Measure	Score
Fator 1 : Tipo de Ativo e Área de Serviço (25%)				
a) Tipo de Ativo	A	A	A	A
b) Rotas Concorrentes	Baa	Baa	Baa	Baa
c) Resiliência Econômica da Área de Serviço	A	A	A	A
Fator 2 : Perfil de Tráfego e Tendências de Desempenho (15%)				
a) Perfil de Tráfego	A	A	A	A
b) Histórico de Desempenho e Estabilidade do Tráfego Pedagiado	A	A	A	A
c) Densidade do Tráfego	Aa	Aa	Aa	Aa
Fator 3 : Quadro de Concessão e Regulamentação (10%)				
a) Capacidade e Disposição de Aumentar Tarifas	Baa	Baa	Baa	Baa
b) Proteção Fornecida pelo Quadro de Concessão e Regulamentação	Ba	Ba	Ba	Ba
Fator 4 : Política Financeira (10%)				
a) Política Financeira	Baa	Baa	Baa	Baa
Fator 5 : Cobertura e Alavancagem (40%)				
a) Cobertura de juros	13.1x	Aaa	12x - 14x	Aaa
b) FFO / Dívida	94.4%	Aaa	120% - 140%	Aaa
c) Índice de Cobertura de Serviço de Dívida Moody's	2.7x	Baa	2x - 2.8x	Baa
d) RCF / CAPEX	19.7x	Aaa	1.8x - 2.5x	A
e) Índice de Cobertura da Vida da Concessão	2.8x	Baa	2.6x - 3x	Baa
Rating:				
Rating Indicado pelos Fatores do Scorecard 1-5		A3		A3
Fator de Uplift do rating	0.0	0.0		
a) Rating Indicado pelo Scorecard		A3		A3
b) Rating Atribuído				Ba2

[1] Todos os índices são baseados em dados financeiros 'Ajustados' e incorporam os Ajustes-Padrão Globais da Moody's para Empresas Não-Financeiras.

[2] Em 31 de dezembro, 2019;

[3] Isso representa a visão prospectiva da Moody's, não a do emissor, e, salvo indicação no texto, não incorpora aquisições e desinvestimentos.

Fonte: Métricas Financeiras da Moody's™

Ratings

Exhibit 5

<u>Category</u>	<u>Moody's Rating</u>
CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A.	
Outlook	Stable
Corporate Family Rating	Ba2
Senior Unsecured -Dom Curr	Ba2
NSR Corporate Family Rating	Aa1.br
NSR Senior Unsecured	Aa1.br
PARENT: CCR S.A.	
Outlook	Stable
Corporate Family Rating	Ba2
NSR Corporate Family Rating	Aa1.br

Source: Moody's Investors Service

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND/OR ITS CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$2,700,000. MCO and Moody's investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY250,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454