

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
18 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A.pa
Valores Comerciales Negociables	ML 2-.pa

(* La nomenclatura “.pa” refleja riesgos sólo comparables en Panamá Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.

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

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría A.pa otorgada al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (en adelante SUCASA, la Compañía o el Emisor). Asimismo, ratificó la calificación ML 2-.pa a los Programas de Valores Comerciales Negociables (VCN's) de hasta US\$25.0 millones, US\$10.0 millones y US\$5.0 millones, respectivamente. Es importante señalar que, Moody's Local mantiene bajo presión las calificaciones asignadas producto del deterioro del entorno operativo en el que se desenvuelve la Compañía, a raíz de las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia.

Las calificaciones asignadas toman en consideración la trayectoria de SUCASA en el sector de construcción y venta de viviendas a personas de ingresos medios y bajos. Asimismo, se considera la experiencia del Directorio y Plana Gerencial en el rubro de construcción y venta de viviendas, así como el respaldo de su accionista, Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). Del mismo modo, considera las alternativas de liquidez con la que cuenta la Compañía para hacerle frente a sus obligaciones, las cuales incluyen la inversión en Depósitos a Plazo Fijo, líneas disponibles con el sistema financiero, así como el mercado de capitales, siendo SUCASA un importante participante mediante la colocación de VCN's y Bonos Corporativos. La calificación de los Bonos Corporativos considera el establecimiento de mejoradores sobre los Programas calificados, lo cual incluye la fianza solidaria de UNESA y otras empresas del Grupo, así como la constitución de Fideicomisos en Garantía conformados por la primera hipoteca y anticresis sobre bienes inmuebles, cuyo valor monetario no podrá ser inferior al 125% del saldo de capital de los Bonos Corporativos en circulación. Asimismo, la estructura cuenta con resguardos financieros que debe cumplir tanto UNESA como SUCASA, dependiendo del Programa, los mismos que se detallan en el cuerpo del presente informe y hacen referencia a niveles máximos de Apalancamiento Financiero y reparto de dividendos y los cuales al corte de análisis se encuentran en cumplimiento. Con respecto a la calificación asignada a los distintos Programas de Instrumentos de Corto Plazo, la misma incluye el análisis del Flujo de Caja Mensualizado del Emisor hasta 31 de diciembre de 2020 (última información disponible) y la cual incluye nueva emisión de Bonos Corporativos así como el refinanciamiento de VCN's. Por otro lado, Moody's Local ha ratificado la calificación asignada a UNESA como Emisor de A-.pa, en la revisión de agosto de 2020.

Sin perjuicio de antes mencionado, como limitantes para la calificación se encuentra el entorno operativo desafiante que enfrenta la Compañía, el cual ha tenido impacto en el crecimiento de diversos sectores económicos del país, entre ellos las actividades de construcción, y hoteles, esto a su vez considerando la correlación de dichos sectores en los ciclos económicos. En este contexto, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una recesión entre -8% y -9% de la economía panameña para el 2020. Si bien se ha venido dando una reapertura gradual de la economía (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio. En ese sentido a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance. En el Bloque 3 se ubica SUCASA. A esto se suma que SUCASA ya muestra una desaceleración en su generación debido al menor nivel de ventas de viviendas producto del entorno económico, así como por factores externos que incidieron negativamente en la entrega de viviendas (retrasos en los permisos de ocupación, mayores exigencias bancarias, entre otros). Lo anterior se plasmó en un ajuste importante en el Flujo de Caja Operativo (FCO) de SUCASA y en menor medida el EBITDA. Esto

último afectó de manera importante el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (intereses + parte corriente de la deuda de largo plazo) con el FCO. Al mismo tiempo, la Palanca Financiera (Deuda Financiera /EBITDA) se incrementó, lo cual recoge tanto una menor generación durante el 2019, así como también un aumento en las obligaciones financieras. Lo señalado anteriormente se espera se acentúe durante el presente ejercicio, toda vez que, desde la declaratoria del Estado de Emergencia, los negocios que desarrolla la Compañía han estado cerrados u operando al mínimo. En ese sentido y, de acuerdo a información más reciente enviada, estiman una caída en sus ingresos y la utilidad neta para fines del 2020, en comparación con las cifras reportadas para el cierre de 2019. Del mismo modo, según proyecciones actualizadas del Emisor, se estima una menor generación de EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO), presionando aún más la cobertura del servicio de deuda para el año fiscal 2020, para lo cual la Compañía tendría que recurrir a recursos líquidos para afrontar parte de las obligaciones financieras. En ese sentido es importante mencionar, que la Compañía mantiene una buena posición de liquidez, disponibilidad de líneas y acceso al mercado de capitales. Se debe indicar que, las estimaciones podrían variar en función de las medidas del Gobierno para la apertura de los sectores, basados en el comportamiento de los contagios. A la menor expectativa del crecimiento de la Compañía, se suma el riesgo de refinanciación de los Valores Comerciales Negociables (VCN's) y Bonos Corporativos emitidos por SUCASA, toda vez que a la fecha la coyuntura genera un mayor riesgo para reperfilear los vencimientos de corto plazo de VCN's, a lo cual se suma el encarecimiento evidenciado en el costo de fondeo producto del mayor riesgo. Es importante mencionar que, como parte de la revisión del impacto en los distintos sectores de la economía a raíz de las medidas dictadas por el Gobierno para contener la propagación de la pandemia COVID-19, el 3 de junio de 2020, Moody's Local bajó las calificaciones referidas anteriormente.

Otro aspecto que ha limitado las calificaciones a lo largo de las últimas evaluaciones lo constituye la elevada participación relativa de las utilidades acumuladas sobre el total del patrimonio, riesgo que se limita parcialmente por la política de la Compañía de no repartir más del 40% de las utilidades, lo cual también se encuentra estipulado como resguardo financiero en los Prospectos Informativos de los distintos Programas de Bonos Corporativos.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de SUCASA y la evolución de sus principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final ni el periodo de recuperación en su generación y flujos del negocio, los cuales a la fecha se encuentran afectados por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19 en el país. De igual forma, la calificadora hará seguimiento al cumplimiento de las proyecciones del Emisor, así como a la evolución de sus covenants, a fin de que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo de los instrumentos calificados; comunicando al mercado sobre cualquier modificación al respecto.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Continuo fortalecimiento de la cobertura del servicio de deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, sumado a una Palanca Financiera que se ubique consistentemente dentro de un rango adecuado.
- » Mejora sostenida en los indicadores de liquidez.
- » Mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Marcado y progresivo ajuste en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo.
- » Aumento en la deuda financiera o disminución del EBITDA que conlleve a que la Palanca Financiera se incremente respecto a lo exhibido al corte de análisis.
- » Retiro de los mejoradores dentro de la estructura de los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- » Cambios normativos que impacten de manera negativa en la demanda de viviendas por parte de su segmento objetivo.
- » Desaceleración de la economía que afecte el crecimiento del sector construcción en la República de Panamá, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- » Incremento en la Palanca Contable producto de un intensivo reparto de dividendos.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. (SUCASA) Y SUBSIDIARIAS

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$/Miles)	293,085	288,314	267.784	273.257	256.773
Ingresos (US\$/Miles)	99,707	110,211	130.333	99.060	123.279
EBITDA (US\$/Miles)	19,728	23,077	32.446	28.619	37.489
Deuda Financiera / EBITDA	5.77x	4.80x	3.11x	4.31x	3.11x
EBITDA / Gastos Financieros	15.80x	19.12x	22.53x	21.08x	24.16x
FCO + Intereses Pagados / PCDLP + Intereses Pagados	0.33x	0.51x	1.84x	0.75x	2.09x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

Resguardos de las Series Garantizadas

	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Deuda / Capital Tangible ($\leq 1.45x$) – UNESA	0.45x	0.42x	0.39x	0.51x	0.63x
Dividendos / Utilidad neta ($\leq 40\%$) – UNESA	40%	40.28%	40.00%	37.15%	34.84%
Deuda Financiera neta / Patrimonio ($\leq 1.75x$) – UNESA	0.31x	0.30x	0.31x	0.42x	0.47x
Deuda Financiera / Patrimonio ($\leq 1.50x$) – UNESA	0.36x	0.34x	0.34x	0.45x	0.57x
Deuda financiera / Patrimonio ($\leq 2.00x$) – SUCASA	0.74x	0.73x	0.70x	0.93x	0.94x

Fuente: UNESA y SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Generalidades

Descripción de la Estructura

A la fecha del presente informe, SUCASA mantiene tres Programas de Bonos Corporativos Rotativos por hasta US\$12.0 millones, US\$20.0 millones y US\$45.0 millones. Además, mantiene la emisión de tres Programas de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$10.0 millones, US\$25.0 millones y US\$5.0 millones.

Cabe mencionar que las emisiones de Bonos Rotativos Corporativos se encuentran garantizadas a través de una estructura de Fideicomiso de Garantía, el mismo que es administrado por Banistmo Investment Corporation (Programa por hasta US\$12.0 millones) y MMG Trust, S.A. (US\$20.0 millones y US\$45.0 millones). El fideicomiso contempla primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no será menor al 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.

El Emisor – Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A.

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias se constituyó en Panamá el 28 de octubre de 1966, siendo la empresa más antigua del Grupo Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). SUCASA se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Emisor desarrolla igualmente otras actividades a nombre propio o a través de subsidiarias, entre las que se encuentran los servicios de hotelería. También se incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler. SUCASA se enfoca principalmente en la construcción y venta de proyectos residenciales que oscilan entre los US\$40 mil y US\$180 mil, los cuales corresponden al rango viviendas que cuentan con el beneficio del interés preferencial subsidiado por el Estado Panameño. Sin perjuicio de lo anterior, el Emisor se encuentra diversificando su oferta de viviendas hacia apartamentos dirigidos a personas de ingreso medio y medio-alto. De esta manera, la Entidad estima que a futuro la venta de viviendas continuará incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada.

El Fiduciario – Banistmo Investment Corporation, S.A.

Banistmo Investment Corporation S.A. posee licencia fiduciaria concedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá. La licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores como administrador de inversiones fue cancelada voluntariamente mediante resolución No.83-14 de 25 de febrero de 2014. La subsidiaria de Banistmo se dedica principalmente a administrar fideicomisos y ofrece el servicio de agente de plica. Banistmo es dueño del 100% de las acciones emitidas y en circulación de Banistmo Investment Corporation S.A. Mediante Resolución No.0004-2018 de 22 de enero de 2018, la Superintendencia de Bancos de Panamá autorizó a Banistmo S.A. y Banistmo Investment Corporation S.A., entidades que pertenecen a un mismo Grupo Económico, compartir de manera definitiva oficinas y personal específicamente de diversas instancias del Banco. Se exceptúan de esta autorización, las áreas y personal de atención al público.

El Fiduciario – MMG Trust, S.A.

Sociedad anónima organizada y constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, autorizada para ejercer el negocio fiduciario en o desde la República de Panamá mediante Resolución FID No.11-98 de 16 de septiembre de 1998.

Desarrollos Recientes

Producto del efecto de la Pandemia, el Gobierno decretó una serie de medidas para frenar la propagación del COVID-19, entre las que se encuentran la declaratoria del Estado de Emergencia Nacional el 13 de marzo, el cierre de las fronteras el 22 de marzo y la cuarentena total a partir del 25 de marzo, todas las cuales se encuentran vigentes a la fecha, a pesar de que gradualmente está permitiendo la reactivación de distintos sectores de la economía. Lo anterior afectará a la economía panameña en el 2020, estimándose un PIB negativo entre -8% y -9% según el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), lo cual dependerá del tiempo en que se prolonguen las medidas para contener la propagación del COVID-19. En ese sentido, el Gobierno panameño estableció el mecanismo de reactivación económica desde mediados de mayo de 2020 de manera gradual (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio. En ese sentido a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance. Todo lo antes señalando viene afectando el desempeño de los distintos sectores de la economía, aunque con riesgos diferenciados por tipo de empresa, lo cual depende de la naturaleza de sus operaciones y la demanda de los productos ofrecidos o servicios prestados. Si bien a la fecha no es posible determinar el impacto real frente al COVID-19 por corresponder a un evento que todavía está en curso, Moody's Local mantiene calificado como Riesgo Alto el sector de Hoteles producto del cierre de las fronteras y la cancelación de vuelos internacionales de las principales aerolíneas. Así también, la medida del Gobierno de ordenar el cierre de establecimientos comerciales (con excepción de supermercados y farmacias, centros médicos y empresas de servicios esenciales) y la posterior cuarentena establecida trae como consecuencia una disminución significativa en el flujo de personas, lo cual genera un alto impacto en los Centros Comerciales, Comercios y Restaurantes. Con respecto a las actividades de Bienes Raíces y Construcción, ambas se computan igualmente como Riesgo Alto, por haber estado con sus operaciones y transacciones paralizadas, habiendo enfocado sus acciones en disminuir los gastos operativos, cuidar la caja y dimensionar los requerimientos futuros de capital de trabajo, toda vez que, mientras dure la propagación de la COVID-19 y las reuniones presenciales se mantengan restringidas, se espera un impacto negativo en la venta de activos inmobiliarios. Adicional a las medidas tomadas por parte de los distintos reguladores con el fin de mitigar el fuerte impacto que el COVID-19 tendrá en mayor o menor medida en los distintos sectores de la economía, también está el riesgo del costo de financiamiento, toda vez que, al aumentar el riesgo global, el costo de fondeo para ciertas empresas -en especial las de Riesgo Alto o empresas muy apalancadas y con baja liquidez- se estima aumentaría, lo cual generará una presión adicional sobre los resultados de las mismas.

En mayo de 2020, UNESA mediante nota a la Bolsa de Valores de Panamá comunicó como un hecho de relevancia que no se acogerían al acuerdo 3-2020 ni a ninguna de las excepciones que ofreció la banca panameña para extender los plazos hasta el 31 de diciembre de 2020, ni tampoco solicitaría modificaciones a los términos y condiciones en los instrumentos emitidos. Asimismo, indica que con el propósito de fortalecer la liquidez del grupo, decidieron no declarar dividendos y suspender temporalmente el programa de recompra de acciones. Esta decisión se revisará trimestralmente dependiendo de los resultados financieros logrados.

Entre los meses de octubre de 2019 y marzo de 2020, destaca que se realizaron diversas emisiones de deuda en el mercado local, correspondientes a las Series AB y AC dentro del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$12 millones, la Serie G dentro del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$45 millones; así como las Series FQ, FR, FS, FT y FU dentro del Programa de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$25 millones. Estas emisiones sumaron US\$12.4 millones al 31 de marzo de 2020. Posterior a esta fecha, SUCASA ha colocado la Serie H, I, J del programa de Bonos Corporativos por hasta US\$45 millones, la Serie M dentro del programa de Bonos Corporativos por hasta US\$20 millones. Las emisiones de Bonos suman US\$10 millones. Por otro lado, emitió la Serie AQ del programa de VCN por US\$10 millones y la Serie FV del programa de VCN por US\$25 millones, por hasta un monto de US\$2 millones. millones.

El Grupo adoptó la NIIF 16 desde el 1 de enero de 2019 utilizando el enfoque retrospectivo modificado y, por lo tanto, la información comparativa no se ha reexpresado y continúa informándose de conformidad con la NIC 17 y la CINIIF 4. Dicha adopción conllevó al registro de activos y pasivos por arrendamiento en el balance, así como también el reconocimiento en resultados de los intereses sobre pasivos por arrendamiento y gastos relacionados con arrendamientos de corto plazo.

Análisis Financiero del Deudor – Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

Activos y Liquidez

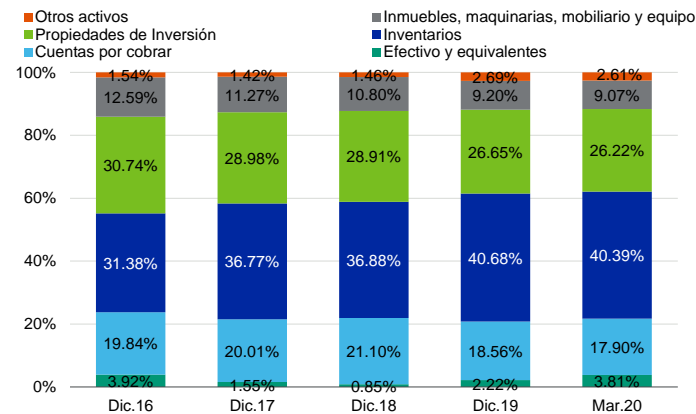
AMPLIOS NIVELES DE LIQUIDEZ PERMITEN CUBRIR SUS OBLIGACIONES CORRIENTES

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de SUCASA se incrementan en 7.67% como resultado principalmente del incremento en los activos corrientes de 20.11% asociados a mayores inventarios principalmente de construcciones en proceso, tanto de nuevos proyectos como de avances en los existentes. En vista de lo anterior, los inventarios incrementan su participación dentro de los activos, representando el 40.68%, desde 36.88% en diciembre de 2018. Por otro lado, el activo no corriente mostró una leve reducción de 1.70%, reflejo principalmente de la contracción de 8.29% en los inmuebles, mobiliario y equipo debido a las depreciaciones del periodo. Lo anterior se vio contrarrestado por la aplicación de la NIIF 16 para el periodo de análisis, lo cual resultó en el registro de US\$2.6 millones. Las cuentas por cobrar a relacionadas también mostraron una reducción de 4.27% o US\$1.9 millones asociados principalmente a menores saldos con Caribbean Franchise Development (TGI Friday's), Inmobiliaria SUCASA (Zona Procesadora – PANAEXPORT) y Coamco (alquiler de equipos de construcción). Respecto a la liquidez, la Compañía mantiene un nivel adecuado para hacer frente a sus obligaciones corrientes, lo cual se ha visto reflejado en un capital de trabajo con tendencia creciente. El ciclo de conversión de efectivo incrementa producto de mayores saldos en inventarios por atrasos en los procesos de permisos de ocupación y cambios en los procesos de desembolsos por parte de los bancos. Dada la importante participación de los inventarios en el activo corriente, al descontar esta cuenta la prueba ácida se ubica apenas en 0.22 veces; no obstante, se mantiene dentro de los promedios de los últimos periodos.

Durante los tres primeros meses del año, los activos incrementan 1.65% con respecto al cierre de 2019, asociados principalmente a mayores niveles de efectivo, dada la decisión por la coyuntura actual de mantener liquidez para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, lo cual también explica que el índice de liquidez corriente se ubique en 1.66x, desde 1.59x en diciembre de 2019. Los activos circulantes incrementan 2.85% con respecto al cierre de 2019, principalmente producto del incremento de US\$4.8 millones en el efectivo.

Gráfico 1

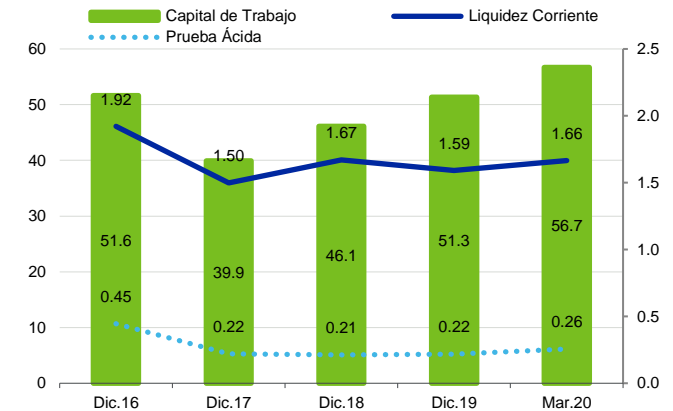
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

MAYOR PALANCA FINANCIERA PRODUCTO DE LA MENOR GENERACION A TRAVÉS DE EBITDA

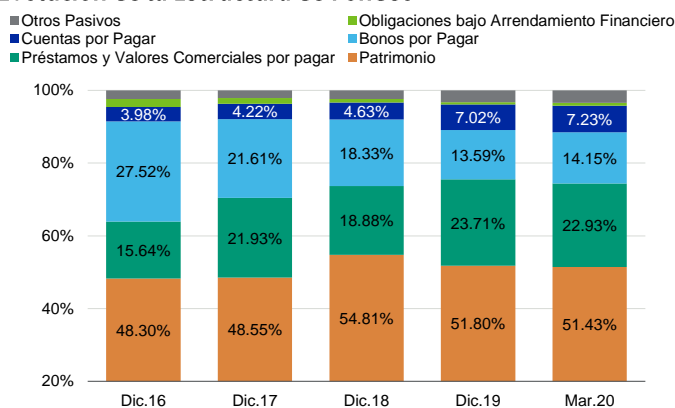
El pasivo de SUCASA registró un aumento de 14.85% con respecto al cierre de 2018, producto del incremento en los préstamos y valores comerciales rotativos por pagar (+35.25%), cuentas por pagar a compañías afiliadas (+51.42%), dividendos por pagar (+683.31%) y la aplicación de la NIIF 16 que implicó el registro de US\$2.8 millones. El aumento en las cuentas por pagar a compañías afiliadas corresponde principalmente a un saldo con UNESA por US\$8.0 millones producto de los fondos recibidos de la venta de las acciones de Banco Panamá, los cuales fueron transferidos a SUCASA. El incremento en los préstamos y valores comerciales rotativos¹ se encuentra explicado principalmente a nuevas obligaciones tanto de corto como de largo plazo, lo cual contrarrestó la reducción en los Bonos por Pagar (-20.19%) como resultado de las amortizaciones del periodo, considerando que no se dieron nuevas emisiones. Se debe mencionar que SUCASA utiliza las obligaciones bancarias de corto plazo para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, mientras que las obligaciones a largo plazo para compras de terrenos e inversiones en activo fijo, estos últimos no se han dado durante el 2019, lo cual explica la reducción antes comentada. En cuanto a la estructura de Fondeo, el 13.59% corresponde a Bonos Corporativos, 51.80% de préstamos y VCN's. Los Bonos Corporativos emitidos por SUCASA cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias de las empresas que forman

¹ Cabe señalar que, por motivos estratégicos, SUCASA se encarga de adquirir la totalidad de la deuda financiera del holding, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

parte del Grupo, e incluyen resguardos financieros asociados al Emisor y a su accionista (UNESA), los cuales, al corte de análisis, se encuentran en cumplimiento, así como las coberturas de las garantías sobre el saldo de los Bonos Corporativos. El apalancamiento financiero incrementa a 4.68x ante la menor generación de EBITDA asociado a la menor generación de ingresos por ventas. El patrimonio de SUCASA totalizó US\$149.3 millones al 31 de diciembre de 2019 (+1.75% respecto a diciembre de 2018), siendo la principal partida los resultados acumulados con una participación de 99.77% respecto al patrimonio total. En este sentido es importante indicar, que por políticas financieras la Compañía no puede distribuir más del 40% de las utilidades netas, lo cual brinda cierta estabilidad a las cuentas patrimoniales. Lo anterior también se ve plasmado como un resguardo financiero de las emisiones de Bonos en el mercado de capitales.

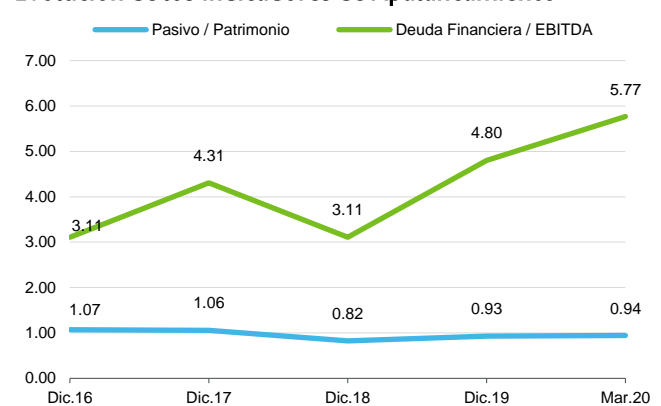
Al 31 de marzo de 2020, los pasivos incrementan 2.43% con respecto al cierre de 2019, explicado principalmente por el incremento en los bonos por pagar de US\$2.3 millones, los cuales fueron utilizados para la compra de un terreno a principios del mes de marzo. En lo que respecta, a los préstamos y VCN's estos disminuyen en 6.54% producto principalmente del pago de obligaciones corrientes relacionadas a préstamos comerciales. No obstante, la menor generación de EBITDA durante el periodo resultó en un aumento de la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA), la misma que se ubicó en 5.77x. Cabe indicar que, la Compañía cumplió con el resguardo de Palanca Financiera establecido en los programas de Bonos Corporativos (no mayor a 2x) situándose en 0.74x, según información enviada por la Compañía.

Gráfico 3

Evolución de la Estructura de Fondo

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

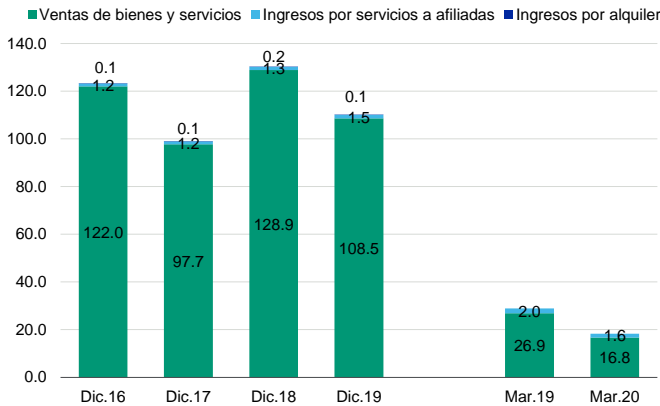
Rentabilidad y Eficiencia**MENORES INGRESOS Y AJUSTES EN LOS MÁRGENES ANTE LA BAJA EN LA ACTIVIDAD DEL NEGOCIO Y EL EFECTO INICIAL DEL COVID-19**

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos por ventas caen un 15.44% en relación con el cierre de 2018, producto principalmente de menores ingresos en ventas de viviendas (-15.76%), afectados por la desaceleración en el crecimiento económico del país así como atrasos en trámites para la obtención de permisos de ocupación. Adicionalmente, la Compañía realizó reducciones en los precios de las viviendas y promociones especiales para incrementar sus volúmenes de ventas, lo cual tuvo un impacto en los márgenes. A pesar de que los costos de ventas disminuyen, lo hacen en menor proporción que los ingresos (-13.12%), impactando negativamente en el margen bruto. En tanto, los gastos generales y administrativos se mantienen relativamente estables (0.33%), pero dado el comportamiento en los ingresos, aumentan su participación relativa respecto a los ingresos operativos a 17.20% desde 14.49% al cierre anterior. Por su parte, los gastos financieros disminuyen un 16.44% a pesar del incremento en el nivel de deuda, como resultado del mayor financiamiento de corto plazo que implica menores tasas de interés. Por todo lo antes indicado, el resultado neto disminuye en 35.31%, lo cual se ve reflejado en el retorno promedio anualizado del accionista (ROAE) que pasa interanualmente a 10.51% desde 17.22%, mientras que el retorno promedio de los activos (ROAA) pasa a 5.60% desde 8.89%.

Al 31 de marzo de 2020, los ingresos siguen mostrando una tendencia decreciente, al reportar una reducción de 36.36% respecto a lo observado en igual periodo del año anterior, al verse afectado el trámite de entregas de vivienda producto de la Declaratoria de Emergencia Nacional por la propagación del COVID-19, lo cual resultó en la suspensión de las actividades de la Compañía. Adicionalmente, los mayores costos conllevaron a que el resultado bruto retrocediera en 37.37%, totalizando US\$6.2 millones al corte trimestral. En este mismo sentido, la utilidad operativa retrocede en 63.26% respecto al mismo periodo de 2019, lo cual luego de hacer frente a los gastos financieros permitió reportar una utilidad neta de US\$1.4 millones (-70.20% por debajo del primer trimestre del año anterior). Lo antes indicado, explica la tendencia negativa de los márgenes.

Gráfico 5

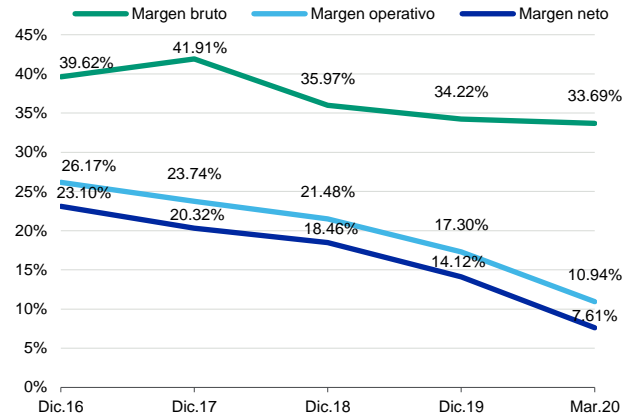
Evolución de los Ingresos por Rubro



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

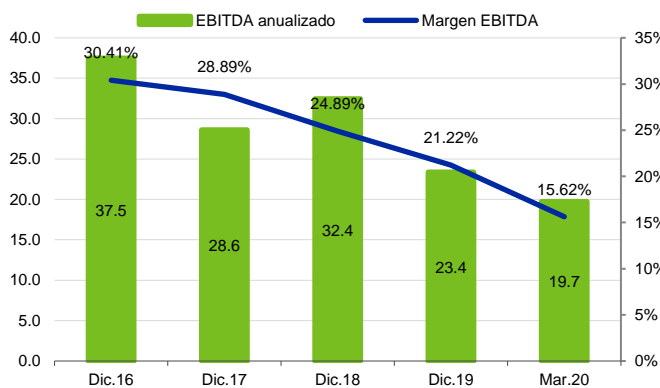
COBERTURAS RETROCEDEN POR MENOR GENERACION A TRAVÉS DE EBITDA Y FCO ANTE MENOR ACTIVIDAD DE LA COMPAÑÍA

Al 31 de diciembre de 2019, la generación de EBITDA disminuye 28.83% respecto al 2018, con lo cual el margen cae a 21.22% desde 25.21%, como resultado de la menor actividad del negocio. En vista de lo anterior, se observa una desmejora en los indicadores de cobertura con el EBITDA, al situarse en 1.63x, desde 1.98x el ejercicio anterior. Por su parte el FCO exhibe una fuerte reducción (86.85%), derivado de menores utilidades y la variación en los inventarios por menores niveles de ventas. En vista de ello se ajusta el indicador de cobertura de deuda a 0.51x, desde 1.84x reportado para el 2018. Es importante señalar que las coberturas que brindan tanto el EBITDA como el FCO al Servicio de la Deuda no incluyen el repago de los VCNs, motivo por el cual la Compañía se mantiene expuesta a un riesgo de refinanciamiento. De incorporarlos, la cobertura con el EBITDA LTM se situaría en 0.43x (0.68x a diciembre de 2018), mientras que la cobertura con el FCO se situaría en 0.16x (0.72x).

Para los primeros tres meses del año, tanto el EBITDA como el FCO se siguen ajustando, en línea con la reducción de los ingresos por ventas. En vista de ello, el EBITDA LTM cae 36.38% al pasar a US\$19.7 millones desde US\$31.0 millones del mismo periodo del año anterior. En tanto, el FCO disminuye a US\$3.5 millones desde US\$6.6 millones, lo cual representa una reducción de 46.25% para el periodo interanual. En consecuencia, las coberturas del Servicio de Deuda con el EBITDA LTM y el FCO LTM se ajustan respecto a lo exhibido para el cierre de 2019. Igualmente, de incorporar los VCN's en el cálculo de las coberturas, los ratios se ajustarían a 0.37x y 0.10x, respectivamente.

Gráfico 7

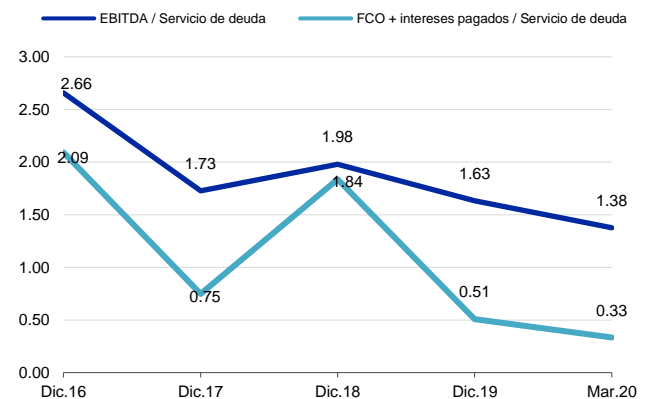
Evolución del EBITDA (US\$/ MM) y Margen EBITDA (%)



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	293,085	288,314	265,529	267,784	273,257	256,773
Efectivo y Depósitos en Bancos	11,171	6,392	2,698	2,280	4,247	10,062
Cuentas por Cobrar, Netas	9,393	11,240	9,410	12,326	13,324	14,872
Inventario	118,380	117,276	101,483	98,746	100,469	80,571
Gastos Pagados por Adelantado	1,895	2,003	1,875	1,639	2,016	2,107
Activo Corriente	142,042	138,112	115,661	114,991	120,055	107,612
Propiedades de Inversión, neto	76,838	76,838	76,393	77,429	79,182	78,934
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	26,581	26,533	28,359	28,931	30,795	32,320
Cuentas por Cobras a Compañías Afiliadas	43,079	42,281	39,982	44,168	41,355	36,072
Activo No Corriente	151,043	150,202	149,868	267,784	273,257	256,773
TOTAL PASIVO	142,347	138,975	127,059	121,009	140,600	132,748
Obligaciones Financieras	43,695	46,818	35,373	34,924	47,679	27,206
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	1,645	1,645	935	665
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	1,206	1,101	1,277	1,607	2,822	2,146
Bonos por Pagar	10,766	11,058	11,221	11,882	11,450	9,740
Cuentas por Pagar	2,977	3,413	2,866	2,949	5,162	2,568
Cuentas por Pagar a Compañías Afiliadas	12,133	9,579	3,628	6,326	3,866	5,216
Pasivo Corriente	85,347	86,794	71,890	68,882	80,129	56,009
Obligaciones Financieras	22,565	20,602	16,033	13,980	11,324	12,291
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	1,146	829	974	951	1,547	3,516
Bonos por Pagar	30,701	28,110	35,319	37,197	47,600	60,932
Pasivo No Corriente	57,001	52,180	55,169	52,127	60,471	76,739
TOTAL PATRIMONIO NETO	150,738	149,339	138,470	146,775	132,657	124,025
Capital Social	877	877	877	877	877	877
Resultados Acumulados	150,394	148,995	138,125	146,431	132,312	123,681

Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos	18,384	110,211	28,888	130,333	99,060	123,279
Costos de Ventas	(12,191)	(72,497)	(18,999)	(83,446)	(57,544)	(74,434)
Resultado Bruto	6,194	37,713	9,889	46,886	41,516	48,845
Gastos Generales y Administrativos	(4,441)	(18,951)	(4,652)	(18,899)	(17,991)	(16,589)
Resultado Operativo	2,012	19,067	5,467	28,406	23,513	32,256
Gastos Financieros	(313)	(1,223)	(287)	(1,458)	(1,357)	(1,552)
Utilidad Neta	1,399	15,564	4,695	24,060	20,132	28,483

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.94x	0.93x	0.92x	0.82x	1.06x	1.07x
Deuda Financiera / Pasivo	0.80x	0.81x	0.83x	0.84x	0.88x	0.88x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.75x	0.75x	0.76x	0.70x	0.93x	0.94x
Pasivo / Activo	0.49x	0.48x	0.48x	0.45x	0.51x	0.52x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.60x	0.62x	0.57x	0.57x	0.57x	0.42x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.40x	0.38x	0.43x	0.43x	0.43x	0.58x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.77x	4.80x	3.38x	3.15x	4.31x	3.11x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.66x	1.59x	1.61x	1.67x	1.50x	1.92x
Prueba Ácida ¹	0.26x	0.22x	0.17x	0.21x	0.22x	0.45x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.13x	0.07x	0.04x	0.03x	0.05x	0.18x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	56,695	51,317	43,771	46,109	39,926	51,603
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	22.75%	16.92%	15.28%	14.49%	18.17%	13.46%
Gastos Financieros / Ingresos	1.81%	1.36%	1.20%	1.33%	1.66%	1.48%
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	813	548	495	414	593	402
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	33.69%	34.22%	34.23%	35.97%	41.91%	39.62%
Margen Operativo	10.94%	17.30%	18.95%	21.48%	23.74%	26.17%
Margen Neto	7.61%	14.12%	16.25%	18.46%	20.32%	23.10%
ROAA (LTM)	4.39%	5.60%	8.39%	8.89%	7.60%	11.28%
ROAE (LTM)	8.48%	10.51%	16.90%	17.22%	15.69%	24.87%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	3,536	4,223	6,578	32,125	10,123	31,797
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	4,469	9,194	7,689	37,302	15,027	36,861
FCO + Intereses pagados anualizado (US\$ Miles)	5,973	9,194	39,107	37,302	15,027	36,861
EBITDA (US\$ Miles)	2,872	23,381	6,525	32,446	28,619	37,489
EBITDA LTM (US\$ Miles)	19,728	23,381	31,007	32,446	28,619	37,489
Margen EBITDA	15.62%	21.22%	22.59%	24.89%	28.89%	30.41%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	15.80x	19.12x	22.41x	22.25x	21.08x	24.16x
EBITDA / (GF + PCDLP) (LTM)	1.38x	1.63x	1.97x	1.96x	1.73x	2.66x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.37x	0.43x	0.65x	0.68x	0.72x	0.96x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (LTM)	1.25x	1.85x	7.78x	7.21x	3.06x	7.28x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (LTM)	0.33x	0.51x	2.02x	1.84x	0.75x	2.09x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.10x	0.16x	0.76x	0.72x	0.35x	0.86x

*Indicadores anualizados

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

Anexo I

Historia de Calificación

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Anterior (con información al 31.12.19)*	Calificación Actual (con información al 31.12.19 y 31.03.20)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA (hasta por US\$12.0 millones)	A.pa	A.pa	Refleja alta 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.
Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA (hasta por US\$20.0 millones)	A.pa	A.pa	Refleja alta 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.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA (hasta por US\$45.0 millones)	A.pa	A.pa	Refleja alta 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.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$10.0 millones)	EQL 2-.pa	ML 2-.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$25.0 millones)	EQL 2-.pa	ML 2-.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$5.0 millones)	EQL 2-.pa	ML 2-.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.

*Sesión de Comité del 3 de junio de 2020, con información financiera no auditada al 31 de diciembre de 2019.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Bonos Corporativos Rotativos

Programa	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
Monto máximo por emisión:	US\$12.0 millones	US\$20.0 millones	US\$45.0 millones
Saldo al 31.03.20:	US\$10.3 millones	US\$9.0 millones	US\$18.9 millones
Plazo:	10 años, contados a partir de la fecha de colocación de cada Serie.	10 años, contados a partir de la fecha de colocación de cada Serie.	12 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.
Tasa:	Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (LIBOR 3 meses + 2.75% anual).	Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).	Determinada por el emisor y podrá ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses)
Fecha de emisión:	Nov.2006	Dic.2010	Ago.2012
Pago de interés:	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Respaldos y Garantías:	Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no será menor al 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.	Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.	Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.
Destino de los Fondos:	Construcción de proyectos inmobiliarios de cualquier naturaleza.	Para financiar inversión en terrenos, edificio, maquinaria, mobiliario y equipos, además de otros usos para capital de trabajo.	Financiar una compra inmobiliaria ubicada en la Ciudad de Panamá. El monto restante será invertido en los 10 años siguientes a la fecha de la oferta para compra de bienes inmuebles para el desarrollo de proyectos urbanísticos, expandir la red de restaurantes, ampliar la oferta de hoteles, construcción de locales comerciales para alquileres, galeras para la zona procesadora y cualquier instalación que se requiera para las operaciones del Grupo UNESA.
Convenios y Resguardos Financieros:	a) Deuda financiera / [Capital Común + Utilidades Retenidas] \leq 1.45 veces. Aplicable a UNESA. b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40%. Aplicable a UNESA.	a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces (SUCASA) b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40% (UNESA)	a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces (SUCASA). b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40% (UNESA).
Redención Anticipada:	A opción del Emisor	A opción del Emisor.	A opción del Emisor.
Agente Fiduciario:	Banistmo Investment Corporation, S.A.	MMG Trust, S.A.	MMG Trust, S.A.
Fuente de Repago:	Recursos generales del Emisor	Recursos generales del Emisor	Recursos generales del Emisor

Programa de Valores Comerciales Negociables

Monto máximo por emisión:	US\$10.0 millones	US\$25.0 millones	US\$5.0 millones
Saldo al 31.03.20:	US\$2.0 millones	US\$18.4 millones	US\$0.0 millones
Plazo:	Hasta 360 días	Hasta 360 días	Hasta 360 días
Tasa:	Determinada por el emisor y será Fija.	Determinada por el Emisor y pueden ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).	Determinada por el Emisor
Pago de interés:	Trimestral	Trimestral	Mensualmente
Pago de Capital:	Al vencimiento del VCN correspondiente	Al vencimiento	Al vencimiento
Respaldo y Garantía:	Crédito general del Emisor	Crédito general del Emisor	Crédito general del Emisor
Uso de fondos:	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo.	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo.	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo, refinanciamiento de deuda.

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Consolidados Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias, y también información adicional proporcionada por esta última que incluye la versión final de los Prospectos Informativos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, 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 61 003 399 657 AFSL 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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK 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, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.