DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.
PH BMW Piso 6 oficina A-B
Calle 50 con Vía Porras
Ciudad de Panamá

Panamá, 14 de febrero de 2022

Señores
Superintendencia del Mercado de Valores
Bolsa Latinoamericana de Valores, S.A.
Ciudad.

Estimados señores:

Por medio de la presente y en cumplimiento con las normas relacionadas con las obligaciones de notificaciones de Hechos Relevantes, notificamos que Desarrollos Comerciales, S.A., ha recibido por parte de Moody's Local Calificadora de Riesgo, S.A., su decisión de ratificar la categoria BBB-.pa otorgada a las Series C, E, F, G y H y asi como la BB-.pa. a la Serie A de los Bonos Subordinados. La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comparables en Panamá.

Adjuntamos el informe de calificación.

Por el momento, agradeciendo la atención prestada.

Atentamente,

Julio Lizarzaburu

Representante Legal

Desarrollos Comerciales, S.A.

MOODY'S LOCAL Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
14 de febrero de 2022

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.

Leyla Krmelj
VP/Senior Credit Officer / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

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

Marcelo Gomez
Analyst
marcelo.gomez-non-empl@moodys.com

Laura Curinaupa
Associate Analyst
laura.curinaupa@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507.214.3790

Desarrollos Comerciales, S.A.

Resumen

Moody's Local afirma la calificación de BBB-.pa otorgada 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) por hasta US$200.0 millones.

La calificación asignada a las Series Senior recoge favorablemente, el respaldo que brinda la estructura de la emisión, la cual contempla la primera hipoteca y anticresis de los 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 y que son administrados por el Fideicomiso para el pago del Servicio de Deuda. Sumado a ello, las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas. De igual forma, la emisión cuenta con una Cuenta de Reserva que mantiene en todo momento el Servicio de Deuda correspondiente al siguiente trimestre. Adicionalmente, las calificaciones ponderan como factor positivo la vigencia y duración de los contratos cedidos como garantía, cuyos vencimientos, en su mayoría, exceden el plazo de las Series Senior en circulación. Por su lado, los ingresos recibidos por alquileres para el periodo comprendido entre octubre de 2020 y septiembre de 2021 registraron un crecimiento de 12.50% anual, dada la progresiva recuperación en las ventas de los locatarios, que conllevó a retomar los alquileres pre-pandemia y, en algunos casos, se les incorporó un componente variable; es decir, los flujos que se vieron impactados por los efectos de la pandemia han venido recuperándose favorablemente y se encuentran en línea con las proyecciones del Emisor. Aunado a ello, el Emisor mantendría su capacidad para cubrir el Servicio de Deuda para los siguientes trimestres, considerando el período de gracia establecido para los pagos a capital de la Serie G. Este último ha sido modificado y aprobado en el mes de octubre 2021 mediante Resolución No SMV-472-21, permitiendo una menor presión de caja para el Emisor. No obstante lo anterior, a la fecha de análisis, las calificaciones asignadas a los instrumentos emitidos por DC se mantienen bajo presión debido al entorno operativo desafiante en el cual opera el Emisor a raíz de los efectos de la pandemia COVID-19 en la economía, lo cual ha conllevado a modificaciones en una de las serie amortizable (Serie G) de la Emisión calificada, con la finalidad de extender el periodo de gracia de amortización de capital e incrementar el último cupón de la fecha de vencimiento, producto del diferimiento de los pagos ("Monto Diferido"). Asimismo, se mantiene la incertidumbre respecto a los efectos de la pandemia COVID-19 en la economía y en las principales actividades del Emisor, dado que aún es un evento en curso. Sin embargo, de acuerdo a la información proporcionada por la Gerencia, DC no estima deterioros en sus niveles de ingresos y proyecta coberturas adecuadas al servicio de deuda. Otro factor que se mantiene como limitante a las calificaciones asignadas a las Series Senior, corresponde a 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 Subordinados emitidos, adicionalmente a que dicha deuda genera intereses a una tasa entre 8% y 12% anual, los cuales afectan la utilidad de la Compañía por el reconocimiento del gasto. Por otro lado, la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge su grado de subordinación natural frente al resto de pasivos. Sumado a ello, de acuerdo con las proyecciones recibidas, el Emisor requerirá emitir nuevas series para refinanciar sus obligaciones al vencimiento, lo que incrementa el 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.

Cabe resaltar que Moody's Local ha revisado los cambios realizados en las Series Senior y en la Serie Subordinada durante el 2021, a fin de monitorear el potencial impacto para los tenedores de bonos senior. Al respecto, entre otras modificaciones, se verificó que para el pago de intereses de la Serie A (subordinada), se relajaron los ratios mínimos de cobertura de Servicio de Deuda y de cobertura de Servicio de Deuda Proyectada a 1.20x para ambos (antes, 1.30x); sin embargo, como mitigante, se incorporó una condición adicional a las iniciales para dicho pago, exigiendo primero el pago del "Monto Diferido" de la serie senior amortizable. Para mayor detalle sobre las modificaciones de algunos términos y condiciones de la Emisión, referirse a la sección de Desarrollos Recientes del presente informe.

Moody's Local 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 del impacto de la pandemia en el negocio y, si bien hay una recuperación en la generación del Emisor al cierre fiscal 2021, ésta debería ser sostenible y propiciar adecuadas coberturas a sus obligaciones financieras. Asimismo, Moody's Local revisará nuevamente la calificación actual en caso se realicen mayores cambios en los términos y condiciones de las series calificadas y, de identificarse un detrimento para los tenedores de bonos, esto conllevaría a un posible downgrade. Por tanto, a la fecha de calificación, las categorías de riesgo asignadas se mantienen 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 impacto de las medidas que decrete 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.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Modificación en las condiciones contractuales iniciales de las series calificadas que impacten de manera negativa en las obligaciones y compromisos con los tenedores de los bonos (no subordinados).
- 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-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18	Sep-17
Activos (US$/Miles)	154,696	148,942	153,098	168,734	168,264
Ingresos (US$/Miles)	10,867	9,660	10,010	10,125	9,464
EBITDA (US$/Miles)	9,046	6,337	7,021	6,175	4,162
Deuda Financiera / EBITDA	12.52x	17.87x	16.15x	22.92x	33.31x
EBITDA / Gastos Financieros	0.97x	0.66x	0.67x	0.59x	0.40x
FCO + Int. Pagados / PCDLP + Int. Pagados (LTM)	1.33x	1.17x	0.26x	0.12x	0.34x

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

Tabla 2

BG TRUST, INC

	Sep-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$ Miles)	12,404	11,245	10,100	9,057	7,889
Utilidad Neta (US$ Miles)	1,477	1,505	1,426	1,231	1,148
ROAA	12.40%	14.10%	14.89%	14.53%	15.70%
ROAE	13.24%	14.25%	14.96%	14.61%	15.77%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody´s Local

Tabla 3

RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18	Sep-17
Flujos / Servicio de Deuda*	>1.15x	1.91x	1.16x	1.23x	1.64x	1.70x
Flujos / Servicio de Deuda Proyectada*	>1.15x	2.12x	1.18x	1.19x	1.20x	1.66x
Endeudamiento**	<2.50x	2.31x	2.26x	3.00x	3.62x	2.85x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación	>125%	162.99%	152.54%	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.
** El Emisor cuenta con la dispensa correspondiente para el ratio de Endeudamiento hasta diciembre de 2019.
Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

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 y hasta el 31 de diciembre de 2026 (Serie A). 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 1.20 veces para emitir y debe mantener después de emitida una cobertura de 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.

El Fideicomiso de Garantía de las Series Senior emitidas por DC poseen las siguientes hipotecas y cesión de cánones de arrendamiento, manejadas a su vez por Cuentas Fiduciarias: 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.

El Fiduciario – 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

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, de los cuales diversos sectores se mantuvieron cerrados desde el inicio del Estado de Emergencia, todo lo que se plasma en un aumento en la tasa de desempleo, la cual se ubicó en 18.5% al cierre de 2020, según el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral. En línea con lo anterior, el PIB de Panamá se contrajo en 17.95% en el periodo acumulado de enero a diciembre de 2020. No obstante, de acuerdo a las cifras del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) de la Contraloría General de la República, el PIB de Panamá exhibió un crecimiento de 14.9% en periodo acumulado de enero a septiembre de 2021, impulsado principalmente en los sectores de minería, construcción, comercio, así como todas las actividades relacionadas con el Canal, revirtiendo así la caída registrada en el mismo periodo acumulado de enero a septiembre de 2020 (-20.3%). Como hecho de relevancia relacionado al Estado de Emergencia decretado por el Gobierno de Panamá por la pandemia COVID-19, se resalta que en los últimos meses se evidencia una reapertura de los locales comerciales, acompañado por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 31 de enero de 2022, el 72.4% de la población ya contaba por lo menos con una dosis de la vacuna, por lo que no se esperan que mayores restricciones de movilidad por parte del Gobierno de Panamá a pesar del aumento de casos en los últimos meses a causa de la variante ómicron.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo No 145, el cual dictó 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 de 1 de mayo de 2020 y No.314 de 7 de agosto de 2020. Las modificaciones incluyen: i) excluir de las medidas de congelamiento, lanzamiento y desalojo a 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) dispensar el requerimiento de que el Arrendador firme una extensión del Contrato para que el descuento en los cánones de arrendamiento sea obligatorio, y iii) reducir a dos meses el periodo del aplazamiento de los cánones de arrendamiento luego del levantamiento de las restricciones para apertura.

En esta línea, es de mencionar que, DC otorgó planes de descuentos a sus locatarios sobre sus cánones mensuales, dado el impacto en el flujo de sus negocios, debido a la coyuntura de la pandemia, siendo los más impactados aquellos cuyas actividades no estaban relacionadas a servicios de primera necesidad. De acuerdo a lo manifestado por la Gerencia, DC ha venido desmontando los descuentos temporales otorgados a sus clientes y encaminándose a regresar a los cánones contractuales sin descuento, mejorando paulatinamente el nivel de flujos. De manera que, a la fecha del presente informe, gran parte de los clientes beneficiados con estos alivios comerciales han retomado sus respectivos pagos de canon regular y, la mayoría con los que aún se mantienen dichos descuentos, son de emprendedores o negocios pequeños y específicos que aún no se han recuperado. Además, en otros casos, DC realizó cambios estructurales en los contratos, pero incluyendo ampliaciones de plazo, a fin de asegurar sus flujos futuros. Del mismo modo, es de indicar que, pese a la coyuntura actual sus locatarios presentaron un adecuado comportamiento de pago y no presentaron problemas en las cobranzas.

Mediante Resolución No SMV-472-21 de fecha 19 de octubre de 2021 se modificó la Emisión con los siguientes cambios principales: i) Modificación del periodo de disponibilidad para la emisión de la Serie A (subordinada) hasta el 31 de diciembre de 2026 (antes, diciembre

de 2019); ii) En el cronograma de la Serie G: se extendió el plazo de periodo de gracia de pago de capital y pasó de dos años a quince trimestres desde la fecha de liquidación, y las posteriores amortizaciones trimestrales pasan de 32 a 25 pagos,[1]. donde el pago a realizar en la Fecha de Vencimiento de la Serie pasó de 8.0% a 18.63%, dado que incluye el monto del diferimiento de pagos ("Monto Diferido"), el cual equivale a US$3.3 millones. iii) En la Serie A (subordinada) la tasa anual pasó de 12% a un rango entre 8% a 12%, y en las condiciones para el Pago de Intereses de la Serie, se cambió la Cobertura mínima de Servicio de Deuda y la cobertura de Servicio de Deuda Proyectada de 1.30x a 1.20x, para ambos ratios. Además, se incorporó la condición de que el Emisor cancele primero el Monto Diferido de la Serie G. iv) Se estableció un mecanismo para la determinación de una tasa de reemplazo para la Tasa LIBOR como tasa de referencia en aquellas Series que tienen establecida una tasa variable. v) Se modificaron las condiciones para las Redenciones Anticipadas Opcionales. vi) Modificación de Obligaciones de Hacer para incorporar procesos relacionados con la Tasa de sucesión de la Tasa Libor de manera oportuna y se añadió dos nuevas condiciones en el evento de incumplimiento con referencia a la Tasa LIBOR. vii) Cambio del recurso legal para el caso de un evento de incumplimiento.

Posterior al corte de análisis, es importante mencionar que con fecha 13 de diciembre de 2021, el agente de pago de DC (Banco General) fijó la tasa de interés para la Serie A (serie subordinada) en 12.0%; así como la tasa para la Serie G (serie senior) en 5.0%, vigente desde el 15 de diciembre de 2021 hasta el 15 de marzo de 2022.

Análisis financiero de Desarrollos Comerciales, S.A.

Activos y Liquidez

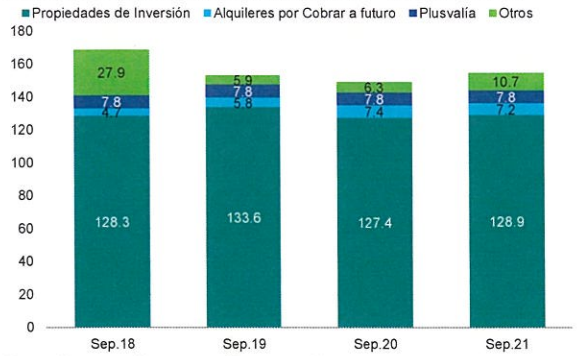
SE MANTIENEN FAVORABLES NIVELES DE LIQUIDEZ Y SE REGISTRA UN MAYOR VALOR DE LAS PROPIEDADES DE INVERSIÓN

Al cierre del ejercicio fiscal 30 de septiembre de 2021, los activos de DC se situaron en US$154.7 millones, exhibiendo un crecimiento de 3.86% interanual, explicado principalmente por el importante incremento de alquileres y cuentas por cobrar (+US$3.0 millones) y por el mayor valor de las propiedades de inversión (+US$1.5 millones). Este aumento en los arrendamientos por cobrar corresponde, en su mayoría, a las penalidades por cancelación anticipada y devolución de descuentos a un Grupo económico en el marco de las flexibilizaciones otorgadas por DC (US$3.0 millones), a raíz del efecto de la pandemia COVID-19. Según lo mencionado por la Gerencia, dicho saldo será cobrado durante la primera mitad del año 2022. Por su lado, las propiedades de inversión se mantienen como el principal activo del Emisor (83.35% del activo total) y su incremento interanual se reflejó en los últimos avalúos realizados durante el segundo semestre del 2021. Al corte de análisis, DC cuenta con 18 propiedades de inversión (8 plazas comerciales, 8 locales estabilizados, 1 edificio de oficinas y 1 lote de terreno). 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.

Asimismo, en los últimos doce meses, se mantuvieron niveles de liquidez y capital de trabajo en terreno positivo (Gráfico 2), dado el incremento de los arrendamientos por cobrar y la mayor actividad del negocio, producto de la progresiva reactivación comercial de los locatarios.

Gráfico 1

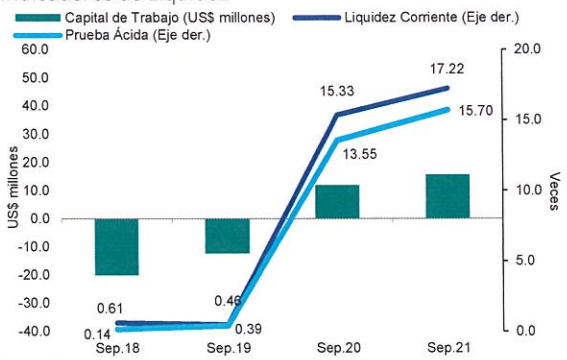
Evolución de la Estructura de Activos – US$ millones



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

[1] El cronograma de amortización de capital se encuentra disponible en la Resolución No SMV-472-21.

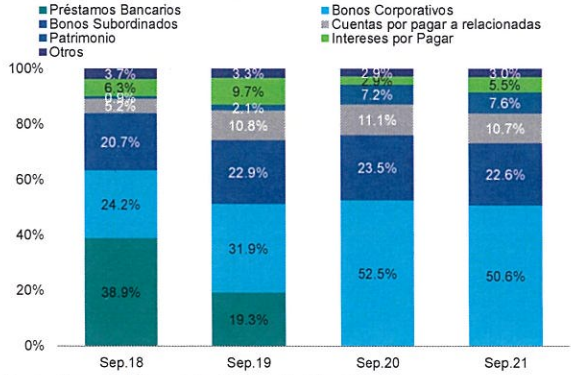
Estructura Financiera y Solvencia

LOS RATIOS DE APALANCAMIENTO EXHIBEN MEJORAS, PERO AÚN SE MANTIENEN EN NIVELES ELEVADOS

Los pasivos de DC totalizaron US$143.0 millones al cierre de septiembre de 2021, registrando un crecimiento de 3.41% interanual, sustentado en el aumento de intereses por pagar de los Bonos Subordinados (Serie A) (+US$4.3 millones), cuyo tenedor es su Casa Matriz SQF Group, INC. Por su lado, la deuda financiera total se mantuvo alrededor de US$113.3 millones (+0.05% desde septiembre de 2020), compuesta en un 99.9% por Bonos Corporativos y Subordinados a largo plazo con vencimientos bullet a partir del 2026, con excepción de la Serie G emitida en diciembre 2019, cuyo cronograma ha sido modificado en el ejercicio 2021, pasando a un periodo de gracia de pagos a capital hasta quince trimestres (antes dos años) y amortizaciones trimestrales a partir de 2023. En tanto, el patrimonio aumentó 9.71% desde el cierre fiscal del año previo, impulsado por la utilidad neta del ejercicio 2021, que revirtió las pérdidas anuales de ejercicios anteriores. Producto de lo anterior, la palanca contable (pasivo / patrimonio) mejoró al situarse en 12.23x desde 12.97x entre septiembre de 2021 y 2020. De realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados y las cuentas por pagar a relacionadas del pasivo - la palanca contable ajustada se situaría en 1.45x (1.40x al 30 de septiembre 2020). Por su lado, la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA) de DC se mantuvo en niveles elevados y similares al cierre fiscal de 2020. De realizar un ajuste en la palanca financiera (excluyendo los Bonos Subordinados), la misma se mantendría en niveles elevados 8.66x (12.35x a septiembre de 2020).

Gráfico 3

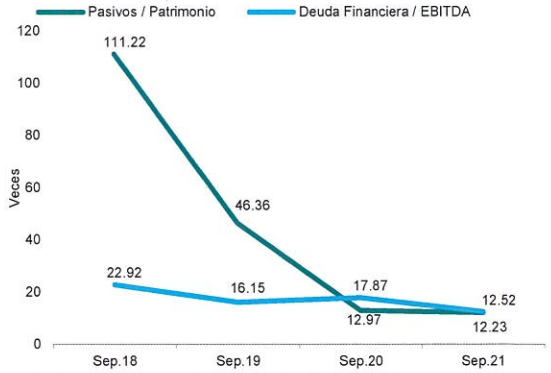
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 4

Indicadores de Apalancamiento



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

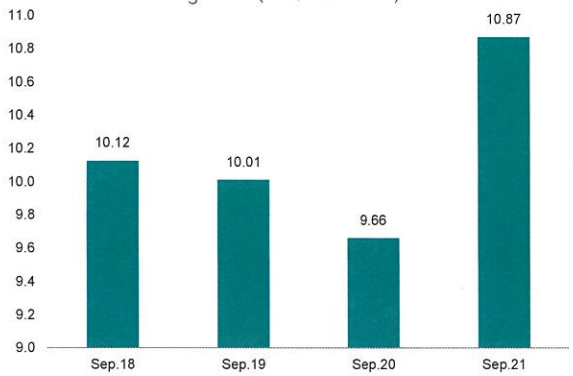
Rentabilidad y Eficiencia

SE REVIERTEN LAS PÉRDIDAS DE EJERCICIO ANUALES PREVIOS Y MEJORAN LOS MÁRGENES DE RENTABILIDAD

Al cierre fiscal de septiembre de 2021, los ingresos de DC ascendieron a US$10.9 millones, exhibiendo un crecimiento de 12.50% con respecto al cierre fiscal de 2020 (Gráfico 5) producto de, entre otros, las penalidades por terminación anticipada, devolución de descuentos por pandemia y la culminación de la mayoría de acuerdos temporales de descuento de cánones de arrendamiento, los cuales fueron otorgados por los efectos de la pandemia COVID-19 en el país y de las medidas adoptadas por el gobierno[2] en este contexto. Lo anterior, refleja la gradual recuperación en los negocios de los locatarios, además, en algunos casos se modificaron los alquileres incorporando un componente variable (de acuerdo al nivel de ventas) a su componente fijo. No obstante, es importante mencionar que la mayoría de los alquileres de DC aún mantienen un alto componente fijo y gran parte de sus contratos de arrendamiento son de larga duración, confiriendo una favorable predictibilidad de flujos a DC. Por otro lado, pese a los mayores gastos en reparaciones y mantenimiento, así como el aumento de gastos de honorarios y mercadeo, la utilidad operativa avanzó 13.51% desde el cierre fiscal de septiembre de 2020. Asimismo, aportó positivamente al resultado del ejercicio, el aumento en el valor de las propiedades de inversión, producto de los nuevos avalúos realizados en el ejercicio; sumado a ello, los gastos financieros se ajustaron en 3.68% interanual, siendo importante indicar que, si bien los intereses de la deuda subordinada no representan una salida de efectivo, representan un gasto anual de US$4.3 millones, representando el 46% de los gastos financieros del Emisor al corte de análisis. De este modo, DC reportó una utilidad neta de US$1.0 millones, lo cual le permitió mejorar sus ratios de rentabilidad, de retorno sobre activos (ROAA) y sobre Patrimonio (ROAE), los cuales se ubicaron en con 0.68% y 9.26%, respectivamente.

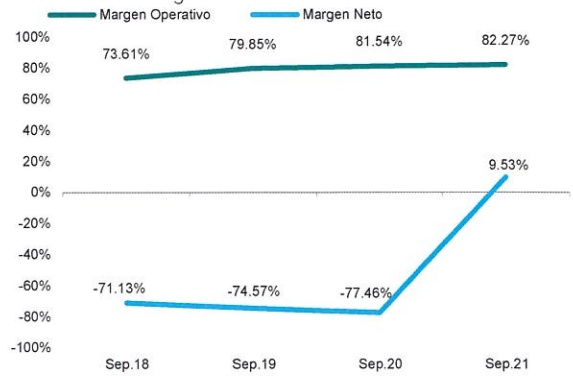
[2] El gobierno emitió el Decreto Ejecutivo No 145 de mayo de 2020 y No 314 de agosto de 2020, modificados por el Decreto Ejecutivo No.411, mediante los cuales se dictan medidas de flexibilidad y alivio en los cánones de arrendamiento mientras dure el estado de emergencia nacional, ordenando el congelamiento del pago de cánones de arrendamiento a los arrendatarios cuyos ingresos hayan sido afectados por las medidas de emergencia decretadas por el Gobierno.

Gráfico 5
Evolución de los Ingresos (US$ Millones)



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 6
Evolución de Márgenes



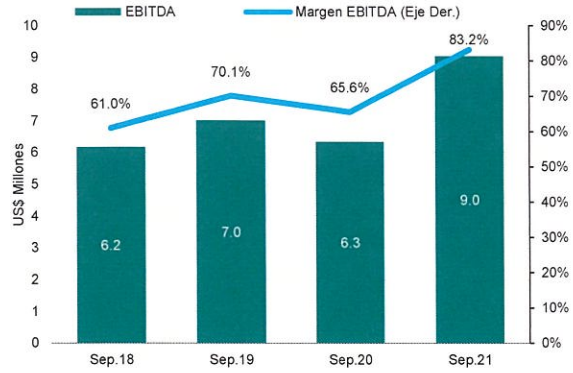
Fuente: Desarrollos Comerciales/ Elaboración: Moody´s Local

Generación y Capacidad de Pago

AUMENTO EN LA GENERACIÓN DEL EMISOR, PERO EL EBITDA AÚN NO LOGRA CUBRIR SUFICIENTEMENTE SUS NIVELES DE SERVICIO DE DEUDA, LA MISMA QUE CONSIDERA EL GASTO FINANCIERO DE LA DEUDA SUBORDINADA

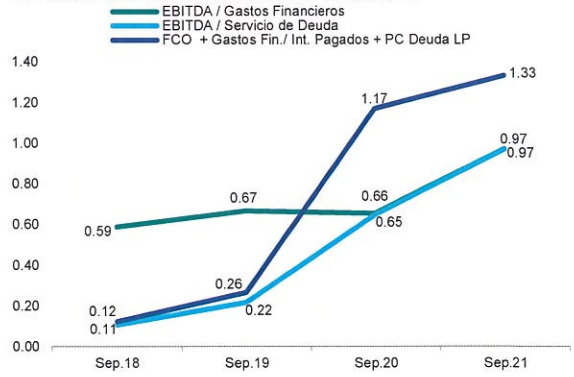
Al 30 de septiembre de 2021, el EBITDA de DC registró un importante crecimiento de 42.76% anual, producto de la mejora en el resultado operativo. Al analizar el Flujo de Caja Operativo (FCO), el mismo se sitúa en US$1.7 millones (+66.91% respecto al cierre fiscal de 2020). En esta línea, la cobertura del EBITDA sobre el Servicio de Deuda –que incorpora la deuda subordinada– mejora producto del menor gasto financiero anual; no obstante, se mantienen por debajo de 1.0x. 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, con lo cual la generación es suficiente para cubrir sus gastos financieros y obligaciones de deuda, asociado a la ausencia de porción corriente de deuda de largo plazo (PCDLP), siendo que, esta cobertura sea superior a lo registrado en el ejercicio previo, alcanzando 1.33x desde 1.17x. 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 2021 cumple, tal como se señaló en la Tabla 3.

Gráfico 7
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 8
Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
TOTAL ACTIVO	**154,696**	**148,942**	**153,098**	**168,734**
Efectivo y Depósitos en Bancos	1,887	1,130	1,112	865
Depósitos en Fideicomiso	2,638	2,178	1,776	1,206
Alquileres por Cobrar a futuro	7,192	7,429	5,782	4,701
Arrendamientos y cuentas por cobrar	3,224	211	220	184
Activos mantenidos para la venta	-	-	-	22,420
Activo Corriente	**16,465**	**12,508**	**10,512**	**31,091**
Propiedades de Inversión	128,934	127,409	133,594	128,272
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	**138,231**	**136,434**	**142,586**	**137,643**
TOTAL PASIVO	**143,000**	**138,281**	**149,865**	**167,230**
Préstamos Bancarios	6	91	20,197	48,306
Porción Corriente de Bonos Corporativos	-	-	1,729	1,269
Pasivo Corriente	**956**	**816**	**22,925**	**51,280**
Préstamos Bancarios	-	-	9,345	17,372
Bonos Corporativos	78,297	78,158	47,125	39,592
Bonos Subordinados	35,000	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	16,487	16,491	16,495	8,851
Intereses por pagar Bonos Subordinados	8,528	4,270	14,922	10,547
Pasivo No Corriente	**142,044**	**137,465**	**126,941**	**115,950**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**11,696**	**10,661**	**3,232**	**1,504**
Capital Social	10	10	10	10
Capital Adicional	27,510	27,510	12,588	588
Utilidad/(Pérdida) Acumulada	(15,739)	(16,775)	(9,293)	969

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Ingresos	10,867	9,660	10,010	10,125
Costos Operativos		-	-	-
Resultado Bruto	**10,867**	**9,660**	**10,010**	**10,125**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(1,927)	(1,783)	(2,017)	(2,672)
Utilidad Operativa	**8,941**	**7,877**	**7,993**	**7,453**
Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	1,525	(6,184)	1,014	(4,501)
Otros ingresos/ gastos, neto	79	77	(6,013)	68
Gastos Financieros	(9,319)	(9,674)	(10,492)	(10,501)
Utilidad / (Pérdida) Antes del Impuesto a la Renta	**1,225**	**(7,905)**	**(7,498)**	**(7,481)**
Impuesto a la Renta, Neto	(190)	(423)	(33)	(279)
Utilidad / (Pérdida) Neta	**1,035**	**(7,482)**	**(7,464)**	**(7,202)**

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Solvencia				
Pasivo / Patrimonio	12.23x	12.97x	46.36x	111.22x
Deuda Financiera / Pasivo	0.79x	0.82x	0.76x	0.85x
Deuda Financiera / Patrimonio	9.69x	10.62x	35.08x	94.13x
Pasivo / Activo	0.92x	0.93x	0.98x	0.99x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.01x	0.01x	0.15x	0.31x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.99x	0.99x	0.85x	0.69x
Deuda Financiera / EBITDA	12.52x	17.87x	16.15 x	22.92x
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA	14.35x	20.47x	18.50x	24.35x
Liquidez				
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	17.22x	15.33x	0.46x	0.61x
Prueba Ácida[1]	15.70x	13.55x	0.39x	0.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	4.73x	4.05x	0.13x	0.04x
Capital de Trabajo (Activo Cte - Pasivo Cte) (US$ Miles)	15,509	11,692	(12,413)	(20,190)
Gestión				
Gastos Operativos / Ingresos	17.73%	18.46%	20.15%	26.39%
Gastos Financieros / Ingresos	85.75%	100.15%	104.81%	103.71%
Rentabilidad				
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	82.27%	81.54%	79.85%	73.61%
Margen Neto	9.53%	-77.46%	-74.57%	-71.13%
ROAA	0.68%	-4.95%	-4.64%	-4.27%
ROAE	9.26%	-107.71%	-315.21%	-140.50%
Generación				
FCO (US$ Miles)	1,678	1,005	853	150
FCO LTM (US$ Miles)	1,678	1,005	853	150
EBITDA (US$ Miles)	9,046	6,337	7,021	6,175
EBITDA LTM (US$ Miles)	9,046	6,337	7,021	6,175
Margen EBITDA	83.2%	65.60%	70.14%	60.99%
Coberturas*				
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	0.97x	0.66x	0.67x	0.59x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.97x	0.65x	0.22x	0.11x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	1.33x	1.19x	1.14x	1.04x
FCO + Int Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	1.33x	1.17x	0.26x	0.12x

* 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 31.03.21)[1]	Calificación Actual (al 30.09.21)	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.
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.

[1] Sesión de Comité del 22 de julio de 2021.

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 (30.09.21):	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

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 (30.09.21):	US$7.6 millones	US$11.25 millones	US$9.2 millones	US$30.7 millones	US$20.3 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 15 trimestres de gracia	Bullet al Vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva Cuenta de Concentración				
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

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 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.

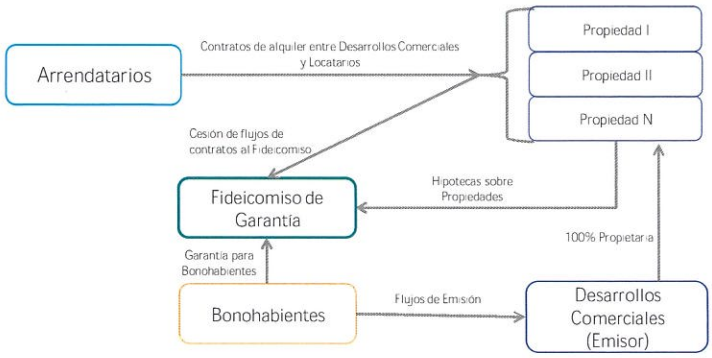
RIESGO DE LA INDUSTRIA
El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevos locales comerciales, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de Desarrollos Comerciales de arrendar los locales comerciales.

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

Anexo IV

Propiedades

Detalle de Propiedades al 30 de septiembre de 2021

	Alquiler Mensual	Valor del Activo	Cedido al Fideicomiso
Plaza Más Versalles	$24,059	$4,500,000	SI
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	$103,527	$6,900,000	SI
Edificio Tula	$218,773	$30,500,000	SI
Plaza Más Calle 13 (Colón)	$22,529	$2,890,000	SI
Galería El Dorado	$48,960	$15,100,000	SI
Plaza Más Riviera (David) - Gorgona	$214,610	$8,900,000	SI
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	$35,116	$11,000,000	SI
Plaza Más Los Ángeles (Panamá)	$74,239	$16,000,000	SI
Activos Costa Verde (Chorrera)	$8,842	$1,300,000	SI
Activos David (Chiriquí)	$14,043	$2,100,000	SI
Activos Arraiján	$9,474	$1,750,000	SI
Activos Tocumen	$11,928	$1,800,000	SI
Activos Versalles	$16,887	$2,250,000	SI
Activos Vacamonte	$11,651	$1,500,000	SI
Activos San Fernando	$27,832	$5,000,000	SI
Activos San Miguelito	$6,734	$1,100,000	SI
Plaza Más Santa Fe	$14,610	$15,000,000	SI
Coronado	-	$1,343,934	NO

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

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 2018 y 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A. y Subsidiarias y los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2020 y 2021 de Desarrollos Comerciales, S.A.[3], así como la documentación respectiva sobre el Programa de Bonos Corporativos y los Suplementos de las Series emitidas. 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.

[3] El 20 de diciembre de 2019 la subsidiaria Inmobiliaria Valle Claro, S.A. se fusionó con Desarrollos Comerciales, S.A. quedando esta última como una sociedad individual.

© 2022 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 JPY100.000 y los JPY250.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S
LOCAL