DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.
Calle 50 con Vía Porras
PH BMW Piso 6 oficina A-B
Teléfono: 398-8422

SQF
GROUP

Panamá, 9 de febrero de 2023

Señores

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Ciudad.-

Estimados señores

Sean estas líneas portadoras de un cordial saludo.

Por medio de la presente y en cumplimiento con las normas relacionadas con las obligaciones de notificaciones de Hechos Relevantes, informamos que Desarrollos Comerciales, S.A., ha recibido por parte de Moody´s Local PA Calificadora de Riesgo, S.A., ratificación de la Calificación con categoria BBB-.pa asignada a las Series C, E, F, G y H de Bonos Corporativos, asi como la ratificación de la categoría BB-.pa a la Serie A de los Bonos Subordinados todas contempladas dentro de la Emisión Publica de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A., de hasta US$200.0 millones autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores según Resolución SMV No.102-16 de 29 de febrero 2016, modificada mediante la Resolución SMV 208-18 de 8 de mayo de 2018 y la Resolución SMV 472-21 de 19 de octubre de 2021. La perspectiva se mantiene Estable.

La información utilizada por la Calificadora comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2019, 2020, 2021, 2022 de Desarrollos Comerciales, S.A.

Sin más 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:
8 de febrero de 2023

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
Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

Juan Carlos Alcalde
VP – Senior Analyst
juancarlos.alcalde@moodys.com

Jesus D. Castro
Associate Lead Analyst 1
jesus.castro@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Desarrollos Comerciales, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría 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 emitidas por Desarrollos Comerciales pondera, como factor positivo, el respaldo que brinda la estructura de la emisión, la cual contempla la primera hipoteca y anticresis de los bienes inmuebles custodiados por un Fideicomiso de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento de las propiedades cedidas y que 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. De igual forma, es positivo que la emisión cuente con una Cuenta de Reserva que debe mantener, en todo momento, el Servicio de Deuda correspondiente al siguiente trimestre. Además, las calificaciones asignadas consideran 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.

Adicionalmente 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, toda vez que este fue modificado y aprobado en el mes de octubre 2021 mediante Resolución No SMV-472-21, que permitió extender el periodo de gracia de amortización de capital. Por otro lado, también se pondera la amortización obligatoria de US$10.0 millones a prorrata de los Bonos Senior y la venta estratégica de las acciones de Los Ángeles Assets Group S.A. y la subsecuente adquisición de Desarrollos Inmobiliarios del Dorado S.A., toda vez que este le ha permitido consolidar su presencia en la Plaza La Galería.

Sin perjuicio de los factores expuestos anteriormente, a la fecha limita y mantiene bajo presión la calificación de los instrumentos de DC, el elevado nivel de Bonos Subordinados emitidos, los mismos que devengan intereses a una tasa entre 8% y 12% anual, y que generan permanentemente pérdidas al Emisor, afectando directamente el patrimonio neto. Sin embargo, es positivo que, a septiembre de 2022, el accionista haya realizado un aporte de capital de US$8.9 millones luego del pago de intereses de bonos subordinados, compensando así las pérdidas netas generadas en el año fiscal. Cabe mencionar que los indicadores de endeudamiento (palanca contable y palanca financiera) aún se mantienen en niveles que se consideran elevados. Asimismo, según las proyecciones remitidas, se espera un retroceso en los ingresos del emisor con respecto a 2022, considerando además que la venta de la sociedad propietaria de Plaza Los Ángeles a cambio de la compra de la sociedad propietaria del Box de La Galería implicó una reducción neta del área arrendable. En ese sentido, se mantendrá en observación la capacidad de generación de flujos del Emisor y de materializarse una reducción sostenida en los ingresos al Fideicomiso, las calificaciones podrían verse afectadas en siguientes revisiones.

Por otro lado, la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge su grado de subordinación natural frente al resto de pasivos. Adicionalmente, se considera como limitante el riesgo de refinanciamiento, dado que la mayor parte de Series emitidas tiene estructura de amortización bullet, por lo que el Emisor requerirá emitir nuevas Series para refinanciar las obligaciones al vencimiento.

No menos importante, 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 es mitigado al ser el accionista SQF el tenedor del 100% de estos Bonos y al haber otorgado fianza solidaria sobre los mismos.

Respecto al entorno económico de Panamá, el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) publicó que el PIB, de enero a septiembre de 2022, registró un crecimiento acumulado de 11% respecto al mismo período del año anterior, lo cual recoge la reactivación económica que viene registrando el país. Cabe mencionar que el Producto Interno Bruto (PIB) de Panamá se contrajo en un 17.95% anual en el año 2020 a causa de la crisis sanitaria y se expandió en 15.3% durante el 2021 producto de la gradual recuperación de la actividad del país. A la fecha, Panamá cuenta con una calificación soberana de Baa2 (outlook negativo) asignada por Moody's Investor Service (en adelante, MIS), quien proyecta un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 4.1% para el 2023.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de DC, la evolución de los principales indicadores financieros y cumplimiento de los resguardos establecidos para las Series Garantizadas, comunicando oportunamente al mercado cualquier modificación en la percepción de riesgo del Emisor.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en la generación de ingresos de la Compañía.
- Disminución sostenida 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 (senior).
- Disminución relevante en la generación de flujos que pueda llevar a un incumplimiento de los resguardos de la emisión.
- 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-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Activos (US$/Miles)	136,174	154,696	148,942	153,098
Ingresos (US$/Miles)	10,185	10,867	9,660	10,010
EBITDA (US$/Miles)	9,568	9,046	6,337	7,021
Deuda Financiera / EBITDA	12.53x	12.52x	17.87x	16.15x
EBITDA / Gastos Financieros	0.94x	0.97x	0.66x	0.67x
FCO + Int. Pagados / PCDLP + Int. Pagados (LTM)	0.68x	1.33x	1.17x	0.26x

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

Tabla 2

BG TRUST, INC

	Sep-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US$ Miles)	13,399	12,038	11,245	10,368
Utilidad Neta (US$ Miles)	1,520	1,513	1,505	1,372
ROAA	11.78%	13.00%	14.10%	14.18%
ROAE	12.55%	13.08%	14.25%	14.92%

Fuente: Latinex / Elaboración: Moody´s Local

Tabla 3

RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Sep-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Flujo Disponible / Servicio de Deuda*	>1.15x	2.09x	1.91x	1.16x	1.23x
Flujo Disponible / Servicio de Deuda Proyectada*	>1.15x	1.23x	2.12x	1.18x	1.19x
Endeudamiento**	<2.50x	1.14x	2.31x	2.26x	3.00x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación	>125%	154.65%	148.86%	152.54%	159.86%

* 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 contó 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). Para mayor detalle sobre la estructura, ver 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

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, 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.

En octubre de 2021, se negoció la venta de una sociedad a la que se le escindió la Plaza Los Ángeles por US$9.0 millones, con un valor contable de US$16.0 millones, y se facturaron las penalidades por salidas anticipadas y descuentos otorgados en pandemia por US$6.0 millones. Paralelamente, se realizó la compra de la Sociedad Desarrollos Inmobiliarios del Dorado por US$5.0 millones por un inmueble ubicado en la Plaza La Galería con lo que DC se convierte en el dueño total de dicha plaza. El monto remanente de la transacción, US$10.0 millones, fueron utilizados para la amortización obligatoria de los Bonos Senior el 31 de marzo de 2022, esta amortización fue realizada a prorrata de la siguiente manera: 9.61% a la Serie C, 14.23% a la Serie E, 11.64% a la Serie F, 38.84% a la Serie G, 25.68% a la Serie H. Cabe destacar que, el nuevo inmueble se encuentra ya cedido al Fideicomiso, según la certificación del Fiduciario al 30 de septiembre de 2022.

El 11 de marzo de 2022 el Emisor reabrió la Serie A de Bonos Subordinados y emitió un nuevo tranche por US$16.5 millones, importe que utilizó para cancelar la totalidad de la Cuenta por Pagar a Relacionadas, cuyo titular era el accionista SQF Group Inc. El 100% de este nuevo tranche fue adquirido por el mismo SQF Group Inc., por tanto dicha emisión de Bonos Subordinados y la cancelación de la Cuenta por Pagar al accionista no tuvo efecto en caja. La Serie A de Bonos Subordinados es por un monto de hasta US$70.0 millones, de esta forma, el saldo total circulante a la fecha es de US$51.5 millones, habiendo sido colocados bajo las mismas condiciones de plazo y tasa de interés.

A septiembre de 2022, el accionista, SQF Group Inc., realizó un aporte de capital por US$8.9 millones (fondos provenientes del pago de intereses de los bonos subordinados acumulados).

En el mes de enero de 2023 se comunicó mediante Hecho de Importancia que a partir del día 31 de enero de 2023 asume la Gerencia General de Desarrollos Comerciales el señor Sergio Mauricio Navia Barrera en reemplazo de la Sra. Gina Alejandra Lovo Toro.

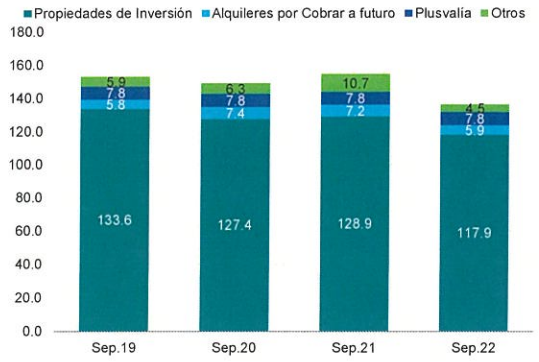
Análisis financiero de Desarrollos Comerciales, S.A.

Activos y Liquidez

PROPIEDADES DE INVERSIÓN SE MANTIENEN COMO PRINCIPAL COMPONENTE EN LA ESTRUCTURA DE BALANCE. SIN EMBARGO, SE REDUCEN INTERANUALMENTE POR VENTA ESTRATÉGICA DE UN ACTIVO.

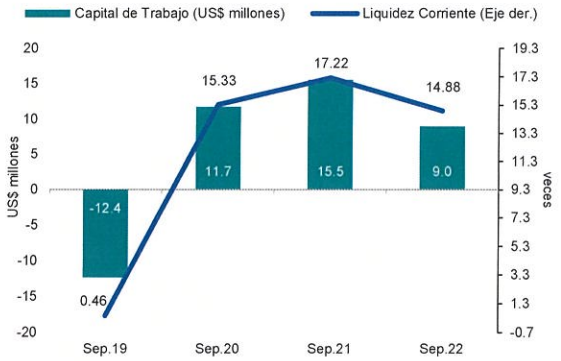
Al cierre del ejercicio fiscal del 30 de septiembre de 2022, los activos de DC se situaron en US$136.2 millones, exhibiendo un retroceso de 11.97% interanual, explicado principalmente por las menores Propiedades de Inversión (-US$11.0 millones) producto de la venta de una sociedad a la que se le escindió la Plaza Los Ángeles, cuyo valor en libros era de US$16.0 millones, compensado parcialmente por la compra de una sociedad propietaria de una finca en la Plaza La Galería por US$5.0 millones. Adicionalmente, la disminución en el total de activos se explica también por la disminución de los arrendamientos por cobrar ante la cesión de la mayoría de dichas cuentas por cobrar para la transacción anteriormente mencionada y el menor saldo de alquileres por cobrar a futuro, que se ajustó, en parte, por la venta del activo realizada en el año. Cabe mencionar que las Propiedades de Inversión se mantienen como el principal activo del Emisor representando un 86.58% de los activos totales. Al corte de análisis, Desarrollos Comerciales cuenta con 17 propiedades de inversión (7 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. En línea con esto último, a septiembre de 2022 se dio un cambio menor en el valor de las propiedades de inversión de -US$41 miles. En cuanto a los indicadores de liquidez, al corte evaluado, DC mantiene un capital de trabajo en terreno positivo y ratio de liquidez corriente por encima de 1x (ver Gráfico 2), ajustándose respecto al año anterior por las menores cuentas por cobrar y menores niveles de caja y arrendamientos por cobrar a futuro.

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

Estructura Financiera y Solvencia

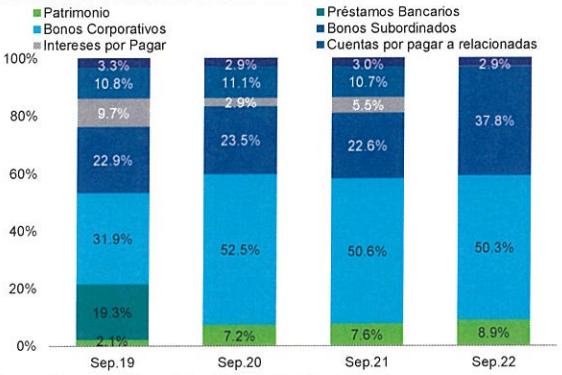
CRECIMIENTO MENOR EN EL PATRIMONIO POR APORTE DE CAPITAL QUE PERMITIÓ COMPENSAR LAS PÉRDIDAS DEL EJERCICIO. INDICADORES DE APALANCAMIENTO SE MANTIENEN EN NIVELES ELEVADOS

Los pasivos de DC totalizaron US$124.1 millones al cierre de septiembre de 2022, registrando un retroceso de 13.22% interanual, por un efecto combinado de menor saldo de bonos corporativos por la amortización obligatoria realizada a finales de marzo de 2022 por un monto de US$10.0 millones a prorrata de los Bonos Senior, tras la venta del activo inmobiliario señalado en la sección anterior y por el pago de intereses acumulados de los bonos subordinados que luego fueron aportados al patrimonio por el accionista. Al mismo tiempo, resalta la sustitución total de las Cuentas por Pagar a Relacionadas, a mediados de marzo de 2022, mediante la emisión de un tranche de US$16.5 millones en Bonos Subordinados como parte de la Serie A hasta por US$70.0 millones. Este tranche de Bonos Subordinados fue adquirido en su totalidad por el accionista SQF, que a su vez era el titular de la mencionada cuenta por pagar a relacionadas (esta operación no representó movimiento de caja). De esta forma, la deuda financiera total a septiembre de 2022 fue de US$119.9 millones (US$129.8 millones incluyendo Cuentas por Pagar a Relacionadas a septiembre de 2021), representada en su totalidad por Bonos Corporativos y Subordinados a largo plazo con vencimientos bullet a partir del 2026, con excepción de la Serie G emitida en diciembre de 2019, la cual tiene amortizaciones trimestrales a partir de diciembre de 2023 (después de la modificación de términos y condiciones aprobada en 2021 - ver sección de Desarrollos Recientes).

Por otro lado, el patrimonio neto de Desarrollos Comerciales al 30 de septiembre de 2022 aumentó 3.25% desde el cierre fiscal del año anterior, impulsado principalmente por un aporte de capital del accionista SQF por US$8.9 millones, el cual compensó la pérdida neta de US$8.5 millones generada en el ejercicio 2022 (en parte por el reconocimiento de la pérdida por venta de activos por debajo del valor

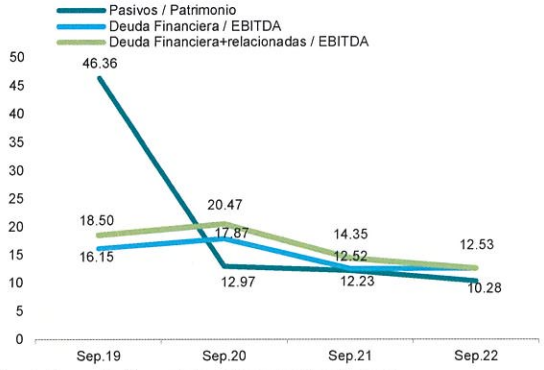
en libros). Producto de lo anterior y ante un menor nivel de pasivos totales, la palanca contable (pasivo / patrimonio) mejoró al situarse en 10.28x desde 12.23x entre septiembre de 2022 y 2021 (de realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados y las cuentas por pagar a relacionadas del pasivo - la palanca contable ajustada se ubicaría en 1.14x desde 1.45x al 30 de septiembre 2021). Por su lado, la palanca financiera (deuda financiera + relacionadas / EBITDA) de DC se redujo a 12.53x desde 14.35x, principalmente por la amortización de los bonos (de realizar un ajuste en la palanca financiera -excluyendo los Bonos Subordinados-, la misma se situaría en 7.15x desde 8.66x a septiembre de 2021, nivel que aún se considera elevado).

Gráfico 3
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 4
Indicadores de Apalancamiento



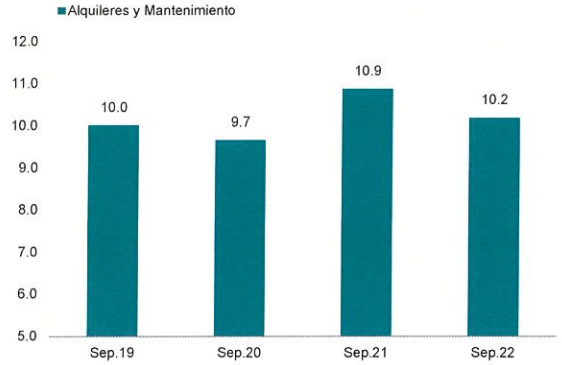
Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Rentabilidad y Eficiencia

RESULTADO DEL EJERCICIO NETO NEGATIVO GENERADO PRINCIPALMENTE POR PÉRDIDA EN LA VENTA DE PLAZA LOS ANGELES Y MAYORES GASTOS FINANCIEROS ASOCIADOS AL CRECIMIENTO DE LA DEUDA SUBORDINADA

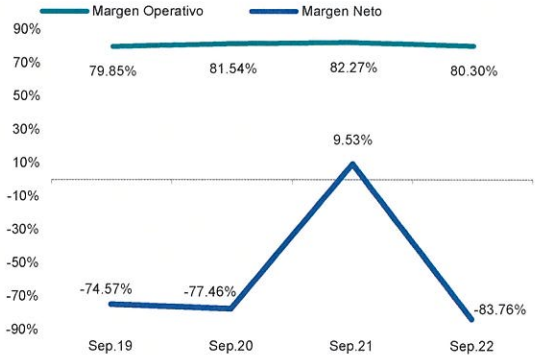
Al cierre del año fiscal terminado en septiembre de 2022, Desarrollos Comerciales mostró pérdidas netas de US$8.5 millones, resultados por debajo de las utilidades por US$1 millón reportadas al cierre del año fiscal anterior. En cuanto a los ingresos, éstos fueron 6.28% menores en comparación a los reportados un año atrás, principalmente producto de los ingresos por cobrar a futuro por US$1.3 millones, por lo que, de excluir dicha partida, la variación hubiera sido de un crecimiento de 3.35%. Sin embargo, cabe mencionar que los ingresos de 2022 y 2021 tienen un componente extraordinario asociado a la facturación de penalidades por cancelación anticipada relacionadas a la pandemia COVID-19 en 2021 y a la venta de la Plaza Los Ángeles en 2022. En cuanto a los gastos operativos, éstos crecieron en 4.1% interanual por mayores gastos de impuestos a los inmuebles, impuestos municipales y tasas únicas y reparaciones y mantenimiento, entre otros, lo cual devino en un resultado operativo inferior. Por otro lado, a septiembre de 2022, DC reportó una pérdida contable extraordinaria por la venta de la Plaza Los Ángeles por US$7.0 millones (valor en libros de US$16.0 millones, vendida por US$9.0 millones) que impactó negativamente el resultado del período. Cabe mencionar que, a diferencia del año fiscal 2021, en el que se generó un resultado neto positivo en el cambio del valor razonable de las propiedades de inversión, a septiembre de 2022 el efecto no fue significativo (-US$41,190). Por el lado de los gastos financieros, a pesar de la menor deuda de bonos senior por la amortización realizada, éstos se incrementaron por el mayor devengue de intereses asociados a la mayor deuda subordinada (nuevo tranche emitido que reemplazó cuentas por pagar a relacionadas). De este modo, los indicadores de retorno sobre activos promedio (ROAA) y sobre patrimonio promedio (ROAE) se ajustaron, situándose en terreno negativo.

Gráfico 5
Evolución de los Ingresos (US$ Millones)



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 6
Evolución de Márgenes



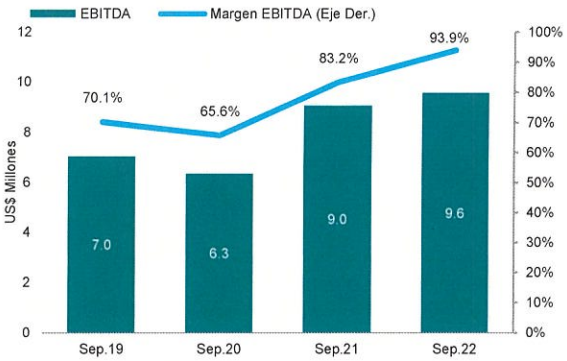
Fuente: Desarrollos Comerciales/ Elaboración: Moody´s Local

Generación y Capacidad de Pago

INDICADORES DE COBERTURA CON EBITDA SE MANTIENEN POR DEBAJO DE 1x

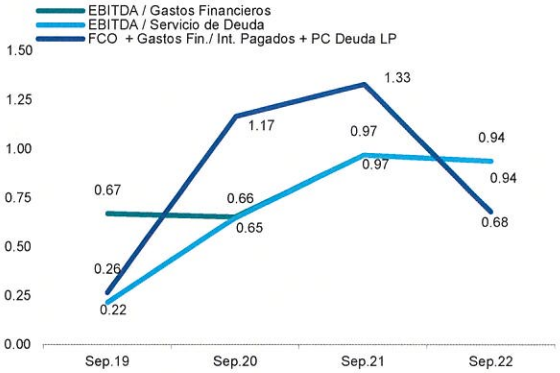
Al 30 de septiembre de 2022, el EBITDA de DC registró un crecimiento menor de 5.77% interanual, sin embargo, la cobertura sobre los intereses y sobre el Servicio de Deuda –que incluye los intereses devengados por la deuda subordinada– se mantuvieron ajustados y por debajo de 1x. Por otro lado, el FCO ajustado a septiembre de 2022 fue 86.63% mayor al reportado el año anterior principalmente por los menores alquileres y cuentas por cobrar registrados, otorgando una cobertura sobre el Servicio de Deuda (Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo + Gastos Financieros) de 0.68x (1.33x a septiembre de 2021); siendo relevante mencionar que, para este cálculo se considera como Gastos Financieros, los intereses efectivamente pagados. El ratio se ajusta interanualmente debido a que los intereses pagados a septiembre de 2022 ascendieron a US$18.5 millones e incluyen los intereses acumulados por los bonos subordinados que se pagaron durante el año, los intereses de bonos subordinados devengados del ejercicio, además de los intereses de los bonos senior (de considerar únicamente los intereses pagados por los bonos senior, la cobertura con FCO sería de 2.61x). Para garantizar estos pagos, los resguardos financieros que debe cumplir DC 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 2022 se cumplieron, 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-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
TOTAL ACTIVO	**136,174**	**154,696**	**148,942**	**153,098**
Efectivo y Depósitos en Bancos	604	1,887	1,130	1,112
Depósitos en Fideicomiso	1,499	2,638	2,178	1,776
Alquileres por Cobrar a futuro	5,902	7,192	7,429	5,782
Arrendamientos y cuentas por cobrar	147	3,224	211	220
Activo Corriente	**9,640**	**16,465**	**12,508**	**10,512**
Propiedades de Inversión	117,893	128,934	127,409	133,594
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	**126,534**	**138,231**	**136,434**	**142,586**
TOTAL PASIVO	**124,098**	**143,000**	**138,281**	**149,865**
Préstamos Bancarios	-	6	91	20,197
Porción Corriente de Bonos Corporativos	-	-	-	1,729
Pasivo Corriente	**648**	**956**	**816**	**22,925**
Préstamos Bancarios	-	-	-	9,345
Bonos Corporativos	68,436	78,297	78,158	47,125
Bonos Subordinados	51,485	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	-	16,487	16,491	16,495
Intereses por pagar Bonos Subordinados	257	8,528	4,270	14,922
Pasivo No Corriente	**123,450**	**142,044**	**137,465**	**126,941**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**12,076**	**11,696**	**10,661**	**3,232**
Capital Social	10	10	10	10
Capital Adicional	36,421	27,510	27,510	12,588
Utilidad/(Pérdida) Acumulada	(24,270)	(15,739)	(16,775)	(9,293)

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Ingresos	10185	10,867	9,660	10,010
Costos Operativos	-	-	-	-
Resultado Bruto	**10,185**	**10,867**	**9,660**	**10,010**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(2,006)	(1,927)	(1,783)	(2,017)
Utilidad Operativa	**8,179**	**8,941**	**7,877**	**7,993**
Cambio en valor razonable de propiedades de inversión	(41)	1,525	(6,184)	1,014
Otros ingresos/ gastos, neto	(6,957)	79	77	(6,013)
Gastos Financieros	(10,176)	(9,319)	(9,674)	(10,492)
Utilidad / (Pérdida) Antes del Impuesto a la Renta	**(8,996)**	**1,225**	**(7,905)**	**(7,498)**
Impuesto a la Renta, Neto	465	(190)	(423)	(33)
Utilidad / (Pérdida) Neta	**(8,531)**	**1,035**	**(7,482)**	**(7,464)**

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Solvencia				
Pasivo / Patrimonio	10.28x	12.23x	12.97x	46.36x
Deuda Financiera / Pasivo	0.97x	0.79x	0.82x	0.76x
Deuda Financiera / Patrimonio	9.93x	9.69x	10.62x	35.08x
Pasivo / Activo	0.91x	0.92x	0.93x	0.98x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.01x	0.01x	0.01x	0.15x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.99x	0.99x	0.99x	0.85x
Deuda Financiera / EBITDA	12.53x	12.52x	17.87x	16.15 x
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA	12.53x	14.35x	20.47x	18.50x
Liquidez				
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	14.88x	17.22x	15.33x	0.46x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	3.25x	4.73x	4.05x	0.13x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.) (US$ Miles)	8,992	15,509	11,692	(12,413)
Gestión				
Gastos Operativos / Ingresos	19.70%	17.73%	18.46%	20.15%
Gastos Financieros / Ingresos	99.92%	85.75%	100.15%	104.81%
Rentabilidad				
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	80.30%	82.27%	81.54%	79.85%
Margen Neto	83.76%	9.53%	-77.46%	-74.57%
ROAA	-5.87%	0.68%	-4.95%	-4.64%
ROAE	-71.77%	9.26%	-107.71%	-315.21%
Generación				
FCO (US$ Miles)	(5,891)	1,678	1,005	853
FCO LTM (US$ Miles)	(5,891)	1,678	1,005	853
FCO + Int. Pagados (US$ Miles)	12,576	6,738	6,335	6,956
FCO LTM + Int. Pagados LTM (US$ Miles)	12,576	6,738	6,335	6,956
EBITDA (US$ Miles)	9,568	9,046	6,337	7,021
EBITDA LTM (US$ Miles)	9,568	9,046	6,337	7,021
Margen EBITDA	93.94%	83.24%	65.60%	70.14%
Coberturas*				
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	0.94x	0.97x	0.66x	0.67x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.94x	0.97x	0.65x	0.22x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	0.68x	1.33x	1.19x	1.14x
FCO + Int Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	0.68x	1.33x	1.17x	0.26x

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

Anexo I

Historia de Calificación

Desarrollos Comerciales, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.03.22)[1]	Calificación Actual (al 30.09.22)	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 2022.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

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

	Serie A
Monto Colocado:	US$51.5 millones (tranches de US$35.0 millones y US$16.5 millones)
Saldo en Circulación (30.09.22):	US$51.5 millones
Fecha de Colocación:	30 de Marzo de 2016 y 11 de Marzo de 2022, respectivamente
Plazo:	25 años desde la primera emisión
Tasa:	8% - 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 (30.09.22):	US$6.6 millones	US$9.8 millones	US$8.0 millones	US$26.8 millones	US$17.7 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.

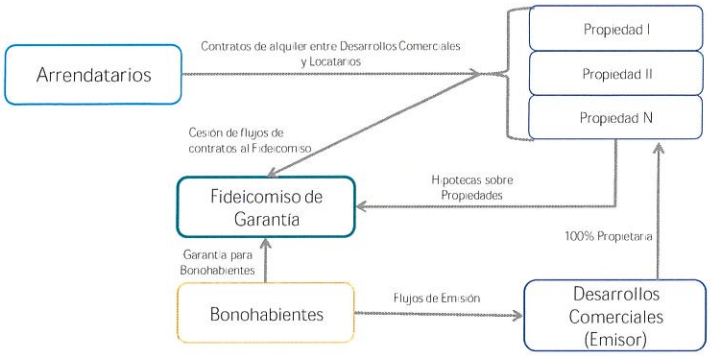
RIESGO DE LA INDUSTRIA
El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevos locales comerciales, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de Desarrollos Comerciales de arrendar los locales comerciales.

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

El Fideicomiso de Garantía que ampara 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 1.2x y una Cobertura del Servicio de Deuda Proyectado mínima de 1.2x. 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 cedidas al Fideicomiso al 30 de septiembre de 2022

	Alquiler Mensual (US$)	Valor del Activo
Plaza Más Versalles	$29,283	$4,987,053
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	$52,660	$7,725,135
Edificio Tula	$200,919	$31,813,825
Plaza Más Calle 13 (Colón)	$19,910	$2,899,543
Galería El Dorado	$68,275	$16,029,974
Plaza Más Riviera (David) - Gorgona	$46,698	$8,652,899
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	$34,018	$11,377,128
Activos Costa Verde (Chorrera)	$9,726	$1,971,993
Activos David (Chiriquí)	$14,602	$2,935,642
Activos Arraiján	$10,487	$2,115,002
Activos Tocumen	$13,120	$2,533,987
Activos Versalles	$17,630	$3,346,785
Activos Vacamonte	$12,816	$2,488,159
Activos San Fernando	$30,752	$6,120,162
Activos San Miguelito	$5,890	$1,428,478
Plaza Más Santa Fe	$22,362	$10,073,045

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 Moody´s Local https://www.moodyslocal.com/country/pa donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody´s Local, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A. y Subsidiarias y los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2020, 2021 y 2022 de Desarrollos Comerciales, S.A.[1] y 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.

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

© 2023 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. 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 CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES YLAS 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 crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

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 que 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 que 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, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service,Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service 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 – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos -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 crediticias, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.