Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 22 de julio de 2021

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación CM REALTY
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el 22 de julio de 2021 para tratar la Calificación de Instrumentos de CM REALTY.

Al respecto, nos permitimos anexar los citados Informes de Calificación que se explican por sí solos.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
22 de julio de 2021

Actualización

CALIFICACIÓN*

CM Realty, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A-.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de la calificación asignada, ver Anexo I.

CONTACTOS

Ana Lorena Carrizo
VP - Senior Analyst / Manager
Ana.carrizo@moodys.com

Hernán Regis
VP – Senior Analyst
Hernan.regis@moodys.com

Maria Gabriela Sedda
Associate Analyst
Maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

CM Realty, S.A.

Resumen

Moody's Local afirma la calificación de A-.pa a la Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados de CM Realty, S.A., las mismas que están contempladas bajo un Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$50.0 millones.

La calificaciones asignadas consideran de manera positiva los adecuados indicadores de solvencia del Emisor, lo cual se refleja en una baja Palanca Contable (pasivo/patrimonio) y Financiera (deuda financiera/EBITDA), a pesar de observarse para esta evaluación un incremento en este último indicador producto de la emisión de las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US$14.0 millones, colocadas en el mes de septiembre del año 2020, cuyos fondos fueron utilizados principalmente para cancelar deuda financiera que mantenía con entidades bancarias y, en menor medida, a financiar parte de una nueva propiedad de inversión. No obstante, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia de CM Realty, a la fecha no se han adquirido nuevas propiedades de inversión dada la coyuntura actual por lo cual los fondos se mantienen mayormente en la caja de la Compañía y una porción se ha utilizado para el Programa de recompra y venta de acciones. Adicionalmente, la calificación toma en consideración la constitución de un Fideicomiso de Garantía asignado a las Series A y B de Bonos Corporativos, la misma que está conformada por cuatro fincas de propiedad de CM Realty, el cual deberá mantener en todo momento una cobertura mínima de 120% sobre el saldo en circulación, cumpliendo a la fecha con el mínimo requerido. Por otro lado, CM Realty ha logrado mantener adecuados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo. Asimismo, la calificación sopesa la mejora registrada en los indicadores de liquidez de CM Realty al 31 de diciembre 2020 y 31 de marzo de 2021, producto de la cancelación de la deuda corriente con la emisión de bonos corporativos antes señalada. Asimismo, pondera el bajo nivel de vacancia de sus activos inmobiliarios (portafolio de inmuebles) registrado al 31 de marzo de 2021, siendo que la tasa de ocupación fue de 97%, resaltando que los contratos de alquiler son principalmente de largo plazo y con empresas relacionadas. Cabe añadir que se retira la presión sobre las calificaciones asignadas, considerando el reperfilamiento de pasivos financieros que le ha permitido a la Compañía cumplir con sus deudas sin necesidad de solicitar dispensa; aunado al hecho que se observa una recuperación gradual de los flujos por arrendamiento ante reactivación económica del país, evolución que se espera se mantenga en los siguientes meses del ejercicio en curso.

Sin perjuicio de lo anterior, la calificación asignada se encuentra limitada ante la disminución que registran los ingresos por rentas de la Compañía producto de la suspensión y descuentos en los cánones de arrendamiento realizados durante el año 2020 y primer trimestre 2021, lo que a su vez recoge las medidas tomadas por el Gobierno de Panamá para contener los efectos del COVID-19 en la economía, todo lo cual se reflejó en una fuerte desaceleración de la actividad económica local expresada en una variación de PIB anual negativa para el año 2020 de 17.9%[1]. Esto último mermó la capacidad de pago de los locatarios de la Compañía, que son principalmente las empresas relacionadas Geo F. Novey, Inc. y Cochez & Cía.[2] (en adelante, Novey y Cochez, respectivamente), quienes aportaron el 95.85% de sus ingresos al cierre de diciembre de 2020 (97.73% en marzo

[1] De acuerdo a cifras oficiales publicadas por la Contraloría General de la República a través del Instituto Nacional de Estadística y Censo
[2] Moody's Local califica los Bonos Corporativos, Bonos Subordinados y VCN's emitidos por Cochez, asignando las calificaciones BB+.pa, BB-.pa y ML 3+.pa, respectivamente.

2021). Todo lo anterior, conllevó a que el Emisor se viera en la necesidad de suspender los alquileres en los meses de abril y mayo del 2020, mientras que para el segundo semestre del 2020 hasta febrero 2021, se realizaron disminuciones en los cánones de arrendamiento de -27% (en promedio). A partir de febrero de 2021, la reducción ha sido del 10% sobre los cánones de arrendamiento pactados en contrato. Ponderó igualmente, las pérdidas por cambios en el valor razonables de las propiedades de inversión al cierre fiscal 2020, lo que se tradujo en una caída importante en la utilidad neta de la Compañía y, consecuentemente, en los márgenes e indicadores de rentabilidad. Lo anterior, también tuvo un efecto negativo sobre el patrimonio neto, ante los menores resultados obtenidos y la reducción del superávit por revaluación de activos, situación que fue parcialmente mitigada ante la capitalización de acciones comunes Tipo B, cuyo detalle se encuentra en líneas posteriores. También se considera, la tendencia que presenta la palanca financiera, a raíz de la menor generación EBITDA de la Compañía y, en menor medida, el aumento en la deuda. Esto último, se espera se revierta ante la recuperación gradual de la economía, de la cual y según las perspectivas de crecimiento del país para el año 2021, estiman un crecimiento del PIB entre un 8% y 10%[3], bajo un escenario de distribución masiva de vacunas durante el año, tendencia decreciente en el ritmo de contagios que permita a su vez la recuperación tanto de sectores primarios como no primarios. Ponderó igualmente en la calificación la estructura de las Series A y B calificadas, el riesgo de refinanciamiento al ser *bullet*; es decir, amortizarán el 100% del capital en la fecha de vencimiento respectiva de cada serie (septiembre 2025 y 2027).

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de CM Realty, así como la evolución de sus principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final en su generación en los flujos del negocio.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en la generación de los arrendatarios de CM Realty que conlleve a que se regularicen los cánones respecto a lo exhibido en el 2019, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- Incremento sostenido en los niveles de liquidez de CM Realty.
- Incremento sostenido en el valor neto de los activos de CM Realty.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Ajuste significativo en los flujos operativos del Emisor producto de la disminución en los cánones de alquiler, atrasos en los cobros o la desocupación de locales que conlleve a una disminución pronunciada en el Flujo de Caja Operativo de la Compañía
- Cambios desfavorables en las condiciones económicas que tengan afectaciones directas sobre la generación de flujos de los arrendatarios Cochez y Novey, o que conlleve al cierre de tiendas arrendadas por éstos a CM Realty, o pérdida de valor en los inmuebles de CM Realty.
- Aumento significativo en los niveles de endeudamiento de CM Realty respecto al crecimiento de su generación.
- Disminución en el Valor Neto de los Activos de CM Realty.
- Incumplimiento en las normas que rigen las sociedades de inversión inmobiliaria.
- Disminución en el valor de las propiedades que garantizan las Series A y B de Bonos a ser emitidas, causando incumplimiento en la cobertura mínima requerida.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- Ninguna

[3] Moody's Investor Services

Indicadores Clave

Tabla 1

CM REALTY, S.A.

	Mar-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$/Miles)	194,509	194,808	199,243	187,976	186,895
Ingresos (US$/Miles)	7,515	8,088	11,689	11,041	10,862
EBITDA (US$/Miles)	6,927	7,416	10,898	10,156	10,052
Deuda Financiera / EBITDA	2.02x	1.88x	1.20x	0.61x	1.33x
EBITDA / Gastos Financieros	11.34x	13.02x	36.32x	18.65x	20.65x
FCO / Servicio de la Deuda	3.24x	13.32x	2.16x	5.45x	4.77x

Fuente: CM Realty / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 2

Resguardos Financieros asociados a los Bonos Corporativos Garantizados

Compromiso Financiero	Límite	Dic-20	Mar-21
(Bienes Fideicomitidos o Fondos líquidos en la cuenta del Fideicomiso) / Saldo de los Bonos Garantizados	> 120%	157%	152%

Fuente: CM Realty / *Elaboración: Moody's Local*

Generalidades

CM Realty es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República de Panamá, cuya principal actividad es el alquiler de locales comerciales, principalmente a las compañías relacionadas Geo F Novey, Inc. y Cochez & Cía., S.A. CM Realty está registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) como una Sociedad de Inversión Inmobiliaria, según consta en la Resolución 456-2015 de fecha 24 de julio de 2015. La Sociedad está sujeta a la supervisión de la SMV y al cumplimiento de la Ley 23 que rige las Sociedades de Inversión Inmobiliaria. La Sociedad fue constituida exclusivamente con la intención de que le sea aplicable el régimen especial de tributación del Impuesto sobre la Renta establecido en el parágrafo 2 del artículo 706 del Código Fiscal.

De acuerdo con la normativa vigente del mercado de valores de Panamá, CM Realty es una sociedad de inversión inmobiliaria cerrada de renta variable y local. La Sociedad es administrada por MMG Asset Management con quien CM Realty firmó un contrato el 14 de abril de 2015, por tiempo indefinido, para que actúe como administrador de sus inversiones. Al 31 de diciembre de 2020, el portafolio de Propiedades comprende un total de 134,907 m^2 alquilables, incluyendo 16 tiendas Cochez y un centro de distribución, 16 tiendas Novey y 7 propiedades arrendadas a terceros. Cabe añadir que, al cierre del 31 de diciembre de 2020, el 97% de las propiedades se encontraron arrendadas.

Desarrollos Recientes

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios considerados no esenciales. En línea con lo anterior y, de acuerdo a cifras preliminares recientes publicadas por la Contraloría General de la República a través del Instituto Nacional de Estadística y Censo, el PIB registró una contracción de 10.87% para el cuarto trimestre de 2020 y 17.95% acumulada de enero a diciembre 2020, presionado por la caída de la mayoría de las actividades económicas del país, principalmente los sectores de construcción y comercio al por mayor/ por menor. En línea con lo anterior, los arrendatarios de CM Realty, las relacionadas Geo F. Novey, Inc. y Cochez & Cía., mantuvieron las tiendas cerradas desde el 24 de marzo, día en que el Gobierno declaró Estado de Emergencia Nacional, hasta el 1 de junio de 2020, fecha en la que se reabrió el Bloque 2 y se levantó la cuarentena total. Producto de lo anterior, los ingresos de los locatarios Novey y Cochez se vieron afectados durante el 2020 y primer trimestre 2021.

El 11 de marzo de 2020, la Compañía declaró dividendos equivalentes al 23.06% de las utilidades, menos ganancias no realizadas, obtenidas en el 2019, los cuales debieron pagarse los días 15 de abril, 15 de mayo, 15 de junio y 15 de julio de 2020, respectivamente. No obstante, el 26 de marzo, mediante hecho de relevancia, CM Realty anunció al mercado la suspensión temporal del pago de dichos dividendos producto de un ajuste en sus ingresos de 95% como consecuencia del cierre temporal de las tiendas y la cuarentena total que afectó de manera importante al sector *retail*, en el cual se desenvuelven sus arrendatarios. Los saldos en concepto de dividendos fueron cancelados mensualmente a partir del mes de septiembre hasta diciembre de 2020. En esa línea, se destaca que, el 10 de diciembre de 2020, CM Realty, S.A. informó al mercado a través de un Hecho de Importancia en la BVP el pago de dividendos ordinarios a los tenedores de las Acciones Clase B, el mismo que fue declarado y autorizado por la Junta Directiva a partir del 15 de diciembre de 2020, monto que era faltante para llegar al 90% mínimo de la utilidad neta fiscal del 2019 (se repartió el 98.32% de la utilidad fiscal 2019). En ese sentido, en total durante el año 2020 se distribuyeron dividendos por US$10.4 millones, de los cuales US$6.0 millones se repartieron

a los accionistas y US$4.4 millones se capitalizaron, esto último conllevando a que se emitieran 151,865 acciones adicionales a precio de venta de US$28.87, correspondiente al valor en libros de las acciones al 30 de noviembre de 2020.

El 23 de diciembre de 2020 se da a conocer al público inversionista que la Junta Directiva autorizó la posibilidad de recomprar, de tiempo en tiempo, Acciones Clase B de CM Realty, S.A. en mercado secundario a través de la Bolsa de Valores de Panamá. Adicionalmente, se da la distribución de dividendos bajo la modalidad de pago en acciones por Acción Clase B. En virtud de lo anterior, cualquier recompra por CM Realty, S.A. de sus Acciones Clase B se realizará a partir del 22 de enero de 2021. Dichas recompras se llevarán a cabo en los montos, precios y demás términos que establezca la Junta Directa o las personas facultadas por esta.

Adicionalmente, el 4 de enero de 2021 la Junta Directiva de CM Realty, S.A autorizó la distribución de dividendos, de Acciones Clase B tomando como referencia a los tenedores al 31 de diciembre de 2020, los mismos que son contemplados para el cálculo del 90% del año 2021. Así también, el 2 de febrero de 2021, se autorizó la distribución de dividendos para los tenedores de Acciones Clase B registrados al 29 de enero de 2021; mientras que el 1 de marzo de 2021, se autorizó el repago de dividendos para los tenedores registrados al 26 de febrero de 2021. Del mismo modo, a la fecha de este informe, se ha autorizado la repartición de dividendos para los Tenedores de Acciones de Clase B para los meses de marzo, abril y mayo 2021.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo Nº 145, el cual dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se estableció que, mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha medida, se ordenó el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a intereses por mora. Asimismo, se indicó que el arrendador y el arrendatario podrían resolver por mutuo acuerdo los conflictos originados sobre los cánones de arrendamientos dejados de pagar durante las medidas y disposiciones establecidas en dicho Decreto. Los Acuerdos tendrán una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. El pasado 31 de diciembre de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo No. 411 que modifica algunos artículos de los Decretos Ejecutivos Nº 145 del 1 de mayo de 2020 y Nº 314 del 7 de agosto de 2020. Las modificaciones incluyen: i) excepción de aquellos arrendatarios que económicamente no se encuentren afectados en sus ingresos por el Estado de Emergencia Nacional; en estos casos, el Arrendador puede hacer efectivo sus derechos o pretensiones ante la jurisdicción administrativa y judicial competente; ii) no hay obligación de que el Arrendador firme una extensión del Contrato para que el descuento en los cánones de arredramiento sea obligatorio; y, iii) se reduce de dos meses el mantenimiento del aplazamiento de los cánones de arrendamiento luego del levantamiento de las restricciones de la apertura.

Análisis Financiero del Deudor – CM Realty, S.A.

Activos y Liquidez

MEJORA EN INDICADORES DE LIQUIDEZ CON CAPITAL DE TRABAJO POSITIVO ANTE EL REPERFILAMIENTO DE LA DEUDA FINANCIERA

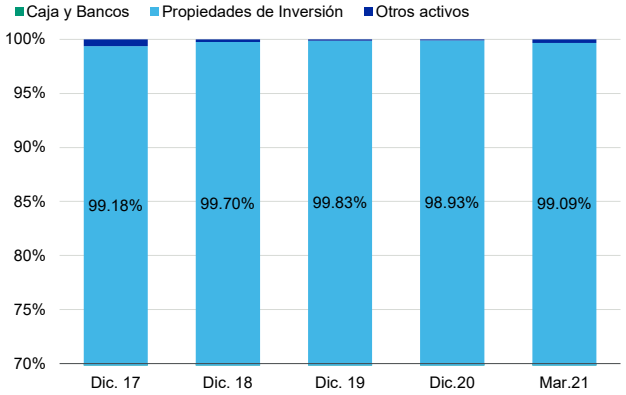
Al 31 de diciembre de 2020, los activos de CM Realty se redujeron en 2.23% respecto del ejercicio fiscal 2019 debido a la disminución en el valor de las propiedades de inversión de la Compañía, partida que representa el 98.93% del balance a la fecha analizada y que se contrajo en 3.10% entre períodos de diciembre. Esto último se explica por la pérdida neta por cambios en el valor razonable de las propiedades ante la crisis económica causada por los efectos del COVID-19. En ese sentido, al cierre fiscal 2020 CM Realty mantiene 36 propiedades de inversión, las cuales le permitieron arrendar 41 locales, de los cuales 34 son alquilados a las cadenas comerciales Cochez y Novey, mientras que 7 locales están arrendados a terceros. Cabe añadir que, de las 36 propiedades de inversión, un 50% redujeron su valor razonable, destacándose el Centro de Distribución del Grupo ubicado en Tocumen Commercial Park, seguido de las tiendas de Cochez situadas en 24 de diciembre y Villa Lucre y tiendas de Novey situadas en Centenial Park y Costa Verde. Lo anterior, fue ligeramente compensado, ante el incremento en el efectivo de CM Realty, el cual incrementó a US$1.9 millones, desde US$0.1 millones en diciembre 2019, asociado a fondos provenientes de la emisión de bonos corporativos para reperfilamiento de deuda e inversión CAPEX, no obstante, y dada la coyuntura actual, la inversión en propiedades fue parcialmente pospuesta, realizándose únicamente un abono para una nueva propiedad de US$175.0 mil (US$360.0 mil valor total) registrados en otros activos y el remanente se mantuvo en caja de la Compañía. Para el primer trimestre del ejercicio 2021, los activos totales se mantuvieron relativamente estables, al retroceder en 0.15% respecto a diciembre 2020, que recoge principalmente la reducción en efectivo (-38.65% trimestral), asociado a dividendos pagados durante el trimestre.

En lo que respecto a los ratios de liquidez de la Compañía, al cierre fiscal 2020, los niveles de liquidez presentan una mejora importante explicada mayormente por la disminución de los pasivos corrientes (-97.88% entre períodos de diciembre) producto del reperfilamiento de deuda bancaria a corto plazo y deuda amortizable de largo plazo a través de la emisión de bonos corporativos a largo plazo con repago

de capital *bullet* (al vencimiento) emitidos en septiembre 2020, lo cual, sumado al mayor efectivo registrado comentado en líneas previas, permitió un aumento en la liquidez corriente que se sitúo en 8.37x, desde 0.01x en diciembre 2019, niveles muy superiores al histórico de los últimos 4 períodos anuales (ver Gráfico 2). Consecuentemente, el capital de trabajo de la Compañía se ubicó en terrenos positivos, estructura que a su vez acompaña la naturaleza de CM Realty como Sociedad de Inversión Inmobiliaria, en donde la composición de los activos corresponde a propiedades de inversión registradas en el activo no corriente, considerando además que, los repartos regulares de las ganancias vía dividendos (por regulación) no permite un mayor fortalecimiento del activo corriente. Para el primer trimestre 2021, los niveles de liquidez corriente aumentan a 27.40x -producto del repago de cuentas por pagar a relacionadas- y registra un capital de trabajo positivo de US$1.5 millones. Resulta relevante indicar que, si bien la nueva estructura de deuda a largo plazo favorece los ratios de liquidez, se resalta el riesgo de refinanciamiento que existe una vez se aproxime el vencimiento de los bonos.

Gráfico 1

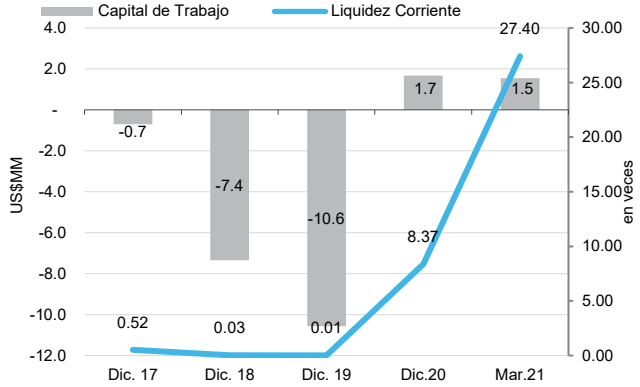
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: CM Realty / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

El PATRIMONIO SE MANTIENE COMO LA PRINCIPAL FUENTE DE FINANCIAMIENTO; ASIMISMO, SE EVIDENCIA UN AUMENTO EN PALANCA FINANCIERA ANTE MENOR GENERACIÓN EBITDA.

Al 31 de diciembre de 2020, los pasivos de CM Realty registraron un incremento de 7.48% respecto al mismo período del año previo, producto principalmente del incremento en la deuda financiera (+6.33% anual) asociado a la emisión de la Serie A y B de Bonos Corporativos por US$14.0 millones, las cuales se colocaron en el mes de septiembre de 2020. Los fondos provenientes de dichas emisiones se utilizaron para cancelar la totalidad de la deuda financiera que mantenía con bancos por US$12.9 millones, mientras que, el remanente estaba destinado a financiar parte de la adquisición de una nueva propiedad. No obstante y, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia, a la fecha no han adquirido nuevas propiedades de inversión dada la coyuntura actual por lo cual los fondos se mantienen mayormente en la caja de la Compañía y una porción se ha utilizado para el Programa de recompra y venta de acciones. Dentro de las condiciones de dichas emisiones, se destaca que el repago a capital es en una sola amortización al vencimiento (*bullet*), cuyo plazo de repago es en el año 2025 y 2027, respectivamente. Así también dichas emisiones se encuentran garantizadas a través de un Fideicomiso de Garantía que incluye bienes inmuebles y que cubren el saldo de capital en 157% y 152% al cierre de diciembre 2020 y marzo 2021, respectivamente, según Certificación del Fiduciario. Para mayor detalle sobre las condiciones de dicha Emisión referirse al Anexo II del presente Informe. Cabe añadir que, al término de marzo de 2021, los pasivos totales se reducen trimestralmente en 1.16% o -US$164.7 mil, principalmente por repago a cuentas por pagar a relacionadas.

Por su parte, el patrimonio neto registró un saldo de US$180.7 millones al 31 de diciembre de 2020, reduciéndose anualmente en 2.91% debido al efecto combinado de menores resultados obtenidos -en línea con la coyuntura actual por los efectos del COVID-19- sumado a una disminución en el valor razonable de las propiedades de inversión que presionó el superávit por revaluación de activos a US$114.3 millones desde US$120.5 millones en diciembre 2019. El superávit por revaluación de activos representó el 63.25% del patrimonio de CM Realty a diciembre 2020; pero no está disponible para la distribución de dividendos. Para marzo 2021, el patrimonio se mantuvo sin variaciones relevantes (-0.07% trimestral).

Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, por Ley, están obligadas a distribuir no menos del 90% de su utilidad neta fiscal, excluyendo la ganancia no realizada por registro a valor razonable de las propiedades de inversión. En ese sentido, al 31 de diciembre de 2020, CM Realty distribuyó dividendos[4] a los tenedores de las Acciones Clase B por US$10.4 millones, lo que representó el 98.32% de la utilidad

[4] La Junta Directiva de CM Realty, S.A. en reunión extraordinaria celebrada el día 25 de marzo de 2020, aprobó con efecto inmediato suspender temporalmente el pago de los dividendos ordinarios a los tenedores de las acciones clase B que habían sido declarados anteriormente por la Junta Directiva de la sociedad de acuerdo a un cronograma de pago los días 15 de abril, 15 de mayo, 15 de junio y 15 de julio de 2020. Los saldos en concepto de dividendos fueron cancelados mensualmente a partir del mes de septiembre hasta diciembre de 2020.

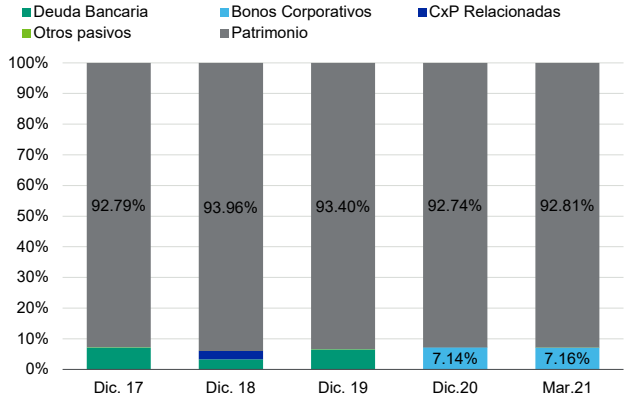
neta menos ganancias no realizadas del ejercicio 2019. Del monto anterior, resulta relevante agregar que, US$6.0 millones se repartieron a los accionistas y US$4.4 millones se capitalizaron, esto último conllevando a que se emitieran 151,865 acciones adicionales a precio de venta de US$28.87, correspondiente al valor en libros de las acciones al 30 de noviembre de 2020. Dichas acciones adicionales fueron repartidas en la misma proporción de tenencia de acciones Clase B. Lo anterior, se tradujo en un aumento en el capital social de 10.37% anual, lo que permitió compensar, en parte, el comportamiento de las utilidades del ejercicio y del superávit por revaluación de activos.

Como información adicional se destaca que, el capital social está conformado por 6,617,673 Acciones en circulación Tipo B (6,485,808 en diciembre 2019) las cuales están registradas a un valor contable de US$4.0 por acción, mientras que el Valor Neto por Acción Tipo B fue de US$27.29 al cierre de diciembre 2020, logrando una relación Precio/Valor Neto por acción de 6.82x. Las Acciones Clase B podrán ser redimidas en primera instancia el 15 de enero de 2022 y en segunda instancia el 15 de enero de 2029, a discreción de la Junta Directiva. Al respecto y, según lo manifestado por la Gerencia, a la fecha no se tiene previsto ejecutar dicha opción.

Dado que el patrimonio representó el 92.74% de los activos totales del Emisor al cierre fiscal 2020, la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) se mantuvo en niveles adecuados al ubicarse en 0.08x, mientras que la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) incrementó a 1.88x, desde 1.20x en diciembre de 2019, debido al menor EBITDA generado por reducción en los cánones de arrendamiento y, en menor medida, a la emisión de las Series A y B de bonos garantizados que sustituyó toda la deuda bancaria. Para marzo 2021, la palanca contable se mantuvo sin variación respecto a diciembre 2020, mientras que la palanca financiera incrementó a 2.02x ante el menor EBITDA del período anualizado.

Gráfico 3

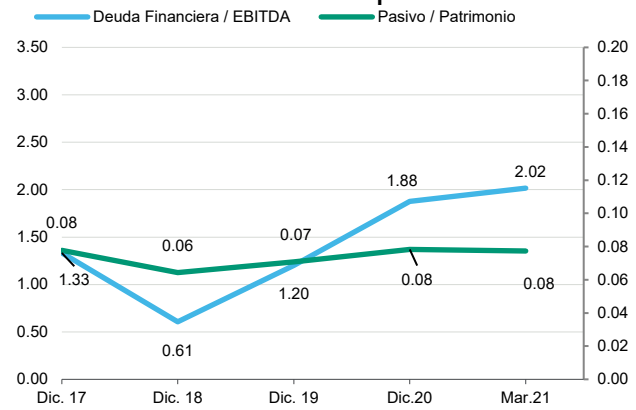
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: CM Realty / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia

NIVELES DE RENTABILIDAD IMPACTADOS POR MENORES CÁNONES DE ARRENDAMIENTO, ASÍ COMO POR CAMBIOS EN EL VALOR RAZONABLE DE LAS PROPIEDADES.

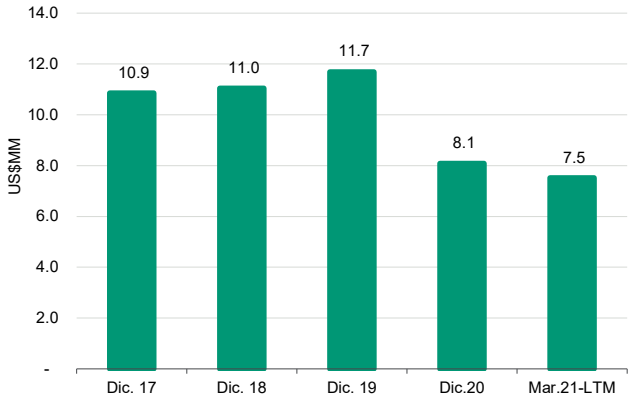
Al término del año 2020, los ingresos por alquileres de CM Realty disminuyeron en 30.82% respecto al mismo periodo del año previo, sustentado principalmente en exoneraciones de los alquileres entre los meses de abril y mayo 2020, así como por disminuciones en los cánones de arrendamiento (-27% en promedio) a partir de junio de 2020 hasta enero de 2021, en línea con las negociaciones del Emisor con los arrendadores con el fin de brindarles apoyo a la cadena de pago afectada por los efectos del COVID-19 en la economía. Es importante mencionar que, a diciembre de 2020, el 95.85% de los ingresos de CM Realty correspondieron al alquiler de propiedades a las cadenas de tiendas Cochez y Novey, las cuales pertenecen al mismo grupo económico; mientras que alrededor del 4.15% restante proviene del alquiler de terrenos y locales comerciales a terceros. Los contratos pactados con las compañías relacionadas Novey y Cochez tienen una duración de 15 años con vencimientos que oscilan entre los años 2029 y 2032, mientras que los contratos con terceros tienen vencimientos que oscilan entre 2 y 10 años, lo cual otorga al Emisor una mayor predictibilidad de la generación futura de flujos operativos para el repago oportuno de su deuda y el pago de los dividendos a los tenedores de las Acciones Tipo B.

Pese a la disminución de los gastos operativos en un 15.17% entre períodos fiscales, el margen operativo de CM Realty disminuyó a 91.68%, desde 93.22% en el ejercicio 2019, como resultado de la disminución en los ingresos por arrendamiento. Por otro lado, el incremento en la deuda financiera ocasionó que los gastos financieros fueran superiores (+89.83% anual). Así también se registró una pérdida contable por cambios en el valor razonables de las propiedades de inversión por US$6.2 millones, que absorbió el 76.69% de los ingresos y, resultó en una fuerte caída de la utilidad neta en 96.55% entre períodos de diciembre. Esto último, presionó fuertemente el retorno promedio sobre los activos (ROAA) y el retorno promedio para el accionista (ROAE) hasta ubicarlos en 0.33% y 0.35% respectivamente (10.27% y 9.62%, respectivamente en diciembre 2019).

Para el primer trimestre del ejercicio en curso, la utilidad neta retrocede en 20.06% respecto a marzo 2020, asociado principalmente a la reducción de los ingresos por alquiler (-18.65% interanual) lo que se explica por una reducción del 10% de los cánones de arrendamiento a partir de febrero 2021, considerando además la reducción del 27% de la cuota de arrendamiento que aplicó hasta enero 2021). A lo anterior suma, el incremento en gastos financieros (+29.91% interanual) ante la mayor deuda financiera. Resulta relevante agregar que, al primer trimestre 2021, el 97.05% de los ingresos provienen de alquiler de propiedades a las relacionadas, Cochez y Novey, relación que se incrementa respecto a lo observado al cierre anual 2020, atribuido a la salida de un contrato con terceros.

Gráfico 5

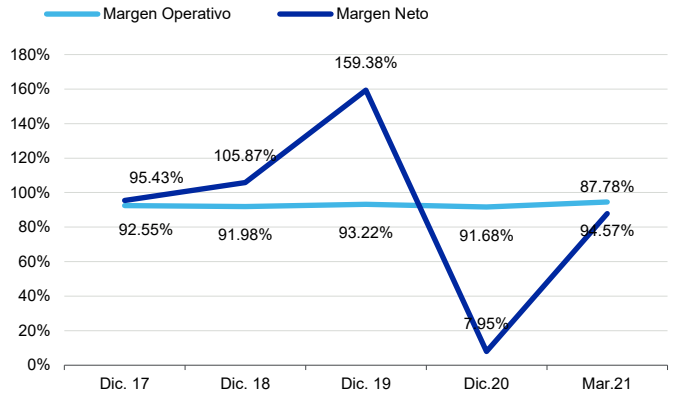
Evolución de las Ventas (US$ millones)



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de Márgenes



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

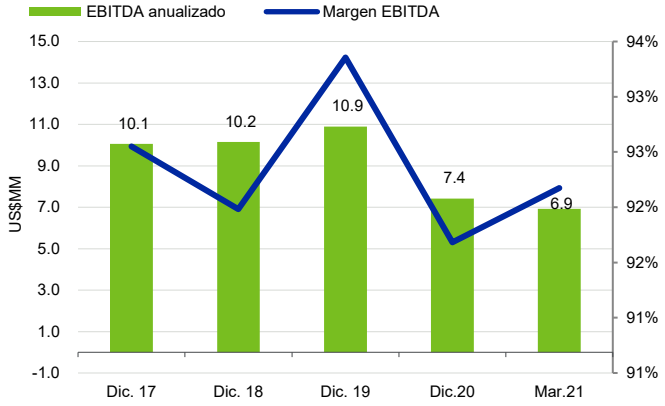
PESE AL INCREMENTO DE LA DEUDA FINANCIERA, EL EBITDA Y EL FLUJO DE CAJA OPERATIVO BRINDARON UNA ADECUADA COBERTURA AL SERVICIO DE DEUDA, ANTE LA MEJORA EN EL PERFIL DE VENCIMIENTO DE LA DEUDA.

Al cierre del ejercicio 2020, el EBITDA de CM Realty se sitúo en US$7.4 millones, reduciéndose en 31.96% con respecto a diciembre de 2019, sustentado en los alivios otorgados a los locatarios que incluyeron suspensión y disminución de los alquileres durante el año 2020 mencionado previamente. Lo anterior, sumado al incremento en gastos financieros -ante aumento de deuda por emisión de bonos corporativos-, si bien ajustó la cobertura sobre los mismos a 13.02x, desde 36.32x en diciembre 2019, permitió mejorar la cobertura sobre servicio de deuda a 13.02x, desde 3.93x en diciembre 2019, considerando que el repago de capital de la Serie A y B de bonos es al vencimiento (*bullet*). Por otro lado y, pese a la reducción de la utilidad neta, el Flujo de Caja Operativo (FCO) al cierre 2020 presentó un aumento de 23.13%, lo que recoge menor repago de cuenta por pagar a relacionadas respecto al año 2019. Asimismo, al ajustar el FCO por los intereses pagados, resulta en una cobertura de los gastos financieros y el Servicio de Deuda de 13.32x.

Para el primer trimestre 2021, el EBITDA del período se ajustó en 17.79% respecto a marzo 2020, asociado la reducción del canon de arrendamiento ante la situación del COVID-19. De anualizar el EBITDA, la cobertura que brinda sobre los gastos financieros y servicios de deuda se sitúa en 11.34x. Por su parte, el FCO acumulado del primer trimestre 2021 se ubicó en US$1.4 millones, retrocediendo un 80.46% respecto al mismo período del año previo, explicado por flujos obtenidos de empresas relacionadas para el primer trimestre 2020. De anualizar el FCO y devolverle los gastos financieros, la cobertura con FCO sobre el servicio de deuda se ubicó en 3.24x a marzo 2021.

Gráfica 7

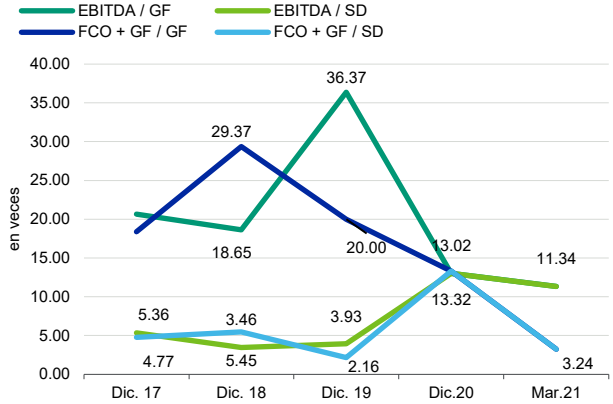
Evolución del EBITDA (US$ Millones)



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

Gráfica 8

Evolución de Indicadores de Cobertura



Fuente: CM Realty/ Elaboración: Moody's Local

CM REALTY, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVO	**194,509**	**194,808**	**199,594**	**199,243**	**187,976**	**186,895**
Caja y Bancos	1,144	1,865	**191**	110	108	351
Propiedades de Inversión	192,733	192,733	198,905	198,905	187,413	185,361
Construcción en proceso	129	129	133	129	129	129
TOTAL PASIVO	**13,977**	**14,141**	**13,111**	**13,158**	**11,359**	**13,481**
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	0	**0**	2,474	2,388	1,388
Obligaciones financieras a corto plazo	0	0	8,148	8,148	0	0
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	175	4,900	0	5,134	0
Préstamos Bancarios Largo Plazo	0	0	**0**	2,464	3,774	12,006
Bonos por pagar	13,918	13,914	0	0	0	0
Dividendos por pagar accionistas	0	0	0	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO NETO	**180,532**	**180,666**	**186,486**	**186,085**	**176,617**	**173,414**
Capital Social	46,380	46,388	42,028	42,028	42,076	42,105
Superávit por revaluación de activos	114,263	114,263	120,466	120,466	112,432	110,354
Utilidades Acumuladas	19,890	20,016	23,989	23,591	22,108	21,220

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	2,503	8,088	3,077	11,691	11,041	10,862
Costos de Servicios	0	0	0	0	0	0
Utilidad bruta	**2,503**	**8,088**	**3,077**	**11,691**	**11,041**	**10,862**
Gastos Generales y Administrativos	(272)	(1,345)	(198)	(1,586)	(1,770)	(1,618)
Utilidad Operativa	**2,367**	**7,416**	**2,879**	**10,898**	**10,156**	**10,052**
Cambios en valor razonable de Propiedades de Inversión	0	(6,203)	0	8,034	2,078	1,781
Gastos Financieros	(170)	(570)	(131)	(300)	(545)	(487)
Utilidad Neta	**2,197**	**643**	**2,748**	**18,634**	**11,689**	**10,365**

CM REALTY, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.08x	0.08x	0.07x	0.07x	0.06x	0.08x
Deuda Financiera / Pasivo	1.00x	0.98x	0.62x	0.99x	0.54x	0.99x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.08x	0.08x	0.04x	0.07x	0.03x	0.08x
Pasivo / Activo	0.07x	0.07x	0.07x	0.07x	0.06x	0.07x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.00x	0.02x	1.00x	0.81x	0.67x	0.11x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	1.00x	0.98x	0.00x	0.19x	0.33x	0.89x
Deuda Financiera / EBITDA	2.02x	1.88x	ND	1.20x	0.61x	1.33x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	27.40x	8.37x	0.04x	0.01x	0.03x	0.52x
Prueba Ácida[1]	27.40x	8.37x	0.04x	0.01x	0.03x	0.52x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	19.50x	8.22x	0.01x	0.01x	0.01x	0.24x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,549	1,673	-12,637	-10,565	-7,350	-708
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	5.43%	8.32%	7.17%	6.78%	8.02%	7.45%
Gastos Financieros / Ingresos	6.79%	7.04%	4.25%	2.57%	4.93%	4.48%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	94.57%	91.68%	92.83%	93.23%	91.98%	92.55%
Margen Neto	87.78%	7.95%	88.58%	159.41%	105.87%	95.43%
ROAA (LTM)	0.05%	0.33%	ND	9.62%	6.24%	5.60%
ROAE (LTM)	0.05%	0.35%	ND	10.27%	6.68%	6.02%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	1,436	7,020	7,351	5,694	15,450	8,461
FCO anualizado (US$ Miles)	1,105	7,020	ND	5,694	15,450	8,461
EBITDA (US$ Miles)	2,367	7,416	2,856	10,898	10,156	10,052
EBITDA LTM (US$ Miles)	6,904	7,416	ND	10,898	10,156	10,052
Margen EBITDA	92.17%	91.68%	9.58%	93,23%	91,98%	92,55%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	11.34x	13.02x	ND	36.32x	18.65x	20.65x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	11.34x	13.02x	ND	3.93x	3.46x	5.36x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	3.24x	13.32x	ND	19.98x	29.37x	18.38x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	3.24x	13.32x	ND	2.16x	5.45x	4.77x

[1]Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

Anexo I

Historia de Calificación

CM Realty, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.20)[1/]	Calificación Actual (al 31.12.20 y 31.03.21)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Bonos Rotativos Garantizados hasta por US$50.0 millones **Serie A** (hasta por US$4.0 millones)	A-.pa	A-.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa de Bonos Rotativos Garantizados hasta por US$50.0 millones **Serie B** (hasta por US$10.0 millones)	A-.pa	A-.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

[1/] Sesión de Comité del 22 de febrero de 2021 (informe de carácter público - Bonos) con información intermedia al 30 de septiembre de 2020 (Series A y B de Bonos Rotativos Garantizados)

Anexo II

Programa de Bonos Corporativos Garantizados - hasta por US$50.0 millones

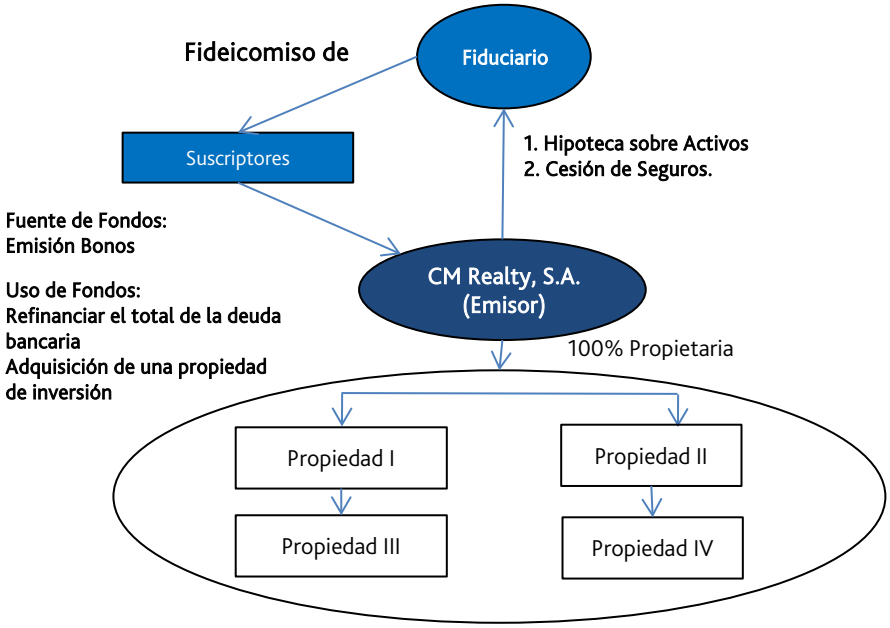
Monto del Programa:	US$50.0 millones
Tipo de Instrumento:	Bonos Corporativos Garantizados y No Garantizados
Plazo del Programa:	10 años
Garantía:	El emisor podrá garantizar las obligaciones de una o varias Series de Bonos mediante un Fideicomiso de Garantía
Redención Anticipada:	Los Bonos podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de la fecha que determine el Emisor mediante el Suplemento al Prospecto Informativo
Fiduciario:	MMG Bank Corporation

Bonos Corporativos Garantizados

Serie:	A	B
Monto Máximo de la Serie:	US$4.0 millones	US$10.0 millones
Monto en Circulación al 31.03.21:	US$4.0 millones	US$10.0 millones
Fecha de Colocación:	9 de septiembre de 2020	9 de septiembre de 2020
Plazo:	Hasta 5 años a partir de fecha de emisión	Hasta 7 años a partir de fecha de emisión
Tasa de Interés:	4.50%	5.00%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Al vencimiento	Al vencimiento
Garantía:	Se tendrá un Fideicomiso de Garantía	Se tendrá un Fideicomiso de Garantía
Cobertura de Garantía:	Cobertura de Garantía mínima de 120%	Cobertura de Garantía mínima de 120%
Bienes Cedidos en Garantía:	La Serie A y B estará garantizada mediante un Fideicomiso Irrevocable de Garantía. Los bienes del Fideicomiso estarán constituidos por: (i) derechos hipotecarios y anticréticos derivados del Contrato de Hipoteca y cualquier producto obtenido de su ejecución, y (ii) cesión de las pólizas de seguro de los bienes gravados y cualesquiera dineros obtenidos producto de reclamos presentados a las aseguradoras de conformidad con los términos de la póliza respectiva	
Redención Anticipada:	La Serie A y B podrá ser redimida total o parcialmente a opción del Emisor, a partir del segundo año.	

Anexo III

Detalle de la Estructura del Programa de Bonos Corporativos



Riesgos de la Estructura

Riesgo de Pago de Capital e Intereses
El pago de intereses y capital de los Bonos dependerá de los ingresos del Emisor que a su vez provienen de los arrendamientos de propiedades, los cuales a la fecha se encuentran afectados producto de las medidas adoptadas por el obierno Panameño para contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19, las cuales han impactado en la generación de las relacionadas Cochez y Novey.

Riesgo de Crédito
Cualquier cambio o desmejoramiento en la posición financiera de los arrendatarios de los activos inmobiliarios que componen el portafolio del Emisor afectará los resultados del Emisor.

Riesgo de la Naturaleza y Competencia del Negocio
Las actividades realizadas por el Emisor están sujetas a factores de riesgo propios del sector inmobiliario, tales como liquidez, mercado, demanda, ambiental y la situación del entorno económico local y global. Existen riesgos relacionados a cambios en la política nacional o a cambios regulatorios que pudiesen tener un impacto negativo en la actividad inmobiliaria, por ende, el éxito de las operaciones del Emisor depende de la demanda existente en el arrendamiento.

Riesgo de Fuente de Pago de los Bonos
El pago de los intereses y el capital de los Bonos dependerá de los ingresos del Emisor provenientes del arrendamiento de los bienes inmuebles. Por lo tanto, una baja ocupación de los bienes inmuebles arrendados y/o del canon de arrendamiento respectivo, podría poner en riesgo el repago del capital e intereses de los Bonos.

Riesgo por la Valoración de los Bienes Dados en Garantía
Existe el riesgo de que el valor de venta o liquidación de los bienes dados en garantía difiera del valor que un tercero determine mediante un avalúo independiente y que, en determinado momento, el valor de la garantía sea menor al monto de las obligaciones relacionadas a la Serie A y B calificada.

Riesgo por Efectos Ocasionados por la Naturaleza
El Emisor cuenta con planes de contingencia para mitigar eventos fortuitos causados por la naturaleza; sin embargo, existe el riesgo de que eventos mayores como sismos, inundaciones, incendios, entre otros tengan un impacto negativo en las operaciones del Emisor.

Garantías asociadas a las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados

El Fideicomiso de Garantía asociado a las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados emitida por CM Realty incluye los siguientes activos cedidos por el Fideicomitente Garante: (a) derechos hipotecarios y anticréticos derivados del Contrato de Hipoteca y cualquier producto obtenido de su ejecución, sobre bienes inmuebles del Emisor con un valor de avalúo, así como las pólizas de seguro de los bienes gravados y cualquier flujo dinerario obtenido producto de reclamos presentados a las aseguradoras de conformidad con los términos de la póliza respectiva o (b) fondos líquidos y disponibles en la Cuenta del Fideicomiso que representen un valor no menor a 120% del saldo insoluto a capital adeudado bajo los Bonos emitidos y en circulación de la Serie Garantizada. De acuerdo con la información de Fiduciario, las cuatro fincas puestas en garantía suman un valor razonable de US$22.0 millones de acuerdo a los respectivos avalúos realizados en enero y febrero 2020, brindando una cobertura de 157% sobre el saldo a capital de la Serie A y B de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US$14.0 millones. Según certificación del Fiduciario al 27 de abril de 2021, la suma del valor de las fincas fue por US$21.3 millones, brindando una cobertura de 152%, cumpliendo con el mínimo requerido.

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de Moody´s Local PA (https://www.moodyslocal.com/country/pa) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody´s Local PA, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferente vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020 de CM Realty, S.A, así como Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2020 y 2021. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero 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 pero 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, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].
Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.
Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL