MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
13 de abril de 2020

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
linda.tapia@moodys.com

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 y pone bajo presión la categoría BBB-.pa a las Series Senior C, E, F, G y H, 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. Así también, Moody's Local PA retira la categoría asignada a las Series Senior B y D también emitidas bajo el mismo Programa, producto de la redención anticipada realizada en el mes de enero de 2020.

La presión en las calificaciones asignadas obedece a la disminución esperada en los ingresos por alquileres del Emisor, considerando que un número moderado de locales se encuentran cerrados temporalmente como consecuencia del Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, lo cual afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores[1]. De igual manera, resulta relevante señalar que no es posible determinar la fecha estimada de recuperación del negocio, en vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que está en curso. Sobre lo anterior, una vez se levante la Cuarentena y se reabran las tiendas, se espera que se mantenga la desaceleración en el sector comercial debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad. Considerando que aproximadamente el 50% de los ingresos del Emisor provienen de arrendatarios de locales cuyos productos o servicios no son de primera necesidad, se estima un menor crecimiento en sus ingresos para el resto del 2020, situación que genera riesgo sobre los alquileres que entran al Fideicomiso que garantiza las emisiones de Desarrollos Comerciales, pudiendo igualmente significar un potencial incumplimiento del resguardo de cobertura de flujos de alquiler sobre el Servicio de Deuda. Cabe mencionar que, de acuerdo con las proyecciones actualizadas del Emisor, los menores flujos recibidos de alquiler serían suficientes para cubrir el Servicio de Deuda de los siguientes trimestres, debido a que luego de las emisiones de las Series G y H con vencimiento *bullet* y/o periodo de gracia de capital, y la redención anticipada de las Series B y D, las cuales eran amortizables, el Servicio de Deuda para los próximos años estará compuesto únicamente por el pago de intereses, lo cual genera una menor presión de caja.

Otras limitantes de la calificación de las Series Senior incluyen los elevados niveles de Apalancamiento atribuidos a la tenencia de Bonos Subordinados, los cuales computan contablemente como un pasivo, aun cuando el accionista es el tenedor del 100% de los Bonos emitidos, adicionalmente a que dicha deuda genera un 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. Sobre este punto cabe resaltar que el 16 de diciembre de 2019, el accionista capitalizó US$14.9 millones de los intereses por pagar a los tenedores de los Bonos Subordinados, trayendo como consecuencia una importante disminución en la Palanca Contable y que el Emisor cumpla, al 31 de a diciembre 2019, con el resguardo de endeudamiento, el cual se mantuvo en incumplimiento durante los últimos dos años, conllevando a que el Emisor solicitara dispensas durante un largo periodo.

[11] Sugerimos revisar la Nota de Prensa: **ML PA publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña (25/03/2020)** https://www.moodyslocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf

La calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge su grado de subordinación natural frente al resto de pasivos, a lo cual se suma que no ha registrado pagos de intereses a la fecha de análisis. Otro de los elementos que actúan como limitante a la calificación consiste en que, de acuerdo con las proyecciones recibidas, el Emisor requerirá emitir nuevas series para refinanciar sus obligaciones al vencimiento, lo cual genera un riesgo de refinanciación. No menos importante resulta que, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 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.

A pesar de lo señalado anteriormente, las calificaciones asignadas a las Series Senior toman en consideración el respaldo que brindan las estructuras de las emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por el Fideicomiso 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 el Fideicomiso 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 Reserva que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda del siguiente trimestre. 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.

Moody's Local PA continuará monitoreando la capacidad de pago del Emisor, la evolución de los principales indicadores financieros y cumplimiento de los resguardos establecidos en las Series Garantizadas, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final y el periodo de recuperación en la generación de la Compañía, la misma que a la fecha se encuentra afectada por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en la economía. Esto último conlleva a que, a la fecha, las categorías de riesgo asignadas se encuentran bajo presión y podrían modificarse en caso se determine un mayor deterioro en el emisor en los siguientes meses.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en la generación de ingresos de la Compañía, 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.
- 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.

	LTM Dic-19	Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
Activos (US$/Miles)	153,223	153,098	168,734	168,264	170,512
Ingresos (US$/Miles)	10,059	10,010	10,125	9,464	5,963
EBITDA (US$/Miles)	7,168	7,021	6,175	4,162	2,049
Deuda Financiera / EBITDA	15.83	16.15	22.92x	33.31x	73.57x
EBITDA / Gastos Financieros	0.70	0.67	0.59x	0.40x	0.30x
FCO + G. Financieros / PC. Deuda LP + Intereses (LTM)	1.96x	0.43x	0.21x	0.19x	0.02x

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

Tabla 2
BG TRUST, INC

	Dic-19	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´sLocal PA*

Tabla 3
RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Dic-19	Sep-19	Sep-18	Sep-17
Flujos / Servicio de Deuda*	>1.15x	NA	1.23x	1.64x	1.70x
Flujos / Servicio de Deuda Proyectada*	>1.15x	NA	1.19x	1.20x	1.66x
Endeudamiento**	<2.50x	1.92x	3.00x	3.62x	2.85x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación	>125%	153.6%	159.86%	169.6%	169.8%

*Indicador Anual. 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.
** El Emisor cuenta con la dispensa correspondiente para el ratio de Endeudamiento hasta diciembre de 2019.
Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Moody´s Local PA*

Desarrollos Recientes

El Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, incluyendo el cierre de establecimientos comerciales no relacionados a la venta de productos alimenticios o medicamentos en todo el país, afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores de la economía, entre ellos el comercial, hotelería, restaurantes y aviación. En vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que está en curso, no es posible determinar la fecha estimada del levantamiento de la Cuarentena y la reapertura de las tiendas. Se estima que se mantenga la desaceleración del sector comercial una vez se reabran las tiendas debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 7 de abril pasado, el Órgano Legislativo aprobó en tercer debate el Proyecto Ley 287, que establece la suspensión por 90 días, a partir del 1 de marzo de 2020, del cobro de los cánones de arrendamiento de oficinas, locales comerciales y habitacionales para las personas o empresas cuyas operaciones han sido afectadas por el COVID-19. El Proyecto establece que, una vez vencido el término de la moratoria, de común acuerdo con el deudor, deberán establecerse los mecanismos necesarios para que el deudor cliente pueda retomar y prorratear el pago de sus compromisos en un periodo de 24 meses, sin que ello conlleve al cobro de intereses, recargos por mora o cualquier otro pago en concepto de gastos administrativos ni afectación a su referencia de crédito. A la fecha dicho Proyecto se encuentra todavía pendiente de aprobación por parte del Ejecutivo y, de aprobarse, podría implicar un ajuste adicional en los flujos esperados del Emisor para el presente ejercicio, los cuales ya han sido previamente incorporados en el modelo financiero del Emisor, el cual conservadoramente considera además que los alquileres suspendidos no se estarán cobrando en el futuro.

Igualmente, como hecho relevante a la fecha 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, con lo cual el Emisor disminuyó su Palanca Contable y logró cumplir con el resguardo de

endeudamiento que había estado en incumplimiento durante varios años. Adicionalmente, el Emisor colocó dos nuevas series senior (G y H) por un total de US$51.0 millones, fondos que fueron utilizados para refinanciar deuda ya que cancelaron tres préstamos bancarios y redimieron anticipadamente las series B y D del Programa, lo cual les permitió mejorar su Servicio de Deuda y aumentar sus niveles de liquidez. Al cancelar las obligaciones bancarias se liberaron las garantías de tres nuevas propiedades que ingresaron 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 del presente informe.

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Sep-17	Sep-16
TOTAL ACTIVO	**153,223**	**153,098**	**169,395**	**168,734**	**168,264**	**170,512**
Efectivo y Depósitos en Bancos	807	1,112	617	865	418	411
Depósitos en Fideicomiso	2,304	1,776	1,302	1,206	1,283	394
Alquileres por Cobrar	5,782	5,782	5,021	4,701	3,312	1,746
Activos mantenidos para la venta	-	-	22,420	22,420	-	-
Activo Corriente	**10,684**	**10,512**	**31,039**	**31,091**	**7,371**	**14,512**
Propiedades de Inversión	133,593	133,594	129,399	128,272	151,803	139,530
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	**142,539**	**142,586**	**138,356**	**137,643**	**160,893**	**156,000**
TOTAL PASIVO	**153,223**	**149,865**	**168,909**	**167,230**	**159,516**	**159,018**
Préstamos Bancarios	-	20,197	50,255	48,306	38,833	77,413
Porción Corriente de Bonos Corporativos	1,729	1,729	1,269	1,269	233	-
Pasivo Corriente	**2,421**	**22,925**	**52,902**	**51,280**	**40,898**	**79,205**
Préstamos Bancarios	166	9,345	16,088	17,372	23,803	22,152
Bonos Corporativos	76,546	47,125	39,330	39,592	40,756	16,173
Bonos Subordinados	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	16,495	16,495	16,495	8,851	8,024	2
Intereses por pagar Bonos Subordinados	1,073	14,922	11,597	10,547	6,347	2,296
Pasivo No Corriente	**133,334**	**126,941**	**116,007**	**115,950**	**118,619**	**79,813**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**17,468**	**3,232**	**486**	**1,504**	**8,748**	**11,494**
Capital Social	10	10	10	10	10	10
Capital Adicional	27,510	12,588	588	588	588	525
Resultados Acumulados	(9,979)	(9,293)	(48)	969	8,193	10,991

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Sep-17	Sep-16
Ingresos	2,267	10,010	2,219	10,125	9,464	5,963
Costos Operativos	-	-	-	-	-	-
Resultado Bruto	**2,267**	**10,010**	**2,219**	**10,125**	**9,464**	**5,963**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(432)	(2,017)	(531)	(2,672)	(3,833)	(3,342)
Utilidad Operativa	**1,835**	**7,993**	**1,688**	**7,453**	**5,631**	**2,621**
Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	-	1,014	-	(4,501)	3,359	13,411
Otros gastos, neto	-	(6,013)	-	68	5	(939)
Gastos Financieros	(2,522)	(10,492)	(2,728)	(10,501)	(10,512)	(6,822)
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	**(686)**	**(7,498)**	**(1,040)**	**(7,481)**	**(1,518)**	**8,270**
Impuesto a la Renta, Neto	-	(33)	-	(279)	729	(1,766)
Utilidad Neta	**(686)**	**(7,464)**	**(1,040)**	**(7,202)**	**(2,247)**	**6,505**

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic-19	Sep-19	Sep-18	Sep-17	Sep-16
SOLVENCIA					
Pasivo / Patrimonio	7.77x	46.36x	111.22x	18.24x	13.84x
Deuda Financiera / Pasivo	0.84x	0.76x	0.85x	0.87x	0.95x
Deuda Financiera / Patrimonio	6.49x	35.08x	94.13x	15.85x	13.11x
Pasivo / Activo	0.88x	0.98x	0.99x	0.95x	0.93x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.02x	0.15x	0.31x	0.26x	0.50x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.98x	0.85x	0.69x	0.74x	0.50x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	15.83x	16.15 x	22.92x	33.31x	73.57x
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA (*)	18.13x	18.50x	24.35x	35.24x	73.57x
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	4.41x	0.46x	0.61x	0.18x	0.18x
Prueba Ácida[1]	3.81x	0.39x	0.14x	0.13x	0.16x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.28x	0.13x	0.04x	0.04x	0.14x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	8,263	(12,413)	(20,190)	(33,527)	(64,693)
GESTIÓN					
Gastos Operativos / Ingresos	19.04%	20.15%	26.39%	40.50%	56.05%
Gastos Financieros / Ingresos	111.22%	104.81%	103.71%	111.07%	114.41%
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	80.96%	79.85%	73.61%	59.50%	43.95%
Margen Neto	-30.27%	-74.57%	-71.13%	-23.74%	109.09%
ROAA (LTM)	-0.42%	-4.64%	-4.27%	-1.33%	4.62%
ROAE (LTM)	-8.0%	-315.21%	-140.50%	-22.20%	83.71%
GENERACIÓN					
FCO (US$ Miles)	204	853	150	(2,427)	(5,282)
FCO anualizado (US$ Miles)	1,385	853	150	(2,427)	(5,282)
EBITDA (US$ Miles)	1,862	8,102	6,175	4,162	2,049
EBITDA LTM (US$ Miles)	7,168	7,021	6,175	4,162	2,049
Margen EBITDA	82.14%	70.14%	60.99%	43.98%	34.36%
COBERTURAS**					
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	0.70x	0.67x	0.59x	0.40x	0.30x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.60x	0.22x	0.11x	0.09x	0.03x
FCO + Gastos Financieros / Int. Pagados (LTM)	1.96x	1.83x	1.72x	1.29x	0.23x
FCO + Gastos Financieros / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	1.96x	0.43x	0.21x	0.19x	0.02x

*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

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

Anexo I

Historia de Calificación

Desarrollos Comerciales, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.19)[1]	Calificación Actual (al 31.12.19)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US$200.0 millones **Serie Subordinada A** (hasta por US$70.0 millones)	BB-.pa	BB-.pa	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 económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Bonos Corporativos por hasta US$200.0 millones **Series Senior C, E, F, G y H** (hasta por US$79.1 millones)	BBB-.pa	BBB-.pa	Refleja adecuada 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.
Bonos Corporativos por hasta US$200.0 millones **Series Senior B y D** (hasta por US$79.1 millones)	BBB-.pa	--	

[1] *Sesión de Comité del 23 de diciembre 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 (31.12.19):	US$35.0 millones
Fecha de Colocación:	30 de Marzo de 2016
Plazo:	25 años*
Tasa:	12%
Pago de Capital:	Bullet al Vencimiento

*De acuerdo con lo establecido en el Artículo 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 C	Serie E	Serie F	Serie G	Serie H
Monto colocado:	US$7.6 millones	US$11.25 millones	US$9.2 millones	US$30.7 millones	US$20.3 millones
Saldo en circulación (31.12.19):	US$7.6 millones	US$11.25 millones	US$9.2 millones	US$18.0 millones	US$12.0 millones
Fecha de colocación:	30 de Marzo 2016	18 Noviembre 2016	2 de Agosto 2019	30 Diciembre 2019	30 Diciembre 2019
Plazo:	10 años	10 años	10 años	10 años	7 años
Tasa:	7.0%	6.75%	7.25%	LIBOR 3 meses +3.75%, mínimo 5.00%	6.5%
Pago de capital:	Bullet al Vencimiento	Bullet al Vencimiento	Bullet al Vencimiento	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.

RIESGO 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.

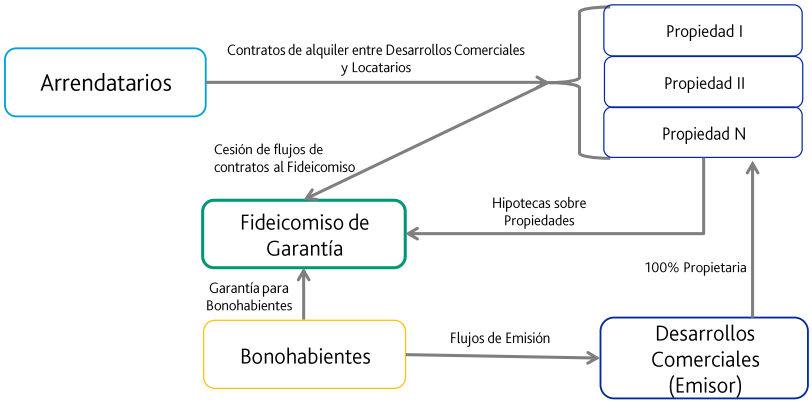
RIESGO DE GARANTÍAS DE LA EMISIÓN
Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

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 1.30x y una Cobertura del Servicio de Deuda Proyectado mínima de 1.30x. 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 fondos pagados por las compañías aseguradoras en virtud de siniestros ocurridos en las fincas hipotecadas. Los fondos en la Cuenta 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 al 30 de septiembre de 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	SI
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	SI
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	SI
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 e interinos al 31 de diciembre de 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 emitidas. Moody's Local PA 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 PA 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("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