DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.
Avenida Costanera. Corregimiento Juan Diaz
Centro Comercial Plazas Mas Versalles, Local 8B

Panamá 05 de septiembre de 2023

Señores
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
Ciudad.

Ref.: Hecho de Importancia – Calificación de Riesgo

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., la calificación con categoría BBB-.pa asignada a las Series Senior C, E, F, G y H de Bonos Corporativos y la categoría BB-.pa a la Serie Subordinada A; todas contempladas dentro de la Emisión Pública 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 asignada es negativa.

La información utilizada por la Calificadora comprende los Estados Financieros al 31 de marzo de 2023. El Comité de Moody´s Local remite el Informe de Calificación de Riesgo con fecha 7 de agosto de 2023.

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:
07 de agosto de 2023

Actualización

CALIFICACIÓN*

Desarrollos Comerciales, S.A.

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

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

CONTACTOS

Leyla Krmelj
Ratings Manager
Leyla.krmelj@moodys.com

Juan Carlos Alcalde
Director – Credit Analyst
juancarlos.alcalde@moodys.com

Jesús Castro
Credit Analyst
jesus.castro@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Desarrollos Comerciales, S.A.

Resumen

Moody's Local afirma la categoría BBB-.pa a las Series Senior C, E, F, G y H, así como la calificación BB-.pa 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), hasta por US$200.0 millones. La perspectiva es Negativa.

La calificación asignada a las Series Senior 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 Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas. De igual forma, es positivo que dichas series cuenten 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.

En cuanto a los indicadores operativos de DC, resulta positivo que se hayan venido firmando nuevos contratos de arrendamiento, por lo que los niveles de ocupación de los activos muestran una tendencia positiva desde los últimos meses del 2022, llegándose a ubicar en niveles por encima de los reportados en 2019. Cabe mencionar que la mejora en la ocupación física es consecuencia de la implementación de una nueva estrategia comercial, enfocada en mejorar y hacer más eficiente la utilización de los activos.

Sin perjuicio de anterior, a la fecha limita las calificaciones y sustenta la perspectiva Negativa, el elevado nivel de Bonos Subordinados emitidos, los mismos que devengan intereses a una tasa entre 8% y 12% anual, y que vienen generando pérdidas netas de manera recurrente, deteriorando el patrimonio neto. Sin embargo, es positivo que, en 2022, el accionista haya realizado un aporte de capital de US$8.9 millones, luego del pago de intereses de bonos subordinados, compensando así el efecto en el patrimonio por las pérdidas generadas. Adicionalmente, si bien parte importante de la deuda financiera de DC devenga una tasa fija, la Serie G de Bonos Senior (única serie amortizable) mantiene una tasa variable (SOFR[1] 3M + 0.26% + 3.75%, mínimo 5.00%), lo cual, dado el contexto actual de las tasas de interés, viene haciendo que el servicio de deuda se incremente, considerando además que el período de gracia para la amortización de capital de dicha Serie está próximo a culminar, impactando en los indicadores de cobertura. Debido a lo anterior, el resguardo de Flujo Disponible/Servicio de Deuda Proyectada no se cumplió en la medición con cifras a marzo de 2023, lo cual conllevó a que el Emisor solicite una dispensa (ver Desarrollos Recientes) hasta diciembre de 2023, la cual fue aprobada por los Tenedores Registrados de los bonos. Cabe resaltar que los demás resguardos de la emisión sí se cumplieron según la última certificación del Fiduciario. Adicionalmente, al corte evaluado, los indicadores de apalancamiento contable y financiero aumentaron respecto a los reportados al cierre fiscal, manteniéndose en niveles elevados.

Adicionalmente, se considera como una limitante el riesgo de refinanciamiento, dado que la mayor parte de Series emitidas tiene estructura de amortización *bullet*, por lo que se requerirá emitir nuevas Series o tomar préstamos bancarios para refinanciarlas a su vencimiento.

[1] A partir de junio 2023. Antes LIBOR 3M + 3.75%, mínimo 5.00%.

Por otro lado, la calificación de la Serie A de Bonos Subordinados recoge su grado de subordinación natural frente al resto de pasivos. Cabe resaltar 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 es mitigado al ser el accionista SQF el tenedor del 100% de estos Bonos y al haber otorgado fianza solidaria sobre los mismos.

Es importante mencionar que el Emisor viene trabajando en un plan para mejorar el perfil de sus pasivos financieros el cual, según lo explicado por la Gerencia, espera se concrete en los siguientes meses. En ese sentido, se mantendrá en observación su capacidad de generación de flujos, así como la evolución de los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda y los indicadores de solvencia. Ante esto, cabe resaltar que de no observarse una mejora en las métricas crediticias y operativas, las calificaciones podrían verse afectadas en las siguientes revisiones.

Respecto al análisis financiero de DC al 31 de marzo de 2023, los activos totales registraron un ligero crecimiento de 0.15% respecto al cierre fiscal de septiembre de 2022, explicado principalmente por crecimiento en los saldos de la cuenta de concentración y de reserva del Fideicomiso, y en menor medida, un ligero aumento de las propiedades de inversión (explicado por inversiones realizadas por US$28.4 miles). Sin embargo, el incremento fue parcialmente compensado por la disminución de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas (cobros por US$70.0 miles). Por su lado, los pasivos totales de DC aumentaron 2.26% respecto al corte auditado de septiembre de 2022, principalmente por la acumulación de los intereses devengados en el semestre por los bonos subordinados emitidos. Cabe resaltar que la deuda financiera está representada en su totalidad por Bonos Senior (series C, E, F, G y H) y Subordinados (Serie A) con vencimientos *bullet* a partir del año 2026, con excepción de la Serie Senior G, emitida en diciembre de 2019, la cual tiene un período de gracia de pagos a capital y amortizaciones trimestrales que comienzan en diciembre de 2023, según la modificación a los términos y condiciones realizada en octubre de 2021 (ver sección Desarrollos Recientes). Es importante mencionar que el 100% de los Bonos Subordinados emitidos son adquiridos por SQF Group, Inc., quien es al mismo tiempo el tenedor del 100% de las acciones de DC y el fiador solidario. En cuanto a los indicadores de liquidez, se mantiene el superávit de capital de trabajo y la razón corriente por encima de 1x, siendo relevante mencionar que DC debe amortizar US$0.6 millones de la Serie G en diciembre de 2023 y marzo de 2023.

Por otro lado, el patrimonio neto al 31 de marzo de 2023 retrocedió 21.54% desde septiembre de 2022, principalmente por las pérdidas netas del período, asociadas a la alta carga financiera que debe asumir la Compañía por los bonos emitidos. El efecto combinado de mayores pasivos y ajuste del patrimonio neto generó un crecimiento en el ratio de apalancamiento contable (Pasivo / Patrimonio), el cual se elevó a 13.39x desde 10.28x desde septiembre de 2022. De realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados del pasivo y sumándolo al patrimonio- la palanca contable ajustada se sitúa en 1.24x (vs. 1.14x al cierre fiscal del 30 de septiembre 2022). Por otra parte, la palanca financiera (Deuda financiera / EBITDA), se vio impactada negativamente por los menores niveles de generación operativa en los últimos doce meses al cierre de marzo de 2023, situándose en 19.04x desde 12.53x. De realizar un ajuste en este ratio (excluyendo los Bonos Subordinados), la misma presentaría aumento a 10.87x desde 7.15x al cierre fiscal.

Al cierre del corte de marzo de 2023, los ingresos de DC fueron 45.26% menores respecto al mismo corte del año anterior, sin embargo, se debe considerar que los ingresos totales a marzo de 2022 incluyeron la facturación extraordinaria por US$3.1 millones de penalidades por cancelación anticipada relacionados a la salida de locatarios por la pandemia COVID-19 y por la venta de la Plaza Los Ángeles. Así, excluyendo dicho ingreso extraordinario recibido en el primer trimestre de 2022, la variación en ingresos totales fue una reducción de 5% (se debe resaltar que los ingresos a marzo de 2023 ya no contemplan los cánones de alquiler de la propiedad de inversión que fue vendida). Asimismo, se debe resaltar que los contratos de arrendamiento de DC son, en su mayoría, de larga duración, confiriendo una favorable predictibilidad de sus ingresos. Por otro lado, los gastos operativos se redujeron 7.00% principalmente por menores pagos de honorarios profesionales y menores impuestos. Al mismo tiempo, a marzo de 2023 no se registraron las pérdidas por venta de acciones por US$7.0 millones que se registraron al primer trimestre del año anterior, lo cual explica, en parte, la reducción de las pérdidas netas.

Por otro lado, respecto a los gastos financieros, éstos mostraron un crecimiento interanual de 19.92%, asociado principalmente a la mayor deuda promedio a marzo de 2023 (se emitió mayor deuda subordinada en marzo de 2022 a una tasa de 12%), sumado al aumento de las tasas de interés de referencia (serie G Senior tiene una tasa variable). De esta manera, al 31 de marzo de 2023, DC registró pérdidas netas de US$2.6 millones, siendo éstas inferiores a las pérdidas registradas al cierre de marzo de 2022. Por su lado, el EBITDA LTM exhibió un retroceso interanual de 51.26% en comparación al cierre de marzo de 2022 (principalmente por la facturación extraordinaria de US$3.1 millones) y la cobertura brindada sobre el servicio de deuda se situó por debajo de 1x. Del mismo modo, el FCO (anualizado) mostró un ajuste importante, impactando negativamente en las coberturas de intereses y servicio de deuda, manteniéndose por debajo de 1x.

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.

Indicadores	Mar-23 LTM	Sep-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Activos (US$/Miles)	136,378	136,174	154,696	148,942	153,098
Ingresos (US$/Miles)	6,875	10,185	10,867	9,660	10,010
EBITDA (US$/Miles)	6,301	9,568	9,046	6,337	7,021
Deuda Financiera / EBITDA	19.04x	12.53x	12.52x	17.87x	16.15x
EBITDA / Gastos Financieros	0.57x	0.94x	0.97x	0.66x	0.67x
FCO + Int. Pagados / Servicio de Deuda (LTM)	0.28x	0.68x	1.33x	1.17x	0.26x

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

Tabla 2

BG TRUST, INC

Indicadores	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US$ Miles)	13,473	13,066	12,038	11,245	10,368
Utilidad Neta (US$ Miles)	N.A.	N.A.	1,513	1,505	1,372
ROAA	N.A.	N.A.	13.00%	14.10%	14.18%
ROAE	N.A.	N.A.	13.08%	14.25%	14.92%

Fuente: Latinex / *Elaboración: Moody´s Local*

Tabla 3
RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

Indicadores	Límite	Mar-23	Sep-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Flujo Disponible / Servicio de Deuda*	>1.15x	1.36x	2.09x	1.91x	1.16x	1.23x
Flujo Disponible / Servicio de Deuda Proyectada	>1.15x	<1.15x**	1.23x	2.12x	1.18x	1.19x
Endeudamiento***	<2.50x	1.24x	1.14x	2.31x	2.26x	3.00x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación	>125%	154.65%	154.65%	148.86%	152.54%	159.86%

* El 14 de julio de 2023 se aprobó una dispensa para el cumplimiento de este indicador para el trimestre que termina en diciembre de 2023.
** El 14 de julio de 2023 se aprobó una dispensa para el cumplimiento de este indicador desde el trimestre terminado en marzo de 2023 hasta el trimestre que termina en diciembre de 2023.
*** 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 Reserva 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

En el mes de julio de 2023, el Agente de Pago, Registro y Transferencia, en representación de los Tenedores Registrados de los bonos corporativos, comunicó la aprobación de la dispensa solicitada por el Emisor el 31 de mayo, por el cumplimiento de obligaciones financieras, dado que no se cumplió el resguardo de la Cobertura de Servicio de Deuda Proyectada mínima de marzo de 2023. Las dispensas que se aprobaron fueron: i) del cumplimiento de la Cobertura de Servicio de Deuda mínima, para el trimestre que termina en diciembre 2023 y ii) del cumplimiento de la Cobertura de Servicio de Deuda Proyectada mínima, desde el trimestre terminado en marzo de 2023 hasta el trimestre que termina en diciembre de 2023.

A partir de junio de 2023 se realizó la transición de tasa LIBOR a SOFR en el caso de la Serie G – Senior.

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.

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).

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.

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 convirtió en el dueño total de dicha plaza. El monto remanente de la transacción, US$10.0 millones, fue utilizado 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 fue cedido al Fideicomiso.

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"), equivalente 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; y vii) Cambio del recurso legal para el caso de un evento de incumplimiento.

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-23	Sep-22	Mar-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
TOTAL ACTIVO	**136,378**	**136,174**	**141,079**	**154,696**	**148,942**	**153,098**
Efectivo y Depósitos en Bancos	510	604	2,775	1,887	1,130	1,112
Depósitos en Fideicomiso	1,826	1,499	2,260	2,638	2,178	1,776
Alquileres por Cobrar a futuro	5,902	5,902	7,192	7,192	7,429	5,782
Arrendamientos y cuentas por cobrar	179	147	158	3,224	211	220
Activo Corriente	**9,897**	**9,640**	**13,896**	**16,465**	**12,508**	**10,512**
Propiedades de Inversión	117,921	117,893	117,934	128,934	127,409	133,594
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	**126,481**	**126,534**	**127,183**	**138,231**	**136,434**	**142,586**
TOTAL PASIVO	**126,904**	**124,098**	**134,799**	**143,000**	**138,281**	**149,865**
Préstamos Bancarios	-	-	-	6	91	20,197
Porción Corriente de Bonos Corporativos	1,128	-	-	-	-	1,729
Pasivo Corriente	**1,719**	**648**	**474**	**956**	**816**	**22,925**
Préstamos Bancarios	-	-	-	-	-	9,345
Bonos Corporativos	67,378	68,436	68,367	78,297	78,158	47,125
Bonos Subordinados	51,485	51,485	51,485	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	-	-	-	16,487	16,491	16,495
Intereses por pagar Bonos Subordinados	3,072	257	10,740	8,528	4,270	14,922
Pasivo No Corriente	**125,185**	**123,450**	**134,325**	**142,044**	**137,465**	**126,941**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**9,474**	**12,076**	**6,281**	**11,696**	**10,661**	**3,232**
Capital Social	10	10	10	10	10	10
Capital Adicional	36,421	36,421	27,510	27,510	27,510	12,588
Utilidad/(Pérdida) Acumulada	(26,872)	(24,270)	(21,154)	(15,739)	(16,775)	(9,293)

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-23	Sep-22	Mar-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Ingresos	4,004	10,185	7,313	10,867	9,660	10,010
Costos Operativos	-	-	-	-	-	-
Resultado Bruto	**4,004**	**10,185**	**7,313**	**10,867**	**9,660**	**10,010**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(920)	(2,006)	(989)	(1,927)	(1,783)	(2,017)
Utilidad Operativa	**3,084**	**8,179**	**6,324**	**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	31	(6,957)	(6,973)	79	77	(6,013)
Gastos Financieros	(5,716)	(10,176)	(4,767)	(9,319)	(9,674)	(10,492)
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	**(2,602)**	**(8,996)**	**(5,415)**	**1,225**	**(7,905)**	**(7,498)**
Impuesto a la Renta, Neto	-	465	-	(190)	(423)	(33)
Utilidad / (Pérdida) Neta	**(2,602)**	**(8,531)**	**(5,415)**	**1,035**	**(7,482)**	**(7,464)**

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-23	Sep-22	Mar-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	13.39x	10.28x	21.46x	12.23x	12.97x	46.36x
Deuda Financiera / Pasivo	0.95x	0.97x	0.89x	0.79x	0.82x	0.76x
Deuda Financiera / Patrimonio	12.67x	9.93x	19.08x	9.69x	10.62x	35.08x
Pasivo / Activo	0.93x	0.91x	0.96x	0.92x	0.93x	0.98x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.01x	0.01x	0.00x	0.01x	0.01x	0.15x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.99x	0.99x	1.00x	0.99x	0.99x	0.85x
Deuda Financiera / EBITDA	19.04x	12.53x	9.75x	12.52x	17.87x	16.15 x
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA	19.04x	12.53x	9.75x	14.35x	20.47x	18.50x
Liquidez						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	5.76x	14.88x	29.32x	17.22x	15.33x	0.46x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.36x	3.25x	10.62x	4.73x	4.05x	0.13x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.) (US$ Miles)	8,178	8,992	13,423	15,509	11,692	(12,413)
Gestión						
Gastos Operativos / Ingresos	22.97%	19.70%	13.52%	17.73%	18.46%	20.15%
Gastos Financieros / Ingresos	142.78%	99.92%	65.18%	85.75%	100.15%	104.81%
Rentabilidad						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	77.03%	80.30%	86.48%	82.27%	81.54%	79.85%
Margen Neto	-64.98%	83.76%	-74.04%	9.53%	-77.46%	-74.57%
ROAA	-1.88%	-5.87%	-3.73%	0.68%	-4.95%	-4.64%
ROAE	-33.03%	-71.77%	-70.33%	9.26%	-107.71%	-315.21%
Generación						
FCO (US$ Miles)	230	(5,891)	6,516	1,678	1,005	853
FCO LTM (US$ Miles)	(12,178)	(5,891)	7,629	1,678	1,005	853
FCO + Int. Pagados (US$ Miles)	3,131	12,576	10,211	6,738	6,335	6,956
FCO LTM + Int. Pagados LTM (US$ Miles)	5,496	12,576	13,859	6,738	6,335	6,956
EBITDA (US$ Miles)	3,109	9,568	6,376	9,046	6,337	7,021
EBITDA LTM (US$ Miles)	6,301	9,568	12,291	9,046	6,337	7,021
Margen EBITDA	77.65%	93.94%	87.2%	83.24%	65.60%	70.14%
Coberturas*						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	0.57x	0.94x	1.30x	0.97x	0.66x	0.67x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.51x	0.94x	1.30x	0.97x	0.65x	0.22x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	0.29x	0.68x	2.71x	1.33x	1.19x	1.14x
FCO + Int Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	0.28x	0.68x	2.71x	1.33x	1.17x	0.26x

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

Anexo I

Historia de Calificación

Desarrollos Comerciales, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.22)[1]	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (al 31.03.23)	Perspectiva Actual	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US$200.0 millones **Serie Subordinada A** (hasta por US$70.0 millones)	BB-.pa	Negativa	BB-.pa	Negativa	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.
Bonos Corporativos por hasta US$200.0 millones **Series Senior C, E, F, G y H** (hasta por US$79.1 millones)	BBB-.pa	Negativa	BBB-.pa	Negativa	Los emisores o emisiones calificados en BBB.pa cuentan con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.

[1] *Sesión de Comité del 17 de marzo de 2023.*

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 (31.03.23):	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:	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 (31.03.23):	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%	(SOFR[2] 3 meses +0.26%) + 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*

[2] A partir de junio 2023. Antes LIBOR 3M + 3.75%, mínimo 5.00%.

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.

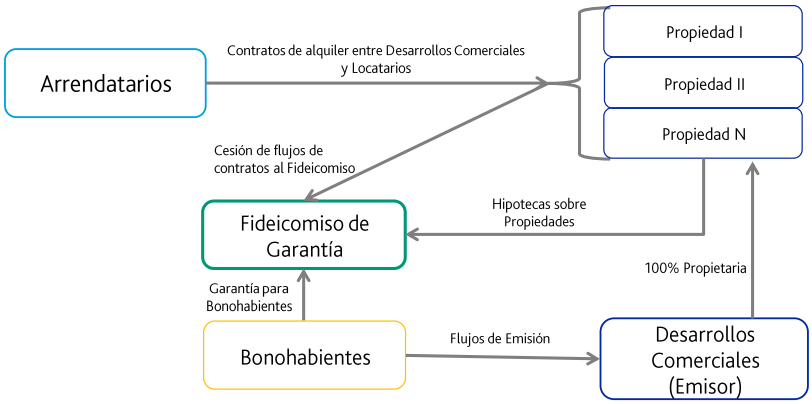
RIESGO DE LA INDUSTRIA
El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevos locales comerciales, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de Desarrollos Comerciales de arrendar los locales comerciales.

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

	Alquiler Mensual (US$)	Valor del Activo
Plaza Más Versalles	$30,426	$5,015,449
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	$56,511	$7,725,135
Edificio Tula	$201,219	$31,813,825
Plaza Más Calle 13 (Colón)	$12,748	$2,899,543
Galería El Dorado	$81,283	$16,029,974
Plaza Más Riviera (David) - Gorgona	$49,295	$8,652,899
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	$38,001	$11,377,128
Activos Costa Verde (Chorrera)	$10,650	$1,971,993
Activos David (Chiriquí)	$13,814	$2,935,642
Activos Arraiján	$9,932	$2,080,002
Activos Tocumen	$13,120	$2,598,987
Activos Versalles	$18,407	$3,281,785
Activos Vacamonte	$12,816	$2,523,159
Activos San Fernando	$33,568	$6,240,162
Activos San Miguelito	$7,964	$1,308,478
Plaza Más Santa Fe	$26,867	$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 Empresas No Financieras aprobada el 14 de marzo de 2023. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A. y Subsidiarias, los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2020, 2021 y 2022 de Desarrollos Comerciales, S.A.[3], así como los Estados Financieros no auditados al 31 de marzo de 2022 y 2023, 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.

[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.

© 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 titulo 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.