DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Vía España con Vía Argentina Edificio Corporativo Grupo Rey – Piso 9 Ciudad de Panamá

Panamá, 23 de diciembre de 2019



Señora

Yolanda Real

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Ciudad.-

Estimada señora Real:

Sean estas líneas portadoras de un cordial saludo.

Por medio de la presente y en cumplimiento con las normas relacionadas con las obligaciones de notificaciones de Hechos Relevantes, informamos que Desarrollos Comerciales, S.A., ha recibido por parte de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo, S.A., (Antes Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.) ratificación de la Calificación con categoria BBB-.pa asignada a las Series B, C, D, E y F de Bonos Corporativos, asi como la ratificación de la categoría BB-.pa a la Serie A de los Bonos Subordinados. Asimismo, el Comité de Calificación decidió asignar la calificación BBB-.pa a las Series Senior G y H, todas contempladas dentro de la Emisión Publica de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A., de hasta US\$200.0 millones autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores según Resolución SMV No.102-16 de 29 de febrero de 2016 y modificada según Resolución SMV No.208-18 de 08 de mayo de 2018. La perspectiva se mantiene Estable.

La información utilizada por la Calificadora comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2016, 2017, 2018, 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A.

Sin más por el momento, agradeciendo la atención prestada.

Atentamente,

Alexander Psychoyos

Representante Legal



INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité: 23 de diciembre de 2019

Actualización

CALIFICACIÓN*

Desarrollos Comerciales, S.A.

Domicilio Panamá
Bonos Corporativos BBB-.pa
Bonos Subordinados BB-.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo

VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Linda Tapia Analyst <u>linda.tapia@moodys.com</u>

Roberto Vallejo Associate Analyst roberto.vallejo@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá

+507 214 3790

Desarrollos Comerciales, S.A.

Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante Moody's Local PA) ratifica la categoría BBB-.pa a las Series Senior B, C, D, E y F, así como la calificación BB-.pa asignada a la Serie Subordinada A, todas contempladas dentro de la Emisión Pública de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A. (en adelante, DC o el Emisor), de hasta US\$200.0 millones. Asimismo, el Comité de Calificación decidió asignar la calificación BBB-.pa a las Series Senior G y H, también contempladas en el Programa de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales.

Las calificaciones asignadas a las Series Senior se sostienen en el respaldo que brindan las estructuras de las emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por Fideicomisos de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de los locatarios de las propiedades cedidas, los cuales son administrados por los Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda. Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas, así como la existencia de una Cuenta de Reserva que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda de los siguientes tres meses de pago. Las calificaciones también consideran favorable la vigencia y duración de los contratos cedidos como garantía, cuyos vencimientos exceden al de las Series Senior en circulación. Es relevante señalar que los cánones cedidos son de componente 100% fijo, con excepción de aquellos cedidos por Arcos Dorados (Mc Donald's), en los cuales el componente fijo igual es elevado, al situarse en línea del 92%. Lo anterior proporciona una favorable predictibilidad de flujos, respaldando las obligaciones senior en circulación.

Sin perjuicio de lo anteriormente descrito, a la fecha limita poder otorgar una mayor calificación a las Series Senior, los ajustados indicadores financieros que muestra el Emisor. Cabe indicar igualmente que la ajustada situación financiera de DC se encuentra parcialmente sostenida por la tenencia de deuda subordinada. En este sentido, si bien el accionista es tenedor del 100% de los Bonos Subordinados emitidos, la misma computa contablemente como un pasivo. Adicionalmente, esta deuda considera el pago de intereses a una tasa de 12% anual, los cuales afectan la utilidad de la Compañía por el reconocimiento del gasto y -al no haber sido pagados oportunamente- también incrementan el pasivo por el registro del saldo de intereses por pagar. Por otro lado, resulta importante señalar que la Emisión de los Bonos Corporativos Senior incluye un resquardo de endeudamiento que debe cumplir el Emisor, el mismo que, si bien depura el efecto de los Bonos Subordinados, viene incumpliéndose a la fecha de análisis, conllevando a que el Emisor deba solicitar dispensas. También se consideran los bajos indicadores de cobertura del Servicio de Deuda que ha registrado DC en los periodos evaluados, habiendo cumplido con el pago de sus obligaciones mediante la emisión de nueva deuda senior o el aporte de los accionistas a través de la colocación de Bonos Subordinados o la toma de préstamos contabilizados como Cuentas por Pagar a Relacionadas. Cabe indicar que DC ha cumplido en todo momento con el pago del Servicios de Deuda de los Bonos Senior al encontrarse estas respaldadas por los flujos cedidos al Fideicomiso. Otro de los elementos que actúan como limitante a la calificación consiste en que, de acuerdo a las proyecciones recibidas, el Emisor requerirá emitir nuevas series para refinanciar sus obligaciones. Por su lado, la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge el factor de no contar con las garantías y resquardos antes descritos -cuenta con fianza solidaria del accionista- su grado de subordinación y el no haberse registrado pagos de intereses a la fecha de análisis.

Moody's Local continuará monitoreando de la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones del Emisor, así como del cumplimiento de los resguardos financieros mantenidos, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Disminución continua de la Palanca Financiera y la Palanca Contable del Emisor.
- » Mejora en la generación de flujos del Emisor que le permita cubrir la totalidad de sus obligaciones financieras.
- » Fortalecimiento de las políticas de Gobierno Corporativo mediante la implementación de una política formal de distribución de dividendos o el nombramiento de un Director Independiente.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Disminución relevante en los flujos generados por el Emisor, pudiendo llevar al incumplimiento de los resguardos de cobertura de servicio de deuda.
- » Incumplimiento de los resguardos financieros y compromisos contractuales establecidos en el Prospecto.
- » Modificación de los términos y condiciones pactados que terminen afectando el grupo de mejoradores de la estructura (respaldo de garantías y resguardos financieros).
- » Subordinación de los instrumentos calificados ante una posible emisión de valores con mejores condiciones.
- » Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que afecten la cobertura del saldo de los Bonos Corporativos Senior.
- » Desviación de las proyecciones remitidas.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

» Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1
DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

	Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
Activos (US\$/Miles)	153,098	168,734	168,264	170,512
Ingresos (US\$/Miles)	10,010	10,125	9,464	5,963
EBITDA (US\$/Miles)	8,102	6,175	4,162	2,049
Deuda Financiera / EBITDA	14.00x	22.92x	33.31x	73.57x
EBITDA / Gastos Financieros	0.77x	0.59x	0.40x	0.30x
FCO + Gastos Financieros / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	0.43x	0.21x	0.19x	0.02x

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2 BG TRUST, INC

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$ Miles)	10,368	9,057	7,889	6,731
Utilidad Neta (US\$ Miles)	1,372	1,231	1,148	997
ROAA	14.18%	14.53%	15.70%	15.92%
ROAE	14.92%	14.61%	15.77%	15.97%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 3 RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Sep-19	Sep-18	Sep-17
Flujos / Servicio de Deuda	>1.15x	1.23x	1.64x	1.70x
Flujos / Servicio de Deuda Proyectada	>1.15x	1.19x	1.20x	1.66x
Endeudamiento**	<2.50x	3.00x	3.62x	2.85x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación	>125%	159.86%	169.6%	169.8%

^{*}Los términos y condiciones para los cálculos del Flujo disponible para el Servicio de Deuda y el Total Servicio de Deuda están establecidos en el Prospecto de cada Emisión de Bonos.

Generalidades

Descripción de la Estructura

El Emisor mantiene inscrito un Programa de Bonos Corporativos no rotativos hasta por US\$200.0 millones, el cual le permite colocar Bonos Senior hasta por US\$130.0 millones y Bonos Subordinados hasta por US\$70.0 millones. El Programa de Bonos tiene un periodo de disponibilidad para emitir las distintas series hasta el 31 de diciembre de 2019. Como condición precedente a las emisiones de Series Senior, DC deberá contar con contratos de arrendamiento firmados donde la cobertura mínima para los próximos cinco años deberá ser mayor a 1.15 veces (en el Anexo II del presente informe se señalan las características de los instrumentos en circulación del Emisor calificados por Moody's Local). En la estructura de los Bonos Corporativos Senior, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso administrado por BG Trust Inc. (Subsidiaria de Banco General). Mayor detalle sobre la estructura se detalla en el Anexo III.

Los Fideicomisos de Garantía de las Series Senior emitidas por DC poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes: i) Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad del Emisor, las cuales deberán cubrir en todo momento por lo menos 125% del saldo insoluto de capital de las Series Senior de los Bonos; ii)cesión irrevocable e incondicional de los flujos provenientes de los Contratos de Arrendamiento, los mismos que han sido cedidos en su totalidad a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento; iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas del Fideicomiso y iv) la cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las mejoras que existan o se incorporen a futuro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso, las cuales deberán cubrir en todo momento un mínimo del 80% del valor de las mejoras. Sobre la Serie A (Subordinada), la misma cuenta con la fianza de SQF, la cual fue incorporada en febrero de 2018 mediante una enmienda realizada a los términos y condiciones del Programa de Bonos.

Entidades Participantes

El Emisor - Desarrollos Comerciales, S.A.

Desarrollos Comerciales, S.A. es una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en el mes de junio de 2013. El negocio de DC consiste en la compra y/o construcción y desarrollo de proyectos comerciales ubicados en la República de Panamá, para posteriormente alquilar dichos espacios a terceros. El detalle de las propiedades de DC se señala en el Anexo IV. Las acciones de Desarrollos Comerciales son 100% propiedad de SQF Group, Inc. (en adelante SQF), cuyos accionistas cuentan con amplia trayectoria en el sector comercial e inmobiliario. Cabe indicar que el Grupo Tagarópulos, principal accionista de SQF, ha registrado cierta recomposición en sus propiedades en los últimos ejercicios. Al respecto, realizaron el cierre organizado de una de las principales empresas que mantenía el Grupo (no venía siendo rentable) y vendieron favorablemente una importante porción de sus activos en una empresa.

Los Fiduciarios - BG Trust, Inc.

La estructura de los Bonos Corporativos Senior de DC involucra como Fiduciaria a BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. En su calidad de Fiduciario, se encarga de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de estos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

Desarrollos Recientes

Como hecho relevante a la fecha de análisis, DC procedió a realizar la venta del terreno de Parque Logístico (Mornings Property) el 31 de mayo de 2019 por US\$13.0 millones. Si bien los fondos se utilizaron para reducir deuda financiera, el valor de la venta conllevó al registro de una pérdida de US\$6.3 millones, lo cual aumentó la presión contra el patrimonio, el cual se encontraba en terreno negativo. No obstante, se logró revertir lo anterior mediante la capitalización de las Cuentas por Pagar a SQF Group, Inc por US\$12.0 millones, acordada en Junta General de Accionistas de fecha 20 de junio de 2019. Posteriormente, con fecha 2 de agosto de 2019 se procedió a emitir la Serie F por US\$9.2 millones, destinando los recursos para pagar los financiamientos bancarios de la Siesta (incorporando el inmueble al Fideicomiso de Garantías), amortizar una línea de crédito previamente garantizada por la propiedad de Mornings Property y la propiedad San Fernando (también incorporado al Fideicomiso de Garantías) y amortizar el financiamiento garantizado por la propiedad

^{**} El Emisor cuenta con la dispensa correspondiente para el ratio de Endeudamiento hasta diciembre de 2019

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

de Valle Claro. Como hecho relevante posterior al corte de análisis, el 16 de diciembre de 2019, con la dispensa correspondiente, se procedió a realizar el pago de intereses de los bonos subordinados por US\$14.9 millones y luego se recibió la capitalización de SQF por el mismo monto, favoreciendo el patrimonio de DC. Adicionalmente, cabe señalar que el Emisor se encuentra próximo a colocar dos nuevas series senior (G y H) por un total de US\$51.0 millones, el cual será utilizado para refinanciar deuda; cancelando tres préstamos bancarios y redimiendo anticipadamente las series B y D del Programa. Al cancelar las obligaciones bancarias se estarían liberando las garantías de tres nuevas propiedades que ingresarían al Fideicomiso para respaldar la estructura (Santa Fé, Los Ángeles y la Galería). Para mayor detalle de las series a ser emitidas referirse al Anexo II.

Análisis financiero de Desarrollos Comerciales, S.A.

Para el análisis financiero del Emisor, se tomaron las cifras de Desarrollos Comerciales S.A. y Subsidiarias, debido a que, conforme se emitan las Series Senior Adicionales, los activos serán traspasados al Emisor y los inmuebles incorporados al Fideicomiso de Garantías.

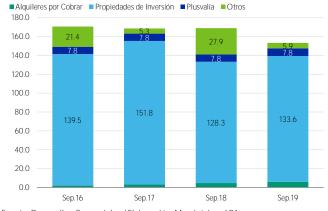
Activos y Liquidez

RETROCESO EN LOS ACTIVOS POR LA VENTA DE MORNINGS PROPERTY

Al 30 de septiembre de 2019, los activos de DC se situaron en US\$153.1 millones, retrocediendo en 9.27% respecto a lo registrado al cierre fiscal del 2018 a razón de la venta del terreno de Parque Logístico, el mismo que se contabilizaba como activo mantenido para la venta. Lo anterior fue parcialmente mitigado por el incremento en el valor de las propiedades de inversión (+US\$5.3 millones), siendo este el principal activo de DC, rubro que representa el 87.26% de los activos totales. Dicho ajuste permite estimar el respaldo de las garantías asociadas a los Fideicomisos de cada Emisión. A la fecha de análisis, DC cuenta con 18 propiedades de inversión, de las cuales 16 corresponden a centros comerciales y locales estabilizados, uno a un proyecto en estabilización y un proyecto por desarrollar. Cabe señalar que todas las propiedades que posee el Emisor son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado actual.

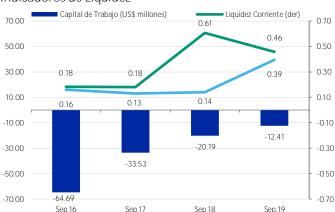
Dada la naturaleza del negocio de DC, los indicadores de liquidez corriente que presenta la Empresa son ajustados y suelen registrar capital de trabajo negativo, toda vez que su principal activo productivo lo conforman las propiedades de inversión, por lo que su capacidad de afrontar sus obligaciones a corto plazo es medida a partir de los flujos operativos provenientes del alquiler de las mismas. En el caso del Emisor, las obligaciones a corto plazo son utilizadas para la adquisición de terrenos y desarrollo de plazas comerciales a largo plazo.

Gráfico 1
Evolución de la Estructura de Activos – US\$ millones



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Gráfico 2 Indicadores de Liquidez



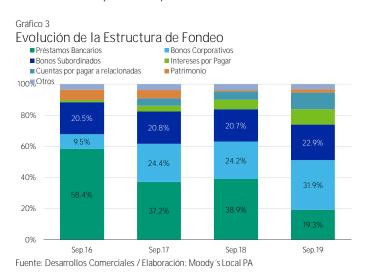
Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody s Local PA

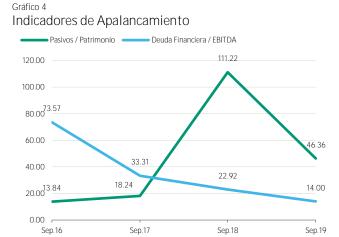
Estructura Financiera y Solvencia

MEJORA EN INDICADORES DE APALANCAMIENTO, AUNQUE ESTOS SE MANTIENEN TODAVÍA ELEVADOS

Al 30 de septiembre de 2019, los pasivos de DC totalizaron US\$149.9 millones, retrocediendo en 10.38% respecto al 2018 debido principalmente a la amortización de obligaciones financieras con los fondos de la venta de Mornings Property, así como por la capitalización de cuentas por pagar que DC mantenía con su accionista, lo cual fue parcialmente mitigado por un incremento en las cuentas por pagar a relacionadas. A la fecha de análisis, la deuda financiera total asciende a US\$113.4 millones, nivel que retrocede en US\$28.1 millones respecto a septiembre de 2018 como consecuencia de los fondos de la venta señalada, así como por un aporte de los accionistas (contabilizado como cuenta por pagar a relacionadas). De acuerdo a lo indicado por el Emisor, se contempla la emisión de Bonos Subordinados (dentro de la Serie A) para descontar el saldo de cuentas por pagar a relacionadas (US\$16.5 millones, luego de la

capitalización de US\$12.0 millones el 20 de junio del 2019). Producto de la amortización de sus obligaciones y la capitalización señalada, el Emisor logró mejorar su palanca contable (pasivo / patrimonio), aunque esta se sitúa aún en niveles elevados tal como se detalla en el Gráfico 4. Cabe señalar que se esperaría que producto de la capitalización del 16 de diciembre por US\$14.9 millones, se debería registrar una nueva mejora con cifras al 31 de diciembre de 2019. De realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados y las cuentas por pagar a relacionadas del pasivo (en los estados financieros del Emisor se señala que estas cuentas se "capitalizarían" mediante la emisión de Bonos Subordinados) - la Palanca Contable Ajustada se situaría en 1.20 veces al 30 de septiembre 2019. Por su lado, la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA) de DC continúa con la tendencia a la baja, aunque también permanece en niveles elevados. De realizar un ajuste en la Palanca Financiera (excluyendo los Bonos Subordinados), la misma se situaría igualmente en niveles elevados (9.68 veces).





Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody 's Local PA

Rentabilidad y Eficiencia

ELAVADA CARGA FINANCIERA Y PERDIDA EN LA VENTA DE PROPIEDAD PERJUDICA LOS RESULTADOS DE LA COMPAÑÍA Al cierre del 2019, los ingresos de DC ascendieron a US\$10.1 millones, sin registrar mayor variación respecto a lo obtenido al cierre fiscal

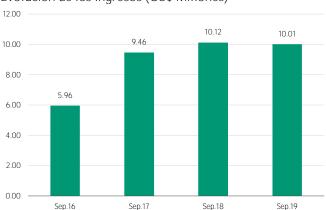
Al cierre del 2019, los ingresos de DC ascendieron a US\$10.1 millones, sin registrar mayor variación respecto a lo obtenido al cierre fiscal del 2018. Al cierre fiscal 30 de septiembre de 2018, aproximadamente el 80% de los alquileres recibidos por DC se encontraban cedidos al fideicomiso como respaldo a las Series Senior. Resulta relevante indicar que los ingresos por alquileres que ostenta el Emisor tienen un alto componente fijo, el cual asciende al 100% en las plazas comerciales y se sitúa por encima del 92% en los locales arrendados por Arcos Dorados (Mc Donalds); adicionalmente, los contratos de arrendamiento de DC son en su mayoría de larga duración, confiriendo una favorable predictibilidad de flujos a DC. A pesar de exhibir estabilidad en los flujos de ingresos y mayores eficiencias que han ido impulsando el margen operativo de la Compañía, la elevada carga financiera ha revertido la ganancia desde el ejercicio 2017, resultando en continuas pérdidas netas que han perjudicado el patrimonio de DC. Resulta relevante indicar que en los periodos analizados previos al 2017, de no considerar el efecto favorable por el cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión, se habría registrado también pérdida neta. Cabe indicar que los intereses de la deuda subordinada, si bien no representan una salida de efectivo, representan un gasto anual de US\$4.2 millones, elevando la carga financiera. Al 30 de septiembre de 2019, a razón de los efectos señalados previamente, DC registró una pérdida neta de US\$7.5 millones (pérdida de US\$7.2 millones a septiembre de 2018). Al respecto, el incremento en la pérdida se explicaría por el impacto de la venta de Mornings Property por debajo de su valor comercial, teniendo un impacto de US\$6.3 millones sobre los resultados.

Gráfico 6

-100%

Sep.16





Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Evolución de Márgenes Margen Operativo 150% 100% 109.09% 73.61% 79.85% 59.50% 43.95% 50% -23.74% -50% 71.13% 74.57%

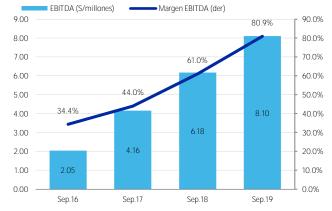
Fuente: Desarrollos Comerciales/ Elaboración: Moody 's Local PA

Generación y Capacidad de Pago

EL EMISOR SIGUE REQUIERIENDO RECURRIR A REFINANCIAMIENTOS PARA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES BANCARIAS

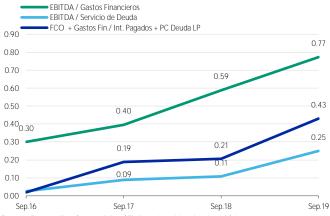
Al analizar la generación de DC, el EBITDA anualizado registra un aumento interanual de 31.21% al 30 de septiembre de 2019en línea con la estabilidad de los ingresos y las eficiencias logradas, por lo que se espera que su tendencia se mantenga en los siguientes ejercicios con el aumento anual de los cánones de arrendamiento y la entrada en operación y estabilización de Santa Fé. Al analizar el Flujo de Caja Operativo anualizado, el mismo se sitúa en US\$0.9 millones al 30 de septiembre de 2019, por encima de los US\$0.2 millones registrados al cierre fiscal 2018. La mejora del EBITDA y el FCO, así como la recomposición de las obligaciones con la emisión de la Serie F y el aporte de capital propiciaron mejoras en las coberturas de gastos financieros y Servicio de Deuda. Resulta relevante indicar que, para el cálculo de la cobertura con FCO, sólo se consideran los intereses efectivamente pagados, excluyendo los intereses asociados a la deuda subordinada. En el gráfico siguiente se exhibe como la generación del Emisor es insuficiente para cubrir sus gastos financieros y obligaciones de deuda, señalando adicionalmente que la porción corriente de deuda de largo plazo utilizada para el cálculo considera los préstamos de corto plazo no rotativos y créditos interinos, los cuales han requerido de emisión de nueva deuda y aportes de capital para poder ser cancelados. En línea con lo anterior, DC mantiene como uno de sus principales retos el poder hacer frente a sus compromisos de corto plazo, dado que tiene la obligación de pagar interés y amortizar capital de las Series Senior de forma trimestral. Para garantizar estos pagos, los resguardos financieros que debe cumplir son el de mantener una Cobertura de Servicio de Deuda y una Cobertura de Servicio de Deuda proyectada superior a 1.15 veces, los mismos que al 30 de septiembre de 2019 cumple, tal como se señaló en la Tabla 3.

Gráfico 7 Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Gráfico 8 Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Sep.19

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
TOTAL ACTIVO	153,098	168,734	168,264	170,512
Efectivo y Depósitos en Bancos	1,112	865	418	411
Depósitos en Fideicomiso	1,776	1,206	1,283	394
Alquileres por Cobrar	5,782	4,701	3,312	1,746
Activos mantenidos para la venta	-	22,420	-	-
Activo Corriente	10,512	31,091	7,371	14,512
Propiedades de Inversión	133,594	128,272	151,803	139,530
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	142,586	137,643	160,893	156,000
TOTAL PASIVO	149,865	167,230	159,516	159,018
Préstamos Bancarios	20,197	48,306	38,833	77,413
Porción Corriente de Bonos Corporativos	1,729	1,269	233	-
Pasivo Corriente	22,925	51,280	40,898	79,205
Préstamos Bancarios	9,345	17,372	23,803	22,152
Bonos Corporativos	47,125	39,592	40,756	16,173
Bonos Subordinados	35,000	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	16,495	8,851	8,024	2
Intereses por pagar Bonos Subordinados	14,922	10,547	6,347	2,296
Pasivo No Corriente	126,941	115,950	118,619	79,813
TOTAL PATRIMONIO NETO	3,232	1,504	8,748	11,494
Capital Social	10	10	10	10
Capital Adicional	12,588	588	588	525
Resultados Acumulados	(9,293)	969	8,193	10,991
Principales Partidas del Estado de Resultados				
(Miles de Dólares)	Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
(Miles de Dólares) Ingresos	Sep-19 10,010	Sep-18 10,125	Sep-17 9,464	Sep-16 5,963
				5,963 0
Ingresos	10,010	10,125	9,464	5,963
Ingresos Costos Operativos	10,010 0	10,125 0	9,464 0	5,963 0
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto	10,010 0 10,010	10,125 0 10,125	9,464 0 9,464	5,963 0 5,963
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	10,010 0 10,010 (2,017)	10,125 0 10,125 (2,672)	9,464 0 9,464 (3,833)	5,963 0 5,963 (3,342)
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto Gastos de Ventas, Generales y Administrativos Utilidad Operativa	10,010 0 10,010 (2,017) 7,993	10,125 0 10,125 (2,672) 7,453	9,464 0 9,464 (3,833) 5,631	5,963 0 5,963 (3,342) 2,621
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto Gastos de Ventas, Generales y Administrativos Utilidad Operativa Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	10,010 0 10,010 (2,017) 7,993 1,014	10,125 0 10,125 (2,672) 7,453 (4,501)	9,464 0 9,464 (3,833) 5,631	5,963 0 5,963 (3,342) 2,621 13,411
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto Gastos de Ventas, Generales y Administrativos Utilidad Operativa Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión Otros gastos, neto	10,010 0 10,010 (2,017) 7,993 1,014 (6,013)	10,125 0 10,125 (2,672) 7,453 (4,501) 68	9,464 0 9,464 (3,833) 5,631 3,359 5	5,963 0 5,963 (3,342) 2,621 13,411 (939)
Ingresos Costos Operativos Resultado Bruto Gastos de Ventas, Generales y Administrativos Utilidad Operativa Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión Otros gastos, neto Gastos Financieros	10,010 0 10,010 (2,017) 7,993 1,014 (6,013) (10,492)	10,125 0 10,125 (2,672) 7,453 (4,501) 68 (10,501)	9,464 0 9,464 (3,833) 5,631 3,359 5 (10,512)	5,963 0 5,963 (3,342) 2,621 13,411 (939) (6,822)

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
		•	
46.36x	111.22x	18.24x	13.84x
0.76x	0.85x	0.87x	0.95x
35.08x	94.13x	15.85x	13.11x
0.98x	0.99x	0.95x	0.93x
0.15x	0.31x	0.26x	0.50x
0.85x	0.69x	0.74x	0.50x
14.00x	22.92x	33.31x	73.57x
16.03x	24.35x	35.24x	73.57x
0.46x	0.61x	0.18x	0.18x
0.39x	0.14x	0.13x	0.16x
0.13x	0.04x	0.04x	0.14x
(12,413)	(20,190)	(33,527)	(64,693)
20.15%	26.39%	40.50%	56.05%
104.81%	103.71%	111.07%	114.41%
100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
79.85%	73.61%	59.50%	43.95%
-74.57%	-71.13%	-23.74%	109.09%
-4.64%	-4.27%	-1.33%	4.62%
-315.21%	-140.50%	-22.20%	83.71%
853	150	-2,427	-5,282
853	150	-2,427	-5,282
8,102	6,175	4,162	2,049
8,102	6,175	4,162	2,049
80.9%	61.0%	44.0%	34.4%
0.77	0.59	0.40	0.30
0.25	0.11	0.09	0.03
1.83	1.72	1.29	0.23
0.43	0.21	0.19	0.02
	46.36x 0.76x 35.08x 0.98x 0.98x 0.15x 0.85x 14.00x 16.03x 0.46x 0.39x 0.13x (12,413) 20.15% 104.81% 100.00% 79.85% -74.57% -4.64% -315.21% 853 853 8,102 8,102 80.9% 0.77 0.25 1.83	46.36x 111.22x 0.76x 0.85x 35.08x 94.13x 0.98x 0.99x 0.15x 0.31x 0.85x 0.69x 14.00x 22.92x 16.03x 24.35x 0.46x 0.61x 0.39x 0.14x 0.13x 0.04x (12,413) (20,190) 20.15% 26.39% 104.81% 103.71% 100.00% 100.00% 79.85% 73.61% -74.57% -71.13% -4.64% -4.27% -315.21% -140.50% 853 150 853 150 8,102 6,175 8,102 6,175 8,102 6,175 80.9% 61.0% 0.77 0.59 0.25 0.11 1.83 1.72	46.36x 111.22x 18.24x 0.76x 0.85x 0.87x 35.08x 94.13x 15.85x 0.98x 0.99x 0.95x 0.15x 0.31x 0.26x 0.85x 0.69x 0.74x 14.00x 22.92x 33.31x 16.03x 24.35x 35.24x 0.46x 0.61x 0.18x 0.39x 0.14x 0.13x 0.13x 0.04x 0.04x (12,413) (20,190) (33,527) 20.15% 26.39% 40.50% 104.81% 103.71% 111.07% 100.00% 100.00% 100.00% 79.85% 73.61% 59.50% -74.57% -71.13% -23.74% -4.64% -4.27% -1.33% -315.21% -140.50% -22.20% 853 150 -2,427 853 150 -2,427 8,102 6,175 4,162 8,102 6,175

^{*}Indicadores anualizados

^{**} En las coberturas se devuelven la totalidad de los Gastos Financieros al FCO porque la Compañía construye el flujo por el método indirecto

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

Anexo I

Historia de Calificación

Desarrollos Comerciales, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior Con información financiera al 31.03.19 ¹	Calificación Actual Con información financiera al 30.09.19	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US\$200.0 millones	(modificada)	PP no	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones
Serie Subordinada A (hasta por US\$70.0 millones)	De B+.pa a BBpa	BBpa	económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Bonos Corporativos por hasta US\$200.0 millones	(modificada)		Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles
Series Senior B, C, D, E y F (hasta por US\$48.9 millones)	De BB+.pa a BBBpa	BBBpa	cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos por hasta US\$200.0 millones		(nueva)	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles
Series G y H (hasta por US\$51.0 millones)		BBBpa	cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

¹Sesión de Comité del 11 de julio de 2019.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$200.0 millones - Serie Subordinada

	Serie A
Monto colocado:	US\$35.0 millones
Saldo en circulación (30.09.19):	US\$35.0 millones
Fecha de colocación	Marzo 2016
Plazo:	25 años*
Tasa:	12%
Pago de capital:	Bullet al Vencimiento

^{*}De acuerdo a lo establecido en el Árticulo 292 de la Constitución Política de Panamá, las obligaciones bajo la Ley Panameña tienen un límite de 20 años, conllevando a que eventualmente el tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada en el año 20. Sin embargo, esto sería mitigado al ser el accionista SQF el tenedor del 100% de los bonos. Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody s Local PA

Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$200.0 millones - Series Senior

	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F
Monto colocado:	US\$9.3 millones	US\$7.6 millones	US\$13.75 millones	US\$11.52 millones	US\$9.2 millones
Saldo en circulación (30.09.19)	US\$8.47 millones	US\$8.47 millones	US\$13.06 millones	US\$11.25 millones	US\$9.2 millones
Fecha de colocación	Marzo 2016	Marzo 2016	Noviembre 2016	Noviembre 2016	Agosto 2018
Plazo:	10 años	10 años	10 años	10 años	10 años
Tasa:	LIBOR 3 meses +3.75%,		LIBOR 3 meses +3.75%,		
	mínimo 5.00%	7.0%	mínimo 5.00%	6.75%	7.25%
Pago de capital:		Trimestrales luego de 2		Trimestrales luego de 2	
	Bullet al Vencimiento	años de gracia	Bullet al Vencimiento	años de gracia	Bullet al Vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía			Bienes inmuebles		·
		Flujos	s de arrendamiento mens	sual	
			Pólizas de seguro		
			Cuenta Reserva		
Resquardos		125% de cobertura o	del colateral sobre saldo	insoluto de Bonos,	
3	1.15 veces de cobertura de flujos sobre S.D.				
	1.15 veces de cobertura de proyectada de flujos sobre S.D.				
	Endeudamiento < 2.5 veces				

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$200.0 millones – Series Senior

	Serie G	Serie H	
Monto a colocar:	US\$30.7 millones	US\$20.3 millones	
Fecha de colocación tentativa	Diciembre 2019 Diciemb		
Plazo:	10 años	7 años	
Tasa:	LIBOR 3 meses +3.75%,		
	mínimo 5.00%	6.5%	
Pago de capital:	Trimestrales luego de 2 años de gracia	Bullet al Vencimiento	
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles		
	Flujos de arrendamiento mensual		
	Pólizas de seguro		
	Cuenta Reserva		
Resguardos	125% de cobertura del colateral sobre saldo insoluto de Bonos,		
	1.15 veces de cobertura de flujos sobre S.D.		
	1.15 veces de cobertura de proyectada de flujos sobre S.D.		
	Endeudamiento < 2.5 veces		

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Anexo III

Detalle de la Estructura

Riesgos de la Estructura

RIESGO DE DESASTRE NATURAL

La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan la cobertura de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y sus resultados operativos.

RIESGO GENERAL DEL EMISOR

La principal fuente de ingresos de las subsidiarias del Emisor proviene del arrendamiento de sus locatarios. Una baja en los ingresos o flujos de caja de estas compañías podría afectar la capacidad de pago de los arrendamientos y por tanto afectar el desempeño del Emisor y el repago de las distintas Series de Bonos.

RIFSGO DE LA INDUSTRIA

El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevos locales comerciales, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de Desarrollos Comerciales de arrendar los locales comerciales.

RIESGO DE GARANTÍAS DE LA EMISIÓN

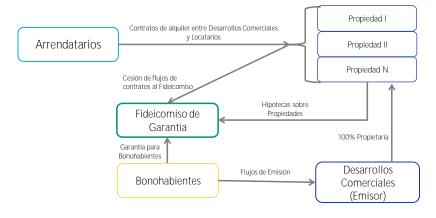
Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

RIESGO DE RENOVACIÓN DE LOS CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO

No existe garantía de que los contratos de arrendamiento serán renovados en su fecha de expiración, ni de que los términos y condiciones de la posible renovación de dichos contratos serán similares a los actuales, lo cual podría afectar la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de las Emisiones.

Mecanismo de Asignación de Flujos

Los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos Senior cuentan con una Cuenta de Concentración y una Cuenta de Reserva. En la Cuenta de Concentración los fondos son distribuidos por el Agente Fiduciario para realizar los pagos de intereses y capital en forma de cascada, de acuerdo con el orden de prelación: i) pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario, ii) pago de intereses de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iii) pago de capital de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iv) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda y v)pago de intereses de la Serie A (Bonos Subordinados) de DC, dividendos o mejoras a las propiedades u otras inversiones de capital, siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con todos los términos y condiciones de los Bonos Senior y mantenga una Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.30 veces y una Cobertura del Servicio de Deuda Proyectado mínima de 1.30 veces. Por su lado, en la Cuenta Reserva se realizan aportes trimestrales según la cascada de pagos descrita en la Cuenta de Concentración del Fideicomiso de Garantía para cubrir tres meses de cuotas de Capital más Intereses de las distintas Series Senior emitidas. Adicionalmente, se depositan en esta cuenta todos los dineros pagados por las compañías aseguradoras en virtud de siniestros ocurridos en las fincas hipotecadas. Los fondos en la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósitos a plazo fijo y en títulos valores líquidos que sean aceptables al Emisor y al Agente Fiduciario. El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

Anexo IV

Propiedades

Detalle de Propiedades a Septiembre 2019

	Alquiler Anual	Valor del Activo	Cedido al Fideicomiso
Plaza Más Versalles	\$409,472	\$5,100,000	SI
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	\$569,794	\$7,250,000	SI
Edificio Corporativo Grupo Rey	\$2,626,044	\$31,000,000	SI
Plaza Más Calle 13 (Colón)	\$217,152	\$2,800,000	SI
Galería El Dorado	\$667,429	\$16,000,000	NO
Plaza Más Rivera (David) - Gorgona	\$755,728	\$9,750,000	SI
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	\$755,420	\$11,500,000	SI
Plaza Más Los Angeles (Panamá)	\$880,273	\$16,000,000	NO
Activos McD	\$156,773	\$2,100,000	SI
Activos McD	\$140,215	\$1,900,000	SI
Activos McD	\$126,202	\$1,850,000	SI
Activos McD	\$122,227	\$1,600,000	SI
Activos McD	\$184,664	\$2,250,000	SI
Activos McD	\$127,188	\$1,400,000	SI
Activos McD	\$358,848	\$5,400,000	SI
Activos McD	\$101,045	\$1,250,000	SI
Plaza Más Santa Fe	\$40,705	\$15,000,000	NO
Coronado	-	\$1,443,934	NO

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local PA

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 la empresa (http://www.moodyslocal.com) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2016, 2017, 2018 y 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A. y Subsidiarias., así como la documentación respectiva sobre el Programa de Bonos Corporativos y los Suplementos de las Series G y H a ser emitidas. Moody succesa lo informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

© 2019 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 CEDITICIO 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 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 DE LIA DONEIDAD 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 PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTEND

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 DICHO INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, 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 aguí 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 une participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – 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 aquel, 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.

Unicamente 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.

