Los Castillos
Real Estate, Inc.

Panamá, 14 de julio de 2023

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

Estimados señores:

Queremos comunicarles como hecho de importancia que el Comité de **Moody's Local Calificadora de Riesgo, S.A.** ha hecho pública, hoy 14 de julio de 2023, una actualización en la que ratifican la categoría **A.pa**, la perspectiva asignada es Positiva, a la Serie A del Programa de Bonos Corporativos Garantizados de hasta US$75.0 millones (LOCRE IV) emitida por Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias.

A su vez, comunican que el informe de calificación de riesgo con los fundamentos de la calificación, estará disponible en la página www.moodyslocal.com

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos por hasta US$75.0 millones (Serie A) (hasta por US$56.0 millones)	A.pa	Los emisores o emisiones calificados en A.pa cuentan con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores o transacciones locales.

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Sin otro particular, nos suscribimos de usted.

Atentamente,

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC.

Alex A. Cohen S.
Director / Presidente

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
14 de julio de 2023

Actualización

CALIFICACIÓN*

Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A.pa
Perspectiva	Positiva

(*) 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
Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

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

Fernando Cáceres
AVP Analyst
fernando.caceres@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría A.pa a la Serie A del Programa de Bonos Corporativos emitida por Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (en adelante, LOCRE o el Emisor) de hasta US$75.0 millones (LOCRE IV). La perspectiva asignada es Positiva.

La calificación asignada a la Serie de Bonos Corporativos Garantizados considera de manera favorable la estructura de la Emisión, la misma que contempla la cesión de bienes inmuebles custodiados por un Fideicomiso de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de las subsidiarias del Emisor. Adicionalmente, la Serie Garantizada de Bonos Corporativos cuenta con la cesión de las pólizas de seguros sobre las fincas hipotecadas, así como con una Cuenta de Reserva o Carta de Crédito a la vista (Stand By) manejada por el Fideicomiso de Garantía BG Trust (subsidiaria de Banco General), así como resguardos financieros. La Emisión también está garantizada por fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias hasta por el monto de la Serie a favor de los Tenedores Registrados. Asimismo, la calificación también recoge el hecho de que los contratos de alquiler que mantiene el Emisor cuentan con una larga duración y se encuentran totalmente ocupados.

Se considera también como factor positivo el incremento anual en ingresos por alquileres a diciembre de 2022 (+11.30%), relacionado a la reanudación del pago de los cánones contractuales, al igual que las cláusulas de aumento de alquiler que habían sido suspendidas durante la pandemia, que sumado a una menor deuda financiera generaron una disminución en la Palanca Contable (pasivo/patrimonio) y Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA). Al respecto, la Palanca Contable se mantuvo en bajos niveles (0.31x a diciembre de 2022 y 0.30x a marzo de 2023); mientras que la Palanca Financiera mantuvo una reducción progresiva al ubicarse en 3.99x a diciembre de 2022 y marzo de 2023 desde 5.03x al cierre de 2021.

A lo anterior se suma la fortaleza del grupo económico al que pertenece el Emisor, así como el expertise de la Plana Gerencial y el Directorio en el negocio inmobiliario. En adición, la calificación considera el desempeño del principal arrendatario de las subsidiarias del Emisor, la cadena de tiendas Do It Center, entidad que pertenece al mismo grupo económico. Es de mencionar que, como parte del proceso de calificación, Moody's Local revisa las cifras de Do It Center, al ser esta compañía la principal originadora de los flujos de alquiler que ingresan a LOCRE. De continuar la evolución favorable en los principales indicadores financieros de LOCRE y observarse una recuperación en las tiendas Do It Center, la calificación podría mejorar en las siguientes revisiones.

Sin perjuicio a lo señalado anteriormente, a la fecha limita a LOCRE contar con una mayor calificación la baja participación del capital social en la estructura del patrimonio, así como la elevada Palanca Financiera del principal generador de flujos Retail Sales Holding (Originador – Tiendas Do It Center) registrada al 31 de diciembre de 2022. Asimismo, se consideran los riesgos inherentes al sector en el que se desenvuelve Do It Center, quien opera en el sector retail de mejoramiento para el hogar, el cual suele ser vulnerable a ciclos económicos desfavorables en la economía.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de los principales indicadores financieros y la capacidad de pago del Emisor (LOCRE), así como del originador de los flujos (Do It Center), comunicando al mercado de forma oportuna cualquier variación en la percepción del riesgo.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

» Mejora sostenida en la generación y solvencia de su arrendatario Do It Center.

» Disminución progresiva de la Palanca Financiera de Do It Center, de modo que esto se traduzca en una mejora gradual de la Cobertura del Servicio de Deuda.

» Mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

» Desviaciones significativas en las proyecciones remitidas por el Emisor.

» Incumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el Prospecto.

» Aumento de la Palanca Financiera del Emisor que afecte la cobertura del Servicio de Deuda.

» Ajuste en los indicadores de rentabilidad de Do It Center que afecten su liquidez y solvencia.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

» Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US$/Miles)	259,436	258,533	256,825	254,531	257,192
Ingresos (US$/Miles)	15,106	15,034	13,508	13,814	13,939
EBITDA (US$/Miles)	13,684	13,789	12,389	12,551	12,967
Deuda Financiera / EBITDA	3.99	3.99	5.03	5.56	5.89
EBITDA / Gastos Financieros	3.26	3.53	3.09	2.84	2.52
FCO / Servicio de la Deuda	1.77	1.37	1.48	0.89	1.01

Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2
BG TRUST, INC

	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US$ Miles)	13,473	13,066	12,065	11,245	10,099
Utilidad Neta (US$ Miles)	N.A.	N.A.	1,513	1,505	1,426
ROAA	N.A.	N.A.	13.00%	14.10%	14.89%
ROAE	N.A.	N.A.	13.08%	14.25%	14.96%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody´s Local

Tabla 3
RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Mar-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE II	>125%		692%	571%	498%	445%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE III	>125%		218%	201%	182%	180%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE IV	>125%	153%				
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE II	>1.05x		1.37x	1.06x	1.47x	1.11x
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE III	>1.05x		1.23x	1.60x	0.78x	1.29x
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE IV	>1.05x	1.46x				
Endeudamiento LOCRE II y III	<3.50x		0.31x	0.36x	0.56x	0.60x
Endeudamiento LOCRE IV	<3.50x	0.30x				

*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.

Desarrollos Recientes

El 20 de septiembre de 2022, LOCRE emitió un comunicado público en relación a sus intención de modificar los términos y condiciones de la oferta pública de bonos corporativos por un monto de hasta US$70.0 millones (LOCRE III). Dentro de las modificaciones se incluyó: i) la definición de las Obligaciones Garantizadas, donde incluye de forma secundaria las sumas que el Emisor adeude o llegue a adeudar a los Tenedores Registrados de los Bonos del Programa LOCRE IV; no obstante, Obligaciones Garantizadas de los Bonos de LOCRE III tendrán prioridad hasta que se cancelen; ii) se modificaron los beneficiarios del Fideicomiso de Garantía al incluir como Beneficiarios Secundarios a los Tenedores Registrados de los Bonos de LOCRE IV y una vez cancelada la Emisión de LOCRE III, pasarán a ser los Beneficiarios Primarios; iii) ajustes en la cascada de pagos de la Cuenta de Concentración para incorporar lo relativo a las Obligaciones Garantizadas de los Bonos de LOCRE IV, una vez cancelada en su totalidad los Bonos LOCRE III; iv) se incorpora la posibilidad de que la Reserva para el Servicio de Deuda sea constituida a través de cartas de crédito "stand-by", no obstante, esto sería exclusivo para los Bonos de LOCRE IV y una vez cancelados los Bonos de LOCRE III; v) la modificación de ciertas definiciones como Bonos, Tenedores, Agentes y definiciones adicionales como Emisor Elegible, Bonos 2014 (LOCRE III), Bonos 2022 (LOCRE IV) y otras para que una vez canceladas las Obligaciones Garantizadas de los Bonos LOCRE III, hagan referencia a los Bonos LOCRE IV; vi) en relación a la cuenta de concentración, para los Bonos LOCRE IV se incluyó como resguardos mantener una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.05x en los últimos doce meses y un nivel máximo de endeudamiento de 3.5x.

El 17 de Octubre de 2022, mediante la resolución SMV Nº 348-2022 se suspendió la negociación del Programa de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones (LOCRE III).

El 19 de octubre de 2022, mediante la resolución SMV Nº348-2022, se emitió la resolución de terminación de registro de la Emisión LOCRE I, producto de que al 19 de agosto de 2022 no habían valores en circulación. Esto es debido a que en agosto se realizó la última amortización relacionado a este Programa de Bonos Corporativos.

El 19 de diciembre de 2022, mediante la resolución SMV Nº417-2022, se le autorizó a Los Castillos Real Estate, INC., el registro de modificación de los términos y condiciones de la oferta pública de bonos corporativos por hasta US$70 millones (LOCRE III), donde se incorporó al Programa de bonos corporativos por un monto hasta US$75 millones (LOCRE IV) dentro del Fideicomiso.

El 23 de enero de 2023, a través de la resolución SMV Nº27-2023, se registró el Programa de Bonos Corporativos por US$75.0 millones (LOCRE IV), donde la Serie A podrá ser emitida por hasta US$56.0 millones y la Serie B y subsiguientes podrán ser emitidas hasta por US$19.0 millones.

El 26 de enero de 2023, Los Castillos Real Estate, INC, autorizó declarar y distribuir dividendos a sus accionistas tenedores de Acciones Comunes Clase B registrados al 31 de diciembre de 2022 a razón de US$0.55331645 correspondientes al periodo fiscal 2022 y pagaderos el día 2 de febrero de 2023 por un importe de US$1.1 millones menos impuestos.

El 9 de febrero de 2023, Los Castillos Real Estate, INC., emitió el Suplemento de la Serie A por US$56 millones con un plazo de duración por 15 años, perteneciente al Programa de Bonos Corporativos por US$75 millones (LOCRE IV) . La fecha de oferta de la Serie fue el 15 de febrero de 2023. Por otro lado, la Fecha de Emisión y Liquidación fue el 17 de febrero de 2023 y la Fecha de Vencimiento será el 17 de Febrero de 2038.

El 13 de febrero de 2023, Los Castillos Real Estate, INC., notificó la redención anticipada de la Emisión Publica de Bonos Corporativos por un monto de hasta US$23.0 millones. La fecha de redención anticipada del saldo insoluto a capital de los Bonos emitidos y en circulación por el monto de US$8.1 millones se realizó el 17 de febrero de 2023, a un precio igual al cien por ciento, más intereses acumulados a la fecha de redención. Adicionalmente, Los Castillos Real Estate, INC., notificó la redención anticipada de la Emisión Pública de Bonos Corporativos por un monto de hasta US$70.0 millones. La fecha de redención anticipada del saldo insoluto a capital de los Bonos Garantizados emitidos y en circulación por el monto de US$38.6 millones y los Bonos Subordinados por el monto de US$8.0 millones se realizó el 17 de febrero de 2023, a un precio igual al cien por ciento, más intereses acumulados a la fecha de redención.

El 19 de abril de 2023, Los Castillos Real Estate, INC, autorizó declarar y distribuir dividendos a sus accionistas tenedores de Acciones Comunes Clase B registrados al 31 de marzo de 2023 a razón de US$0.8901232 correspondientes al periodo fiscal 2022 y pagaderos el día 26 de abril de 2023 por un importe de US$1.8 millones menos impuestos.

El 16 de junio de 2023, Los Castillos Real Estate, INC, autorizó declarar y distribuir dividendos a sus accionistas tenedores de Acciones Comunes Clase B registrados al 31 de mayo de 2023 a razón de US$1.506988 correspondientes al periodo fiscal 2022 y pagaderos el día 23 de junio de 2023 por un importe de US$3.0 millones menos impuestos.

Generalidades

Descripción de la Estructura

En la estructura de los distintos Programas de Bonos Corporativos Garantizados, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso correspondiente, siendo LOCRE IV administrado por BG Trust Inc. (subsidiaria de Banco General). El Fideicomiso de Garantía, que funge como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por LOCRE, poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes: i) primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de las subsidiarias del Emisor (las propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de cada Emisión), ii) cesión irrevocable e incondicional de la totalidad 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. Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos cuentan con fianzas solidarias a favor de los tenedores por parte de las subsidiarias propietarias de los inmuebles cedidos a cada Emisión, la misma que cubre para LOCRE IV la totalidad de las Series Senior emitidas. Para mayor detalle sobre la estructura revisar el Anexo III del presente informe.

Entidades Participantes

El Emisor – Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias
Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias es una sociedad de inversión inmobiliaria simple y cerrada registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores mediante la Resolución Nº SMV-111-2020 del 16 de marzo de 2020. Anteriormente, LOCRE fungía como una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en octubre de 2007. El negocio de LOCRE consiste en la compra, venta y arrendamiento de locales de inversión a través de sus subsidiarias; sin embargo, su principal actividad se basa en brindar financiamiento y obtener capital para la apertura de nuevos locales comerciales para ACE International Hardware, Corp., dueño de la cadena de tiendas Do It Center, perteneciente al mismo Grupo Económico del Emisor.

Cada una de las propiedades de LOCRE es administrada por una sociedad para así facilitar la negociación de los contratos de arrendamiento, además de la debida identificación de estas a nivel de Registro Público. La relación de propiedades y las subsidiarias respectivas se presentan en el Anexo IV del presente informe. Cabe señalar que todas las sociedades listadas en el Anexo IV, excepto Veraguas Properties y France Field Properties, administran un local de Do It Center, quien a su vez se convierte en el arrendatario final de dicha propiedad. Para financiar la adquisición y desarrollo de dichas propiedades de inversión, LOCRE mantiene inscrito un Programa de Bonos Corporativos por montos máximos de US$75.0 millones.

El Fiduciario – BG Trust, Inc
La estructura de los Bonos Corporativos Senior de LOCRE involucra a una empresa Fiduciaria: BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. y Subsidiarias, quien respalda LOCRE IV. En su calidad de Fiduciario, la empresa 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.

El Originador – Retail Sales Holding (antes Ace International Hardware, Corp y Afiliadas)
Retail Sales Holding (anteriormente, Ace International Hardware, Corp. y afiliadas - Grupo Do It Center) se constituyó en el año 1984. Esta compañía se dedica principalmente a la compra y venta de mercancía seca en general para el mejoramiento del hogar. Como parte del proceso de calificación de riesgo de LOCRE, Moody´s Local realizó una revisión de las cifras financieras de Retail Sales Holding con el fin de observar el comportamiento de su generación de flujos operativos, tanto histórica como esperada. Lo anterior se realiza a fin de determinar si existe capacidad a mediano y largo plazo de pagar los alquileres cobrados por las subsidiarias de LOCRE, los mismos que eventualmente recibirá el Fideicomiso.

Análisis financiero de Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias

En base a los acuerdos de confidencialidad firmados entre LOCRE y Moody´s Local, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes a Retail Sales Holding, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor.

Activos y Liquidez

LIGERO RETROCESO EN LOS INDICADORES LIQUIDEZ AL CIERRE DE 2022

Al 31 de diciembre de 2022, los activos de LOCRE ascendieron a US$258.5 millones, un incremento de 0.67% respecto del cierre de diciembre de 2021, relacionado principalmente al incremento de las Propiedades de Inversión (+US$4.8 millones anual) relacionados a la adquisición de dos terrenos (Costa del Este en la Ciudad de Panamá y Bugaba en Chiriquí), a pesar del cambio negativo en el valor razonable de las propiedades registrado en el 2022 (US$0.4 millones) generadas por las actualizaciones de los avalúos realizadas en 2022. Este incremento fue parcialmente contrarrestado por un menor nivel en la cuenta Efectivo y Equivalentes de Efectivo (-US$3.2 millones) producto de los dos terrenos adquiridos en el 2022, mencionadas anteriormente y la amortización de bonos (US$6.4 millones) efectuados durante el 2022. Asimismo, es de mencionar que al cierre de 2022, LOCRE presenta menores niveles registrados en las Cuentas de Concentración y Reserva (los alquileres cobrados ingresan directamente a las Cuentas de Concentración de los dos Fideicomisos que mantenía el Emisor) producto de la redención anticipada del programa LOCRE I y la liberación de las cuentas en el fideicomiso.

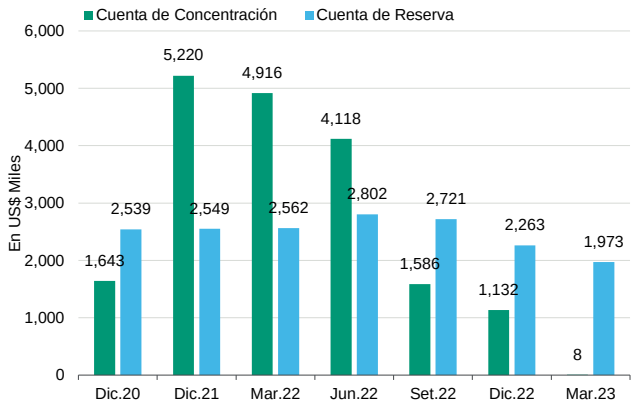
Las propiedades de inversión se mantienen como el principal activo del Emisor, al representar el 97.19% de los activos totales al 31 de diciembre de 2022. Es de mencionar que, todas las propiedades que posee el Emisor son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado. Dicho ajuste permite estimar el respaldo de las garantías asociadas a los Fideicomisos de cada Emisión. A la fecha de análisis, las subsidiarias de LOCRE cuentan con 28 propiedades de inversión (incluyendo TownCenter Costa del Este Property, S.A. y Bugaba Property, S.A.), las mismas que son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado.

Al primer trimestre de 2023, los activos de LOCRE avanzaron en 0.35% con respecto a diciembre de 2022 producto de los mayores niveles de Efectivo y Equivalentes de Efectivo (incluyendo las Cuentas de Concentración y Reserva de LOCRE IV) relacionado a la generación del negocio; no obstante, a pesar de haber repartido dividendos por US$1.0 millones en el mes de febrero.

Con referencia a los indicadores de liquidez de LOCRE, tanto el índice de liquidez corriente como el de capital de trabajo (deficitario al cierre de 2022), disminuyeron a diciembre de 2022, producto de la reducción de los activos corrientes (menor nivel de efectivo en las Cuentas de Concentración). No obstante, es de señalar el incremento de la Liquidez absoluta, indicador que no toma en consideración los depósitos en los fideicomisos, producto del mayor nivel de efectivo disponible para la Compañía. Al 31 de marzo de 2022 los tres indicadores de liquidez incrementaron sustancialmente con respecto a diciembre de 2022, producto de la liberación de las Cuentas de Concentración y Reserva de LOCRE II (las cuentas relacionadas a LOCRE III se incorporaron a LOCRE IV).

Gráfico 1

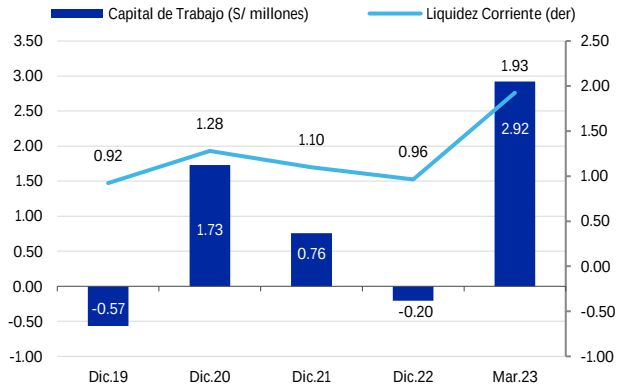
Saldo de las Cuentas del Fideicomiso – US$ Miles



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Estructura Financiera y Solvencia

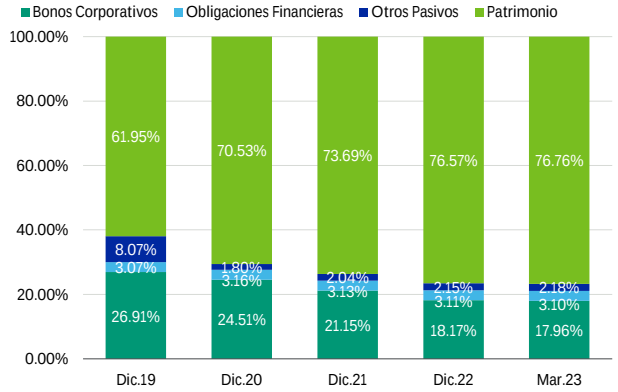
MEJORAS EN LOS NIVELES DE APALANCAMIENTO PRODUCTO DE LA AMORTIZACIÓN DE BONOS E INCREMENTO DEL PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos de LOCRE ascendieron a US$60.6 millones, registrando una reducción anual de 10.37% frente al cierre de 2021, como consecuencia del menor saldo (-US$7.3 millones) de los bonos por pagar (circulantes y no circulantes) por la amortización total de la emisión LOCRE I, y a la amortización de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados (LOCRE II y III). Asimismo, es de mencionar que los Bonos por Pagar representaron el 21.28% del fondeo total de la Compañía. Por otro lado, el patrimonio del Emisor reportó un incremento de 4.61%, producto del efecto combinado de las utilidades del ejercicio (US$8.7 millones) y el aporte realizado en acciones comunes Clase B (US$52 mil). Como resultado, el Patrimonio se mantuvo como la principal fuente de Fondeo de la compañía al representar el 76.57% de los activos de la Compañía.

El efecto combinado de la disminución en pasivos y el incremento en patrimonio conllevó a una mejora en la Palanca Contable (pasivo/patrimonio), ubicándose en 0.31x desde 0.36x a diciembre de 2021, manteniéndose por debajo del resguardo exigido en las Series de Bonos emitidas (máximo 3.50x). En esa misma línea, la Palanca Financiera mantuvo la tendencia decreciente situándose en 3.99x al 31 de diciembre de 2022 (vs 5.03x al cierre de 2021).

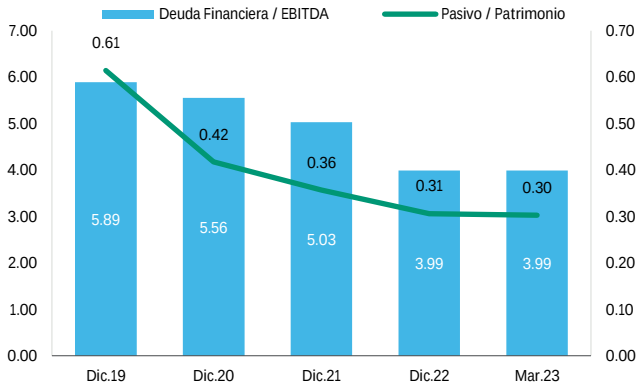
Al primer trimestre de 2023, los pasivos de LOCRE retrocedieron en 0.48% con respecto al cierre del ejercicio fiscal 2022, explicado por la redención total y anticipada de las Series de LOCRE II y III, las cuales fueron reemplazadas por la Serie A por US$56.0 millones de LOCRE IV. Por otro lado, el Patrimonio Neto se incrementó trimestralmente en 0.60%, asociado a la Utilidad del periodo (US$2.2 millones). No obstante, el crecimiento fue limitado producto de la repartición de dividendos por US$1.0 millón. Como consecuencia de la disminución de pasivos, aunada al incremento del Patrimonio, se observó una ligera mejora en la palanca contable (0.30x); mientras que la palanca financiera no presentó cambios.

Gráfico 3
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 4
Indicadores de Apalancamiento



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Rentabilidad y Eficiencia

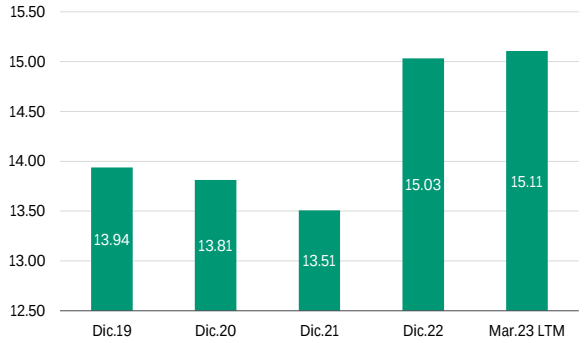
RETROCESO DE UTILIDAD, PESE AL INCREMENTO EN INGRESOS

Al cierre del ejercicio de 2022, LOCRE reportó utilidades netas por US$8.7 millones, una disminución de 8.34% frente al ejercicio de 2021, a raíz de que a diferencia del 2021, donde se obtuvieron ganancias por el cambio neto en el valor razonable de propiedades de inversión, en el 2022 se registraron pérdidas por US$0.3 millones en este concepto. Por otro lado, al 31 de diciembre de 2022, los ingresos por alquileres provenientes de los contratos de arrendamiento de los bienes inmuebles, que pertenecen a las subsidiarias del Emisor y se encuentran hipotecados a los distintos Fideicomisos que garantizan las Series de Bonos Corporativos emitidas, ascendieron a US$15.0 millones, un incremento anual de 11.30% frente a 2021, explicado por la reanudación a partir de enero de 2022 de los cánones contractuales, al igual que las cláusulas de aumento en alquiler que anteriormente habían sido suspendidas por la pandemia. Como consecuencia del aumento de los ingresos por alquiler, LOCRE registró un Margen Operativo de 90.91%, un ligero incremento frente a diciembre de 2021 (90.82%). Los gastos financieros registran una disminución interanual de 2.41% como consecuencia del menor saldo de la Deuda Financiera producto de la amortización de los Bonos. Todo lo anterior resultó en una retroceso del margen neto a 57.65% a diciembre de 2022, desde 70.00% al cierre de 2021, lo que a su vez se reflejó en una disminución en el retorno sobres los activos y

patrimonio neto promedio (ROAA y ROAE), los cuales se ubicaron al cierre del 2022 en 3.36% y 4.48% desde 3.70% y 5.13% en el 2021, respectivamente.

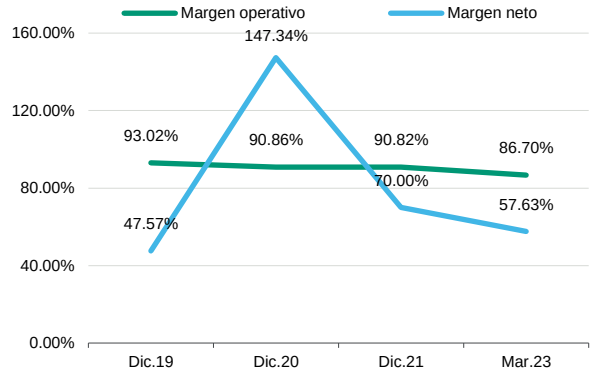
Al primer trimestre de 2023, la utilidad neta registró una disminución de 10.45% con respecto a marzo del año anterior, explicado por los mayores gastos financieros incurridos por el aumento de la tasa SOFR, tasa a la cual están atados los intereses de la Serie A de Bonos Corporativos Garantizados (+38.14%). Por otro lado, al 31 de marzo de 2023, los ingresos por alquileres presentaron un incremento (+1.92%), atribuido al aumento en los cánones de arrendamiento; no obstante, en menor proporción que el incremento en los gastos financieros. Producto de ello, los indicadores de rentabilidad (ROAA y ROAE) presentaron un retroceso al ubicarse en 3.26% y 4.30%.

Gráfico 5
Evolución Histórica de los Ingresos por Rentas (US$ Millones)



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 6
Evolución de los Márgenes



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Generación y Capacidad de Pago

MEJORA EN LAS COBERTURAS PARA LA GESTIÓN 2022 RELACIONADOS A UN INCREMENTO EN LOS INGRESOS

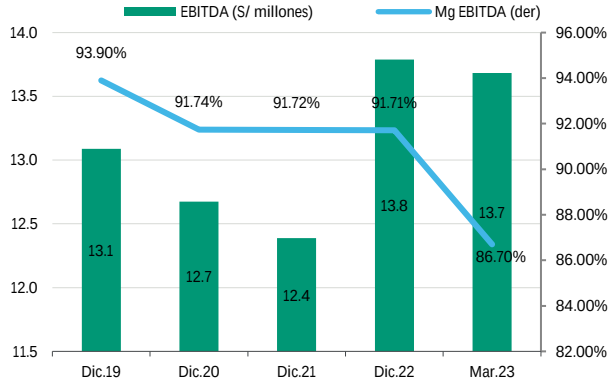
Al cierre de 2022, la Compañía registro un EBITDA de US$13.8 millones un crecimiento anual de 11.30% respecto al 2021, explicado por el incremento en los ingresos por alquiler mencionados con anterioridad. No obstante, el margen EBITDA no presentó variación significativa a diciembre de 2022 frente a diciembre de 2021 (91.71% y 91.72%, respectivamente). Todo lo anterior, sumado a un menor gasto financiero y a una menor deuda financiera al cierre de 2022, generaron una mejora en las coberturas del EBITDA sobre los gastos financieros y el Servicio de Deuda, al ubicarse en 3.53x y 1.50x vs. 3.09x y 1.08x en el 2021, respectivamente.

El Flujo de Caja Operativo sin considerar el pago de intereses totalizó US$13.7 millones, inferior en 18.81% al reportado al cierre de 2021, a consecuencia de un menor registro de cobranzas de cuentas relacionadas que sí se dio en el año anterior. En relación a los indicadores de cobertura respecto a gastos financieros y Servicio de Deuda, estos presentaron una reducción, sin embargo, aún se mantienen en niveles adecuados.

A marzo de 2023, el EBITDA LTM se mantuvo casi invariable con respecto a diciembre de 2022 (US$13.7 millones vs US$13.8 millones), explicándose la ligera reducción en los gastos por impuestos, a pesar de los mayores ingresos por la subida anual de los alquileres. Como consecuencia del incremento en los gastos financieros por la subida de la tasa SOFR , la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se contrajo a 3.26x. Por otro lado, como consecuencia de la redención de LOCRE II y III, y la emisión de LOCRE IV, el Servicio de Deuda al 31 de marzo de 2023 disminuyó, lo que generó un incremento de la cobertura del EBITDA sobe este. A pesar de los mayores ingresos por alquiler al 31 de marzo de 2023, el FCO LTM registró una reducción, retrocediendo su cobertura sobre los gastos financieros.

Gráfico 7

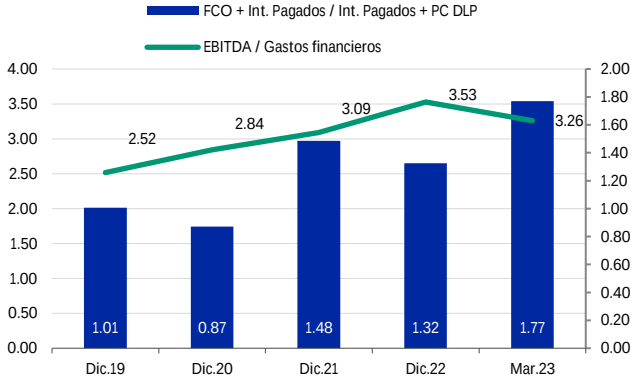
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura (veces)



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-21	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
TOTAL ACTIVO	**259,436**	**258,533**	**256,303**	**256,825**	**254,531**	**257,192**
Efectivo y Depósitos en Bancos	3,416	1,584	272	444	92	1,248
Depósitos en Fideicomiso	1,980	3,394	7,477	7,769	4,182	5,324
Activo Corriente	**6,077**	**5,291**	**7,936**	**8,457**	**7,922**	**6,789**
Propiedades de Inversión	251,278	251,278	246,453	246,453	244,573	248,246
Activos por derecho de uso	1,753	1,753	1,875	1,875	1,997	2,119
Adelanto a compra de activo	289	171	0	0	0	0
Activo No Corriente	**253,359**	**253,241**	**248,367**	**248,367**	**246,609**	**250,403**
TOTAL PASIVO	**60,281**	**60,569**	**64,614**	**67,580**	**75,000**	**97,871**
Préstamos Bancarios	0	0	0	0	0	0
Porción Corriente Bonos Corporativos	2,897	5,267	5,770	7,488	5,845	6,926
Pasivo Corriente	**3,155**	**5,495**	**6,093**	**7,698**	**6,191**	**7,356**
Porción No Corriente de Bonos Corporativos	51,730	41,720	45,562	46,832	56,531	62,279
Bonos Subordinados	0	8,031	8,031	8,031	8,031	7,900
Impuesto sobre la renta diferido	3,264	3,201	2,679	2,479	1,897	17,918
Pasivo No Corriente	**57,126**	**55,074**	**58,521**	**59,882**	**68,809**	**90,515**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**199,155**	**197,963**	**191,689**	**189,245**	**179,531**	**159,322**
Capital Social	3,613	3,613	3,561	3,561	3,245	3,245
Resultados Acumulados	196,490	195,298	189,076	177,176	156,879	150,248

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos	3,799	15,034	3,727	13,508	13,814	13,939
Costos Operativos	0	0	0	0	0	0
Resultado Bruto	**3,799**	**15,034**	**3,727**	**13,508**	**13,814**	**13,939**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(509)	(1,385)	(334)	(1,276)	(1,296)	(1,037)
Utilidad Operativa	3,294	13,667	3,399	**12,267**	**12,551**	**12,967**
Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	0	-369	0	1,706	(3,672)	882
Gastos Financieros	(1,042)	(3,910)	(754)	(4,009)	(4,462)	(5,203)
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	**2,252**	**9,388**	**2,645**	**9,964**	**4,417**	**8,646**
Impuesto a la Renta, Neto	(63)	(722)	(200)	(508)	15,938	(2,015)
Utilidad Neta	**2,189**	**8,667**	**2,445**	**9,456**	**20,355**	**6,631**

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.30x	0.31x	0.34x	0.36x	0.42x	0.61x
Deuda Financiera / Pasivo	0.91x	0.91x	0.92x	0.92x	0.94x	0.79x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.27x	0.28x	0.31x	0.33x	0.39x	0.48x
Pasivo / Activo	0.23x	0.23x	0.25x	0.26x	0.29x	0.38x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.05x	0.09x	0.09x	0.11x	0.08x	0.08x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.95x	0.91x	0.91x	0.89x	0.92x	0.92x
Deuda Financiera / EBITDA (LTM)	3.99x	3.99x	4.60x	5.03x	5.56x	5.89x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.93x	0.96x	1.30x	1.10x	1.28x	0.92x
Prueba Ácida[1]	1.74x	0.92x	1.29x	1.08x	1.26x	0.90x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.08x	0.29x	0.04x	0.06x	0.01x	0.03x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	2921.09	-204.07	1842.64	758.94	1,730.60	-566.49
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	-15.07%	-10.67%	-10.57%	-11.24%	-11.13%	-9.12%
Gastos Financieros / Ingresos	-27.42%	-26.01%	-20.23%	-29.68%	-32.30%	-37.32%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	86.70%	90.91%	91.18%	90.82%	90.86%	93.02%
Margen Neto	57.63%	57.65%	65.59%	70.00%	147.34%	47.57%
ROAA (LTM)	3.26%	3.36%	3.94%	3.70%	7.96%	2.62%
ROAE (LTM)	4.30%	4.48%	5.40%	5.13%	12.01%	4.24%
GENERACIÓN						
FCO + intereses pagados (US$ Miles)	11,766	13,657	3,281	16,821	8,842	11,928
FCO + intereses pagados anualizado (US$ Miles)	22,142	13,657	16,865	16,821	8,842	11,928
EBITDA (US$ Miles)	3,294	13,789	3,399	12,389	12,673	13,089
EBITDA LTM (US$ Miles)	13,684	13,789	12,908	12,389	12,673	13,089
Margen EBITDA	86.70%	91.71%	91.18%	91.72%	91.74%	93.90%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	3.26x	3.53x	3.29x	3.09x	2.84x	2.52x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.93x	1.50x	1.33x	1.08x	1.23x	1.08x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	3.14x	2.71x	4.49x	4.38x	2.06x	2.43x
FCO + Int. Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	1.77x	1.32x	1.77x	1.48x	0.87x	1.01x

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

Anexo I

Historia de Calificación

Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Anterior[1] (al 30.09.22)	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (al 31.12.22 y 31.03.23)	Perspectiva Actual	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos LOCRE IV por hasta US$75.0 millones **Series A** (hasta por US$56.0 millones)	A.pa	Positiva	A.pa	Positiva	Los emisores o emisiones calificados en A.pa cuentan con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores o transacciones locales.

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

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$75.0 millones– LOCRE IV

	Serie A
Monto Colocado:	US$56.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.23):	US$55.2 millones
Fecha de Colocación:	17 de febrero de 2023
Plazo:	15 años
Tasa:	SOFR 3M Plazo Ajustada +3.25%
Bienes Cedidos en Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis sobre Fincas Cesión de Pólizas de Seguros sobre los bienes hipotecados Cesión de flujos provenientes de Contrato de Arrendamiento Cuenta Reserva
Resguardos	EBITDA / Servicio de Deuda >1.05x Endeudamiento <3.50x

Fuente: LOCRE / 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 de las subsidiarias del Emisor proviene del arrendamiento de sus activos con ACE International Hardware Corp., empresa relacionada del Emisor. Una baja en los ingresos o flujos de caja del Originador 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 nuevas viviendas o remodelación de las ya existentes, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de ACE International Hardware, Corp. de arrendar los locales comerciales a las subsidiarias del Emisor.

RIESGO DE GARANTÍAS DE LA EMISIÓN

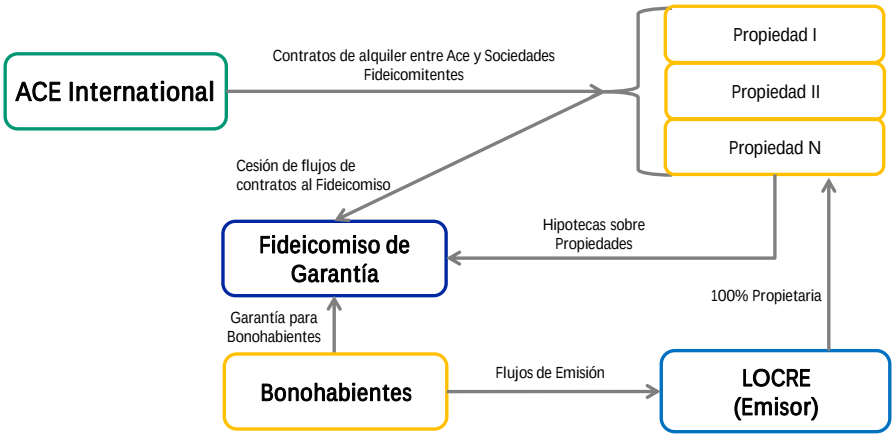
Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

RIESGO DEL ENTORNO

Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Senior emitidas, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes en el tiempo en Panamá.

Administración de los Flujos

Las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos son la Cuenta de Concentración y la Cuenta Reserva. Dentro del Fideicomiso de Garantía se tiene una Cuenta de Reserva en la cual 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 de Bonos Corporativos emitidas. Por su lado, la distribución de los pagos efectuada por el Agente Fiduciario de manera mensual a través de la Cuenta de Concentración se realiza según el siguiente 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) para el pago de dividendos o mejoras a las propiedades u otras inversiones de capital, siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con todos los términos y condiciones establecidos en los Prospectos.



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Anexo IV

Propiedades

Detalle de Propiedades al 31 de Marzo de 2023

	EBITDA Mar.23 (US$ Miles)	Valor del Activo (US$ Millones)
Tienda 12 de Octubre	365.2	5.5
Tienda Los Andes	327.5	5.8
Tienda Villa Lucre	396.9	8.3
Tienda Chiriquí	380.3	9.2
Tienda Veraguas	245.3	5.6
Tienda Corp. Los Castillos	715.3	21.3
Tienda Albrook	531.9	18.9
Bodega France Field	189.3	2.0
Bodega Zona Libre	111.0	2.4
Bodega Inv Euro	459.1	10.5
Tienda Herrera	366.6	5.2
Tienda Juan Diaz	658.0	13.6
Tienda Mañanitas	422.7	7.7
Tienda Altos de Panamá	516.6	10.6
Tienda West Mall	516.7	11.8
Bodega Chilibre (1 y 2)	1547.3	28.4
Tienda Coronado	746.7	8.9
Tienda Brisas	677.5	10.2
Tienda Santiago	625.8	9.0
Tienda La Doña	662.2	8.7
Tienda Vista Alegre	8.0	0.2
Tienda Chorrera	764.1	11.0
Tienda Penonomé	543.6	8.5
Tienda Aguadulce	445.2	5.6
Tienda Villa Zaita	677.6	9.2
Tienda Sabanitas	603.2	8.0

Fuente: LOCRE / 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. En la página web de Moody´s Local http://www.moodyslocal.com 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 vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2019, 2020, 2021 y 2022 y los Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2023 y 2022 de Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias, así como los suplementos de las Series calificadas. De igual forma, se utilizaron los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019, 2020, 2021 y 2022 de Retail Sales Holding Corp. & Subsidiarias. 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.

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (colectivamente "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 SÍMBOLOS 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 otras razones, 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 las 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 las 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 de Accionistas - 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 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.