

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
22 de julio de 2022

Actualización

CALIFICACIÓN*

Desarrollos Comerciales, S.A.

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

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

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

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

Juan Carlos Alcalde
VP – Senior Analyst
JuanCarlos.Alcalde@moodys.com

Arturo Peralta
Associate
Arturo.Peralta@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Desarrollos Comerciales, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría BBB-.pa otorgada a las Series Senior C, E, F, G y H, así como la calificación BB-.pa asignada a la Serie Subordinada A, todas contempladas dentro de la Emisión Pública de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A. (en adelante, DC o el Emisor) por hasta US\$200.0 millones.

La calificación asignada a las Series Senior 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 el Fideicomiso de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de los locatarios de las propiedades cedidas y que son administrados por el Fideicomiso para el pago del Servicio de Deuda. Sumado a ello, las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas. De igual forma, la emisión cuenta con una Cuenta de Reserva que mantiene en todo momento el Servicio de Deuda correspondiente al siguiente trimestre. Adicionalmente, las calificaciones ponderan como factor positivo la vigencia y duración de los contratos cedidos como garantía, cuyos vencimientos, en su mayoría, exceden el plazo de las Series Senior en circulación.

Por su lado, los ingresos recibidos por alquileres para el periodo de nueve meses comprendido entre octubre de 2021 y marzo de 2022 exhibieron un incremento de 88.77% respecto al mismo periodo anterior, producto de la facturación por terminación anticipada relacionado con la venta de una propiedad de inversión que permitió mejorar la palanca financiera y las coberturas. Asimismo, el Emisor mantendría su capacidad para cubrir el Servicio de Deuda para los siguientes trimestres, considerando el periodo de gracia establecido para los pagos a capital de la Serie G, toda vez que este fue modificado y aprobado en el mes de octubre 2021 mediante Resolución No SMV-472-21, que permitió extender el periodo de gracia de amortización de capital e incrementar el último cupón de la fecha de vencimiento, producto del diferimiento de los pagos ("Monto Diferido"). Por otro lado, también se pondera la amortización obligatoria de US\$10.0 millones a prorrata de los Bonos Senior y la venta estratégica de las acciones de Los Ángeles Assets Group S.A. y la subsecuente adquisición de Desarrollos Inmobiliarios del Dorado S.A., toda vez que este le ha permitido consolidar su presencia en la Plaza La Galería.

Sin perjuicio de los factores expuestos con anterioridad, a la fecha limita y mantiene bajo presión la calificación de los instrumentos de DC el elevado nivel de Bonos Subordinados emitidos, los mismos que devengan intereses a una tasa entre 8% y 12% anual, generando permanentemente pérdidas al Emisor y por consecuencia, afectando al patrimonio. Asimismo, aún no se alcanza el nivel de ingresos pre pandemia y la transacción de venta de la sociedad propietaria de Plaza Los Ángeles a cambio de la compra de la sociedad propietaria del Box de La Galería implicó una reducción neta del área arrendable del Emisor, por tanto se mantendrá en observación la capacidad de generación de flujos, esperando que dicho evento no genere una reducción en los ingresos por cánones de arrendamiento en los próximos meses y, por ende, en los flujos del Fideicomiso. De materializarse una reducción sostenida en los ingresos del Fideicomiso, las calificaciones podrían verse afectadas.

Por otro lado, la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge su grado de subordinación natural frente al resto de pasivos. Otra limitante a la calificación consiste en que, de acuerdo con las proyecciones recibidas, el Emisor requerirá emitir nuevas series para refinanciar sus obligaciones al vencimiento, lo que incrementa el riesgo de refinanciación. No menos importante resulta que, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá,

las obligaciones bajo la Ley Panameña tienen un límite de 20 años, conllevando a que eventualmente el tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada en el año 20. Sin embargo, esto es mitigado al ser el accionista SQF el tenedor del 100% de estos Bonos y al haber otorgado fianza solidaria sobre los mismos.

Resulta importante señalar que las medidas adoptadas por el Gobierno para hacerle frente a la propagación de la pandemia COVID-19, han resultado en una menor actividad económica durante los años 2020 y parte del 2021, año en que se comenzó a recuperar gradualmente. De acuerdo a información del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), el producto interno bruto (PIB) de Panamá se contrajo en un 17.95% anual durante todo el año 2020 a causa de la crisis sanitaria y se expandió en 15.3% durante el 2021 producto de la gradual recuperación de la actividad del país. Al cierre del primer trimestre de 2022, INEC reportó un crecimiento de 13.6%. Moody's Investor Services (MIS) proyecta un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 6.5% para el 2022, el crecimiento podría verse afectado ante posibles rebrotes de contagios por la pandemia.

Respecto al análisis financiero de DC al 31 de marzo de 2022, los activos totales registraron una contracción de 8.80% respecto al cierre fiscal de septiembre de 2021, explicado principalmente por las menores propiedades de inversión (-US\$11.0 millones) producto de la venta de una sociedad a la que se le escindió la Plaza Los Ángeles, cuyo valor en libros era de US\$16.0 millones y mitigado por la compra de una sociedad propietaria de una finca en la Plaza La Galería por US\$5.0 millones; además, la caída en el activo también se debe a la disminución de alquileres y cuentas por cobrar (-95.10%) ante la cesión de la mayoría de dichas cuentas por cobrar para la transacción anteriormente mencionada. Sin embargo, la caída fue parcialmente mitigada por el aumento en el efectivo y equivalente de efectivo. Por su lado, los pasivos de DC presentaron el mismo comportamiento que los activos al disminuir 5.74% respecto al corte auditado de septiembre de 2021, debido a la amortización obligatoria realizada a finales de marzo de 2022 por un monto de US\$10.0 millones a prorrata de los Bonos Senior, tras la venta del activo inmobiliario señalado anteriormente. Asimismo, se debe destacar la sustitución total de las cuentas por pagar a relacionadas a mediados de marzo de 2022, mediante la emisión de un tranche de US\$16.5 millones en Bonos Subordinados como parte de la Serie A hasta por US\$70.0 millones. Este tranche de Bonos Subordinados fue adquirido en su totalidad por el accionista SQF, que a su vez era el titular de la mencionada cuenta por pagar a relacionadas. Esta operación no representó movimientos en caja. De esta forma, la deuda financiera total ascendió a US\$119.9 millones, representada en su totalidad por Bonos Corporativos y Subordinados a largo plazo con vencimientos bullet a partir del 2026, con excepción de la Serie G emitida en diciembre de 2019, la cual tiene dos años de periodo de gracia de pagos a capital y amortizaciones trimestrales a partir de diciembre de 2023 según la modificación de términos y condiciones.

El patrimonio neto al 31 de marzo de 2022 retrocedió 46.30% desde septiembre de 2021, dado el reconocimiento de la pérdida por venta de activos por debajo del valor en libros. En consecuencia, el ratio de apalancamiento contable (Pasivo total / Patrimonio) se elevó a 21.46x desde 12.23x entre marzo de 2022 y septiembre de 2021. De realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados del pasivo y sumándolo al patrimonio- la palanca contable ajustada se sitúa en 1.44x (vs. 2.31x al cierre fiscal del 30 de septiembre 2021). Por otra parte, la palanca financiera (Deuda financiera / EBITDA), se vio impactada positivamente por los mayores niveles de generación operativa en los últimos doce meses al cierre de marzo de 2022 y, de realizar un ajuste en este ratio (excluyendo los Bonos Subordinados), la misma presentaría un menor nivel (5.56x) al haberse sustituido las cuentas por pagar relacionadas con bonos subordinados.

Al término del corte de marzo de 2022, los ingresos de DC fueron 88.77% mayores en comparación al mismo corte del año previo, producto de la facturación de penalidades por cancelación anticipada relacionado con de la venta de la propiedad de inversión. Asimismo, se debe resaltar que los contratos de arrendamiento de DC son en su mayoría de larga duración, confiriendo una favorable predictibilidad de flujos a DC. Por su lado, el incremento en los ingresos -mayormente sustentado en la facturación de penalidades por terminación anticipada- fue totalmente compensado por el reconocimiento de la pérdida por venta en subsidiaria. De esta manera, al 31 de marzo de 2022, DC registró pérdidas por US\$5.4 millones, siendo éstas aún mayores a las pérdidas registradas al cierre de marzo de 2021. El EBITDA anualizado exhibió un crecimiento interanual de 42.76% en comparación al cierre de marzo de 2021 y la cobertura brindada sobre el servicio de deuda se situó en 1.30x, mayor a la registrada al cierre fiscal de septiembre de 2021 de 0.97x. En tanto, el FCO (anualizado) totalizó US\$7.6 millones y otorgó una cobertura sobre el servicio de deuda de 2.71x (1.33x a septiembre de 2021); siendo relevante mencionar que, para este cálculo sólo se considera como gastos financieros, los intereses efectivamente pagados (excluyendo los intereses asociados a la deuda subordinada), aunado a la ausencia de porción corriente de deuda de largo plazo (PCDLP).

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago del Emisor, la evolución de los principales indicadores financieros y cumplimiento de los resguardos establecidos en las Series Garantizadas. Asimismo, Moody's Local revisará nuevamente la calificación actual en caso se realicen mayores cambios en los términos y condiciones de las series calificadas y, de identificarse un detrimento para los tenedores de bonos, esto conllevaría a un posible downgrade.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora sostenida en la generación de ingresos de la Compañía, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- » Disminución continua de la Palanca Financiera y la Palanca Contable del Emisor.
- » Mejora en la generación de flujos del Emisor que le permita cubrir la totalidad de sus obligaciones financieras.
- » Fortalecimiento de las políticas de Gobierno Corporativo mediante la implementación de una política formal de distribución de dividendos.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Modificación en las condiciones contractuales iniciales de las series calificadas que impacten de manera negativa en las obligaciones y compromisos con los tenedores de los bonos (no subordinados).
- » Disminución relevante en los flujos generados por el Emisor, pudiendo llevar al incumplimiento de los resguardos de cobertura de servicio de deuda.
- » Incumplimiento de los resguardos financieros y compromisos contractuales establecidos en el Prospecto.
- » Modificación de los términos y condiciones pactados que terminen afectando el grupo de mejoradores de la estructura (respaldo de garantías y resguardos financieros).
- » Subordinación de los instrumentos calificados ante una posible emisión de valores con mejores condiciones.
- » Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que afecten la cobertura del saldo de los Bonos Corporativos Senior.
- » Desviación de las proyecciones remitidas.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

	Mar-22 LTM	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Activos (US\$/Miles)	141,079	154,696	148,942	153,098	168,734
Ingresos (US\$/Miles)	14,306	10,867	9,660	10,010	10,125
EBITDA (US\$/Miles)	12,291	9,046	6,337	7,021	6,175
Deuda Financiera / EBITDA	9.75x	12.52x	17.87x	16.15x	22.92x
EBITDA / Gastos Financieros	1.30x	0.97x	0.66x	0.67x	0.59x
FCO + Int. Pagados / PCDLP + Int. Pagados (LTM)	2.71x	1.33x	1.17x	0.26x	0.12x

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

BG TRUST, INC

	Mar-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US\$ Miles)	12,489	12,038	11,245	10,368	9,057
Utilidad Neta (US\$ Miles)	1,502	1,513	1,505	1,372	1,231
ROAA	12.51%	13.00%	14.10%	14.18%	14.53%
ROAE	13.18%	13.08%	14.25%	14.92%	14.61%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 3
RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Mar-22	Sep-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Flujos / Servicio de Deuda*	>1.15x	2.59x	1.91x	1.16x	1.23x	1.64x
Flujos / Servicio de Deuda Proyectada*	>1.15x	1.44x	2.12x	1.18x	1.19x	1.20x
Endeudamiento**	<2.50x	1.44x	2.31x	2.26x	3.00x	3.62x
Fincas Hipotecadas / Bonos en Circulación***	>125%	163.42%	162.99%	152.54%	159.86%	169.6%

* Los términos y condiciones para los cálculos del Flujo disponible para el Servicio de Deuda y el Total Servicio de Deuda están establecidos en el Prospecto de cada Emisión de Bonos.

** El Emisor cuenta con la dispensa correspondiente para el ratio de Endeudamiento hasta diciembre de 2019.

*** El ratio ha sido calculado por Moody's Local dado que el Fiduciario considera avalúos de 2019 que a marzo de 2022 fue 149.57%.

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local

Generalidades

Descripción de la Estructura

El Emisor mantiene inscrito un Programa de Bonos Corporativos no rotativos hasta por US\$200.0 millones, el cual le permite colocar Bonos Senior hasta por US\$130.0 millones y Bonos Subordinados hasta por US\$70.0 millones. El Programa de Bonos tiene un periodo de disponibilidad para emitir las distintas series hasta el 31 de diciembre de 2019 y hasta el 31 de diciembre de 2026 (Serie A). Como condición precedente a las emisiones de Series Senior, DC deberá contar con contratos de arrendamiento firmados donde la cobertura mínima para los próximos cinco años deberá ser mayor a 1.20 veces para emitir y debe mantener después de emitida una cobertura de 1.15 veces (en el Anexo II del presente informe se señalan las características de los instrumentos en circulación del Emisor calificados por Moody's Local). En la estructura de los Bonos Corporativos Senior, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso administrado por BG Trust Inc. (Subsidiaria de Banco General). Para mayor detalle sobre la estructura, ver el Anexo III.

El Fideicomiso de Garantía de las Series Senior emitidas por DC poseen las siguientes hipotecas y cesión de cánones de arrendamiento, manejadas a su vez por Cuentas Fiduciarias: i) Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad del Emisor, las cuales deberán cubrir en todo momento por lo menos 125% del saldo insoluto de capital de las Series Senior de los Bonos; ii) cesión irrevocable e incondicional de los flujos provenientes de los Contratos de Arrendamiento, los mismos que han sido cedidos en su totalidad a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento; iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas del Fideicomiso y iv) la cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las mejoras que existan o se incorporen a futuro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso, las cuales deberán cubrir en todo momento un mínimo del 80% del valor de las mejoras. Sobre la Serie A (Subordinada), la misma cuenta con la fianza de SQF, la cual fue incorporada en febrero de 2018 mediante una enmienda realizada a los términos y condiciones del Programa de Bonos.

Entidades Participantes

El Emisor – Desarrollos Comerciales, S.A.

Desarrollos Comerciales, S.A. es una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en el mes de junio de 2013. El negocio de DC consiste en la compra y/o construcción y desarrollo de proyectos comerciales ubicados en la República de Panamá, para posteriormente alquilar dichos espacios a terceros. El detalle de las propiedades de DC se señala en el Anexo IV. Las acciones de Desarrollos Comerciales son 100% propiedad de SQF Group, Inc. (en adelante SQF), cuyos accionistas cuentan con amplia trayectoria en el sector comercial e inmobiliario.

El Fiduciario – BG Trust, Inc

La estructura de los Bonos Corporativos Senior de DC involucra como Fiduciaria a BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. En su calidad de Fiduciario, se encarga de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de estos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

Desarrollos Recientes

El 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo No 145, el cual dictó medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se estableció que, mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha medida, se ordenó el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a intereses por mora. Asimismo, se indicó que el arrendador y el

arrendatario podrían resolver por mutuo acuerdo los conflictos originados sobre los cánones de arrendamientos dejados de pagar durante las medidas y disposiciones establecidas en dicho Decreto. Los Acuerdos tendrán una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. El pasado 31 de diciembre de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo No. 411 que modifica algunos artículos de los Decretos Ejecutivos No.145 de 1 de mayo de 2020 y No.314 de 7 de agosto de 2020. Las modificaciones incluyen: i) excluir de las medidas de congelamiento, lanzamiento y desalojo a aquellos arrendatarios que económicamente no se encuentren afectados en sus ingresos por el Estado de Emergencia Nacional. En estos casos el Arrendador puede hacer efectivo sus derechos o pretensiones ante la jurisdicción administrativa y judicial competente; ii) dispensar el requerimiento de que el Arrendador firme una extensión del Contrato para que el descuento en los cánones de arrendamiento sea obligatorio, y iii) reducir a dos meses el periodo del aplazamiento de los cánones de arrendamiento luego del levantamiento de las restricciones para apertura.

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

Mediante Resolución No SMV-472-21 de fecha 19 de octubre de 2021 se modificó la Emisión con los siguientes cambios principales: i) Modificación del periodo de disponibilidad para la emisión de la Serie A (subordinada) hasta el 31 de diciembre de 2026 (antes, diciembre de 2019); ii) En el cronograma de la Serie G: se extendió el plazo de periodo de gracia de pago de capital y pasó de dos años a quince trimestres desde la fecha de liquidación, y las posteriores amortizaciones trimestrales pasan de 32 a 25 pagos, donde el pago a realizar en la Fecha de Vencimiento de la Serie pasó de 8.0% a 18.63%, dado que incluye el monto del diferimiento de pagos ("Monto Diferido"), el cual equivale a US\$3.3 millones; iii) En la Serie A (subordinada) la tasa anual pasó de 12% a un rango entre 8% a 12%, y en las condiciones para el Pago de Intereses de la Serie, se cambió la Cobertura mínima de Servicio de Deuda y la cobertura de Servicio de Deuda Proyectada de 1.30x a 1.20x, para ambos ratios. Además, se incorporó la condición de que el Emisor cancele primero el Monto Diferido de la Serie G. iv) Se estableció un mecanismo para la determinación de una tasa de reemplazo para la Tasa LIBOR como tasa de referencia en aquellas Series que tienen establecida una tasa variable. v) Se modificaron las condiciones para las Redenciones Anticipadas Opcionales. vi) Modificación de Obligaciones de Hacer para incorporar procesos relacionados con la Tasa de sucesión de la Tasa Libor de manera oportuna y se añadió dos nuevas condiciones en el evento de incumplimiento con referencia a la Tasa LIBOR. vii) Cambio del recurso legal para el caso de un evento de incumplimiento.

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

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.

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-22	Sep-21	Mar-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
TOTAL ACTIVO	141,079	154,696	149,366	148,942	153,098	168,734
Efectivo y depósitos en Bancos	2,775	1,887	985	1,130	1,112	865
Depósitos en Fideicomiso	2,260	2,638	2,830	2,178	1,776	1,206
Alquileres por Cobrar a futuro	7,192	7,192	7,429	7,429	5,782	4,701
Activos mantenidos para la venta	-	-	-	-	-	22,420
Activo Corriente	13,896	16,465	12,974	12,508	10,512	31,091
Propiedades de inversión	117,934	128,934	127,409	127,409	133,594	128,272
Plusvalía	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850
Activo No Corriente	127,183	138,231	136,392	136,434	142,586	137,643
TOTAL PASIVO	134,799	143,000	140,248	138,281	149,865	167,230
Préstamos Bancarios	-	6	42	91	20,197	48,306
Porción Corriente de Bonos Corporativos	-	-	-	-	1,729	1,269
Pasivo Corriente	474	956	589	816	22,925	51,280
Préstamos Bancarios	-	-	-	-	9,345	17,372
Bonos Corporativos	68,367	78,297	78,228	78,158	47,125	39,592
Bonos Subordinados	51,485	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	-	16,487	16,489	16,491	16,495	8,851
Intereses por pagar Bonos Subordinados	10,740	8,528	6,393	4,270	14,922	10,547
Pasivo No Corriente	134,325	142,044	139,660	137,465	126,941	115,950
TOTAL PATRIMONIO NETO	6,280	11,696	9,118	10,661	3,232	1,504
Capital Social	10	10	10	10	10	10
Capital Adicional	27,510	27,510	27,510	27,510	12,588	588
Utilidad/(Pérdida) Acumulada	(21,154)	(15,739)	(18,317)	(16,775)	(9,293)	969

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Sep-21	Mar-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Ingresos	7,313	10,867	3,874	9,660	10,010	10,125
Costos Operativos	-	-	-	-	-	-
Resultado Bruto	7,313	10,867	3,874	9,660	10,010	10,125
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(989)	(1,927)	(796)	(1,783)	(2,017)	(2,672)
Utilidad Operativa	6,324	8,941	3,078	7,877	7,993	7,453
Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	-	1,525	-	(6,184)	1,014	(4,501)
Otros ingresos/gastos, neto	(6,973)	79	41	77	(6,013)	68
Gastos financieros	(4,767)	(9,319)	(4,662)	(9,674)	(10,492)	(10,501)
Utilidad / (Pérdida) antes de Impuesto a la Renta	(5,415)	1,225	(1,543)	(7,905)	(7,498)	(7,481)
Impuesto sobre la renta, neto	-	(190)	-	(423)	(33)	(279)
Utilidad / (Pérdida) Neta	(5,415)	1,035	(1,543)	(7,482)	(7,464)	(7,202)

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Sep-21	Mar-21	Sep-20	Sep-19	Sep-18
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	21.46x	12.23x	15.38x	12.97x	46.36x	111.22x
Deuda Financiera / Pasivo	0.89x	0.79x	0.81x	0.82x	0.76x	0.85x
Deuda Financiera / Patrimonio	19.08x	9.69x	12.42x	10.62x	35.08x	94.13x
Pasivo / Activo	0.96x	0.92x	0.94x	0.93x	0.98x	0.99x
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.00x	0.01x	0.00x	0.01x	0.15x	0.31x
Pasivo No Corriente / Pasivo total	1.00x	0.99x	1.00x	0.99x	0.85x	0.69x
Deuda Financiera / EBITDA LTM	9.75x	12.52x	19.58x	17.87x	16.15x	22.92x
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA LTM	9.75x	14.35x	22.43x	20.47x	18.50x	24.35x
Liquidez						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	29.32x	17.22x	22.04x	15.33x	0.46x	0.61x
Prueba Ácida ¹	26.26x	15.70x	19.58x	13.55x	0.39x	0.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	10.62x	4.73x	6.48x	4.05x	0.13x	0.04x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.) (US\$ Miles)	13,423	15,509	12,386	11,692	(12,413)	(20,190)
Gestión						
Gastos Operativos / Ingresos	13.52%	17.73%	20.54%	18.46%	20.15%	26.39%
Gastos Financieros / Ingresos	65.18%	85.75%	120.33%	100.15%	104.81%	103.71%
Rentabilidad						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	86.48%	82.27%	79.46%	81.54%	79.85%	73.61%
Margen Neto	-74.04%	9.53%	-39.82%	-77.46%	-74.57%	-71.13%
ROAA (LTM)	-3.73%	0.68%	-1.02%	-4.95%	-4.64%	-4.27%
ROAE (LTM)	-70.33%	9.26%	-11.89%	-107.71%	-315.21%	-140.50%
Generación						
FCO (US\$ Miles)	6,516	1,678	565	1,005	853	150
FCO anualizado (US\$ Miles)	7,629	1,678	810	1,005	853	150
EBITDA (US\$ Miles)	6,376	9,046	3,131	6,337	8,102	6,175
EBITDA anualizado (US\$ Miles)	12,291	9,046	5,785	6,337	8,102	6,175
Margen EBITDA	87.2%	83.2%	80.8%	65.6%	80.9%	61.0%
Coberturas*						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.30x	0.97x	0.62x	0.66x	0.77x	0.59x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.30x	0.97x	0.62x	0.65x	0.25x	0.11x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	2.71x	1.33x	1.16x	1.19x	1.83x	1.72x
FCO + Int Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	2.71x	1.33x	1.15x	1.17x	0.43x	0.21x

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

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

Anexo I

Historia de Calificación

Desarrollos Comerciales, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.21) ¹	Calificación Actual (al 31.03.22)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US\$200.0 millones	BB-.pa	BB-.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas.
Serie Subordinada A (hasta por US\$70.0 millones)			
Bonos Corporativos por hasta US\$200.0 millones	BBB-.pa	BBB-.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Series Senior C, E, F, G y H (hasta por US\$79.1 millones)			

¹Sesión de Comité del 14 de febrero de 2022.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

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

	Serie A
Monto Colocado:	US\$51.5 millones (tranches de US\$35.0 millones y US\$16.5 millones)
Saldo en Circulación (31.03.22):	US\$51.5 millones
Fecha de Colocación:	30 de Marzo de 2016 y 11 de Marzo de 2022, respectivamente
Plazo:	25 años desde la primera emisión
Tasa:	8% - 12%
Pago de Capital:	Bullet al Vencimiento

*De acuerdo con lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, las obligaciones bajo la Ley Panameña tienen un límite de 20 años, conllevando a que eventualmente el tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada en el año 20. Sin embargo, esto sería mitigado al ser el accionista SQF el tenedor del 100% de los bonos.
Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local

Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$200.0 millones – Series Senior

	Serie C	Serie E	Serie F	Serie G	Serie H
Monto colocado:	US\$7.6 millones	US\$11.25 millones	US\$9.2 millones	US\$30.7 millones	US\$20.3 millones
Saldo en circulación (31.03.22):	US\$6.6 millones	US\$9.8 millones	US\$8.0 millones	US\$26.8 millones	US\$17.7 millones
Fecha de colocación:	30 de Marzo 2016	18 Noviembre 2016	2 de Agosto 2019	30 Diciembre 2019	30 Diciembre 2019
Plazo:	10 años	10 años	10 años	10 años	7 años
Tasa:	7.00%	6.75%	7.25%	LIBOR 3 meses +3.75%, mínimo 5.00%	6.50%
Pago de capital:	Bullet al Vencimiento	Bullet al Vencimiento	Bullet al Vencimiento	Trimestrales luego de 15 trimestres desde la liquidación	Bullet al Vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva Cuenta de Concentración				
Resguardos:	125% de cobertura del colateral sobre saldo insoluto de Bonos, 1.15 veces de cobertura de flujos sobre S.D. 1.15 veces de cobertura de proyectada de flujos sobre S.D., Endeudamiento <2.5 veces				

Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local

Anexo III

Detalle de la Estructura

Riesgos de la Estructura

RIESGO DE DESASTRE NATURAL

La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan la cobertura de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y sus resultados operativos.

RIESGO GENERAL DEL EMISOR

La principal fuente de ingresos del Emisor proviene del arrendamiento de sus locatarios. Una baja en los ingresos o flujos de caja de estas compañías podría afectar la capacidad de pago de los arrendamientos y por tanto afectar el desempeño del Emisor y el repago de las distintas Series de Bonos.

RIESGO DE LA INDUSTRIA

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

RIESGO DE GARANTÍAS DE LA EMISIÓN

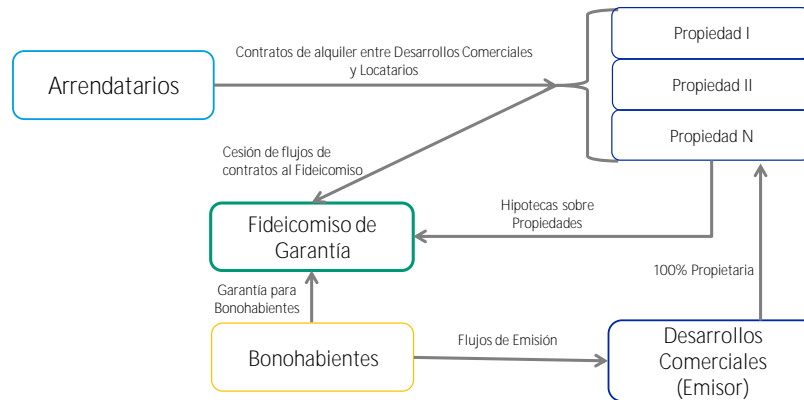
Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

RIESGO DE RENOVACIÓN DE LOS CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO

No existe garantía de que los contratos de arrendamiento serán renovados en su fecha de expiración, ni de que los términos y condiciones de la posible renovación de dichos contratos serán similares a los actuales, lo cual podría afectar la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de las Emisiones.

Mecanismo de Asignación de Flujos

El Fideicomiso de Garantía que ampara las distintas Series de Bonos Senior cuentan con una Cuenta de Concentración y una Cuenta de Reserva. En la Cuenta de Concentración los fondos son distribuidos por el Agente Fiduciario para realizar los pagos de intereses y capital en forma de cascada, de acuerdo con el orden de prelación: i) pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario, ii) pago de intereses de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iii) pago de capital de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iv) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda, y v) pago de intereses de la Serie A (Bonos Subordinados) de DC, dividendos o mejoras a las propiedades u otras inversiones de capital, siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con todos los términos y condiciones de los Bonos Senior y mantenga una Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.2x y una Cobertura del Servicio de Deuda Proyectado mínima de 1.2x. Por su lado, en la Cuenta Reserva se realizan aportes trimestrales según la cascada de pagos descrita en la Cuenta de Concentración del Fideicomiso de Garantía para cubrir tres meses de cuotas de capital más intereses de las distintas Series Senior emitidas. Adicionalmente, se depositan en esta cuenta todos los fondos pagados por las compañías aseguradoras en virtud de siniestros ocurridos en las fincas hipotecadas. Los fondos en la Cuenta Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósitos a plazo fijo y en títulos valores líquidos que sean aceptables al Emisor y al Agente Fiduciario. El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: Desarrollos Comerciales / Elaboración: Moody's Local

Anexo IV

Propiedades

Detalle de Propiedades cedidas al Fideicomiso al 31 de marzo de 2022

	Alquiler Mensual	Valor del Activo
Plaza Más Versalles	\$21,624	\$4,500,000
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	\$51,023	\$6,900,000
Edificio Tula	\$195,879	\$30,500,000
Plaza Más Calle 13 (Colón)	\$18,285	\$2,890,000
Galería El Dorado	\$44,228	\$15,100,000
Plaza Más Riviera (David) - Gorgona	\$46,574	\$8,900,000
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	\$48,579	\$11,000,000
Activos Costa Verde (Chorrera)	\$9,726	\$1,300,000
Activos David (Chiriquí)	\$14,803	\$2,100,000
Activos Arraján	\$10,267	\$1,750,000
Activos Tocumen	\$11,928	\$1,800,000
Activos Versalles	\$17,630	\$2,250,000
Activos Vacamonte	\$11,651	\$1,500,000
Activos San Fernando	\$30,752	\$5,000,000
Activos San Miguelito	\$4,646	\$1,100,000
Plaza Más Santa Fe	\$20,659	\$15,000,000

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 PA <https://www.moodylocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local PA, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2017, 2018 y 2019 de Desarrollos Comerciales, S.A. y Subsidiarias y los Estados Financieros Auditados al 30 de septiembre de 2020 y 2021 de Desarrollos Comerciales, S.A.¹, así como los Estados Financieros Intermedios No Auditados al 31 de marzo de 2021 y 2022; y la documentación respectiva sobre el Programa de Bonos Corporativos y los Suplementos de las Series emitidas. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

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

© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. **CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S.** LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCCION, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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