

INFORME DE  
CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
21 de julio de 2021

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

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  
Ana Lorena Carrizo  
VP – Senior Analyst / Manager  
[ana.carrizo@moodys.com](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Linda Tapia  
Analyst  
[linda.tapia@moodys.com](mailto:linda.tapia@moodys.com)

Cecilia González  
Associate Analyst  
[cecilia.gonzalez@moodys.com](mailto:cecilia.gonzalez@moodys.com)

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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, ratifica 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.

Las calificaciones asignadas consideran la trayectoria de la Compañía dentro del sector de construcción y venta de viviendas a clientes de ingresos medios y bajos. Del mismo modo, 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. (en adelante, UNESA). Por otro lado, pondera favorablemente en la evaluación las alternativas de liquidez con la que cuenta la Compañía para hacerle frente a sus obligaciones, las cuales incluyen: Depósitos a Plazo Fijo, líneas disponibles con el sistema financiero, y el acceso al mercado de capitales, siendo SUCASA un importante participante mediante la colocación de VCN's y Bonos Corporativos. La calificación de los Bonos Corporativos considera los 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 2021 y el cual incluye el refinanciamiento de VCN's. Por otro lado, Moody's Local ratificó la calificación asignada a UNESA como Emisor de A-.pa en la revisión de julio de 2021.

Sin perjuicio de lo anterior, las calificaciones asignadas a SUCASA se mantienen bajo presión debido al elevado nivel de apalancamiento financiero a la fecha de análisis producto de la menor generación EBITDA, luego de la paralización de las operaciones de la Compañía durante la pandemia. Adicionalmente, esta contracción en el nivel de generación de EBITDA por menores ventas de viviendas ajustó negativamente el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (intereses + parte corriente de la deuda de largo plazo). A lo anterior se suma el riesgo de refinanciación de los Valores Comerciales Negociables (VCN's), aspecto que ante la actual coyuntura genera un mayor riesgo para reperfilar los vencimientos de corto plazo. En este sentido, la estrategia de SUCASA ha sido reducir la deuda de corto plazo con financiamiento a largo plazo, lo que si bien incrementa su costo financiero, reduce el riesgo de refinanciamiento y mejora el perfil de vencimiento de su deuda. Adicionalmente, es importante mencionar, que la Compañía mantiene una buena posición de liquidez, a través de disponibilidad de líneas y acceso al mercado de capitales, que le permiten acceder a financiamiento de así requerirlo. 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, principalmente relacionado con el alto nivel de apalancamiento que mantiene a la fecha del informe. 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-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US\$/Miles)	273,318	280,063	288,314	267.784	273.257
Ingresos (US\$/Miles)	55,058	55,590	110,211	130.333	99.060
EBITDA (US\$/Miles)	9,134	8,574	23,381	32.446	28.619
Deuda Financiera / EBITDA	10.64x	11.68x	4.80x	3.11x	4.31x
EBITDA / Gastos Financieros	7.58x	5.56x	19.12x	22.53x	21.08x
FCO + Intereses Pagados / PCDLP + Intereses Pagados	2.14x	1.73x	0.52x	1.84x	0.75x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2  
Resguardos de las Series Garantizadas

	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Deuda / Capital Tangible (<=1.45x) – UNESA	0.39x	0.41x	0.42x	0.39x	0.51x
Dividendos / Utilidad neta (<=40%) – UNESA	3.0%	-	40.28%	40.00%	37.15%
Deuda Financiera neta / Patrimonio (<=1.75x) – UNESA	0.29x	0.32x	0.30x	0.31x	0.42x
Deuda Financiera / Patrimonio (<=1.50x) – UNESA	0.34x	0.35x	0.34x	0.34x	0.45x
Deuda financiera / Patrimonio (<=2.00x) – SUCASA	0.65x	0.66x	0.73x	0.70x	0.93x

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

Como un hecho relevante del periodo, el día 14 de mayo de 2021 fue nombrado como Vicepresidente de Vivienda al Licenciado Diego Enrique Quijano Durán, quien será el responsable de la gestión administrativa y de ventas de vivienda, así como de la compra de tierras y el desarrollo de las urbanizaciones y complejos y apartamentos.

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios considerados no esenciales, de los cuales diversos sectores se mantuvieron cerrados desde el inicio del Estado de Emergencia, todo lo que se plasma en un aumento en la tasa de desempleo, la misma que se ubica en un 18.5% y según el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) en el 2021 podría cerrar con una tasa de desocupación entre 10% y 12%. En línea con lo anterior, durante el 2020, la producción de bienes y servicios en la economía panameña, medida a través del PIB, presentó una caída de 17.9%, respecto al año anterior, según cálculos del INEC. Lo anterior afectó 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 impacto que ha tenido la pandemia en este sector, a pesar de que ya se han abierto las fronteras y vuelos internacionales de las principales aerolíneas. Así también, la medida anunciada a fines del 2020 de ordenar el cierre nuevamente de establecimientos comerciales (con excepción de supermercados

y farmacias, centros médicos y empresas de servicios esenciales) y la cuarentena en las principales provincias del país ha traído como consecuencia una disminución significativa en el flujo de personas, generando nuevamente afectaciones en algunos sectores durante el primer trimestre de 2021. 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, lo que ha generado 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, el Grupo 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, indicaron que, con el propósito de fortalecer la liquidez del grupo, decidieron no declarar dividendos y suspender temporalmente el programa de recompra de acciones que habían iniciado en el mes de octubre de 2019. A principios del 2021, el Grupo anunció mediante una carta a la Bolsa que a partir de esa fecha se iniciaría con el pago de dividendos establecido, de manera trimestral manteniendo un tope de hasta el 40% de las utilidades netas.

Entre los meses octubre de 2020 a mayo de 2021 se destaca que se realizaron diversas emisiones de deuda en el mercado local, correspondientes a la Serie AD dentro del Programa Rotativos de Bonos Corporativos por hasta US\$12 millones, la Serie K dentro del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$45 millones, la Serie O dentro del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$20 millones; así como las Series GB, GC, GD, GE, GF, GG, GH dentro del Programa de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$25 millones. Estas emisiones sumaron US\$21.2 millones.

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

### Activos y Liquidez

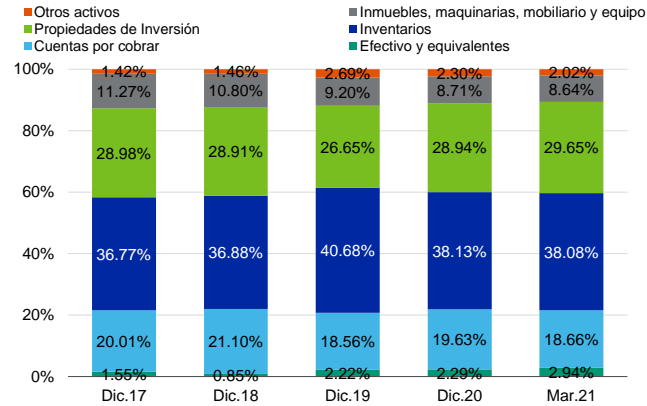
ANTE LA COYUNTURA ACTUAL, LA COMPAÑÍA MANTIENE NIVELES DE LIQUIDEZ ADECUADOS QUE PERMITEN CUBRIR SUS OBLIGACIONES CORRIENTES

Al 31 de diciembre de 2020, los activos reportan una contracción de 2.86% con respecto al cierre de 2019, afectado por el impacto de la crisis económica causada por la pandemia COVID-19. Esta reducción se encuentra explicada por el comportamiento de los inventarios (-8.94%) asociado a menores costos de construcción y entrega de casas terminadas, así como por la disminución en saldos en cuentas por cobrar comerciales (-34.42%) reflejo del menor volumen de viviendas entregadas y del pago de bancos para cancelar el valor de éstas. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por incrementos en propiedades de inversión (+5.48%) por compra de un nuevo terreno por la suma de US\$4.2 millones y aumentos en saldos en cuentas por cobrar a empresas afiliadas (+10.76%) por US\$5.3 millones. Estas cuentas por cobrar a afiliadas están asociadas principalmente a saldos con Inversiones SUCASA (Financiera), Caribbean Franchise Development (TGI Friday's), y Coamco (alquiler de equipos de construcción). En cuanto a su composición, los inventarios se mantienen como el principal componente del balance con 38.13%, seguido de las cuentas por cobrar con un 28.94%. Ante la coyuntura actual, la Compañía mantiene un nivel de liquidez adecuado para hacer frente a sus obligaciones corrientes, registrando una liquidez corriente de 1.85 veces al 31 de diciembre de 2020, desde 1.59 veces en diciembre de 2019, explicado principalmente por la reducción de la deuda financiera de corto plazo, la cual fue parcialmente reemplazada por emisiones de bonos de mediano plazo.

Durante los tres primeros meses del año, los activos continúan retrocediendo (-2.41%) con respecto al cierre de 2020, asociados principalmente al cobro de cuentas por cobrar (-54.61%) de las viviendas que han sido entregadas y que se encontraban en trámite hipotecario, así como por menores volumen de inventarios (-2.53%) por entregas de viviendas y menores inventarios de viviendas terminadas por la menor actividad de la compañía, aunque se debe mencionar que, las construcciones de viviendas nuevas han venido incrementando. Adicionalmente, los niveles de efectivo se mantienen altos, reflejo del incremento en el flujo de caja por venta de viviendas, así como la decisión de la administración de mantener adecuados niveles de liquidez para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante la coyuntura actual, reportando un índice de liquidez corriente de 1.86x para el primer trimestre, manteniéndose estable con respecto al cierre.

Gráfico 1

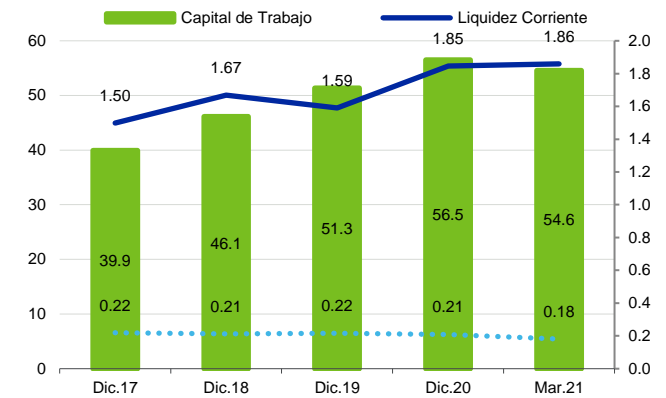
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

FUERTE INCREMENTO EN LA PALANCA FINANCIERA PRODUCTO DE LA MENOR GENERACION DE EBITDA

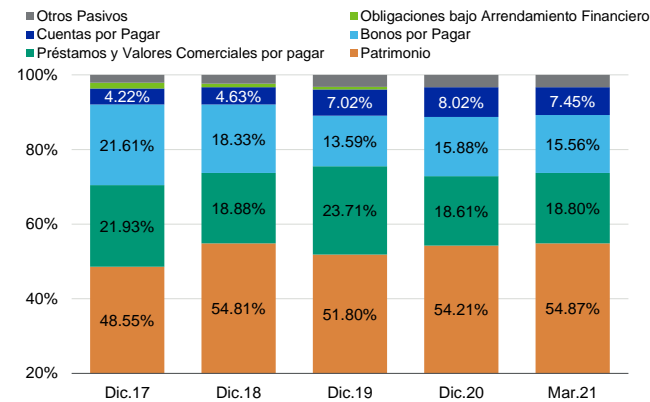
Los pasivos de SUCASA registran una contracción de 3.50% con respecto al cierre de 2019, producto de la menor actividad de la compañía, lo que resultó en una menor necesidad de financiamiento<sup>1</sup>, reportando la deuda financiera total una reducción de 10.77%. Esta disminución se dio principalmente en Valores Comerciales Negociables (VCN's) cuyo saldo a diciembre de 2020 fue US\$27.0 millones (US\$40.4 millones a diciembre de 2019) y en menor medida en préstamos comerciales, lo que totalizaron US\$25.2 millones (US\$27.9 millones del cierre de 2019). La estrategia de la compañía fue reemplazar parte de la deuda de corto plazo con financiamiento a largo plazo, lo que explica el incremento a US\$44.6 millones a diciembre de 2020, desde US\$39.3 millones en el 2019. 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. Los Bonos Corporativos emitidos por SUCASA cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias de las empresas que forman 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.

En cuanto a la estructura de fondeo, el patrimonio es el principal componente con un 54.21%, incrementando su participación con respecto al cierre de 2019, producto principalmente de la retención de las utilidades del periodo, decisión tomada por la Junta Directiva ante la crisis sanitaria. Lo anterior cobra relevancia ya que la principal partida del patrimonio son 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. Por otro lado, es de mencionar el aumento en las cuentas por pagar a compañías afiliadas de 46.34%, corresponde principalmente al saldo con UNESA por US\$12.7 millones. El apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) continúa aumentando, alcanzando 11.68x, desde 4.80x en el 2019, lo cual se encuentra explicado por la menor generación de EBITDA asociado a la contracción en la generación de ingresos por ventas, luego de la paralización de las actividades, lo que no pudo ser contrarrestado por la reducción en la deuda financiera.

Al 31 de marzo de 2021, los pasivos siguen disminuyendo (-4.83%) con respecto al cierre de 2020, explicado principalmente por la reducción en las cuentas por pagar compañías afiliadas (-34.46%), relacionado a pago de UNESA, lo que en parte fue compensado por el aumento en los dividendos por pagar declarados para el primer trimestre de 2021 por US\$2.7 millones. En lo que respecta, a los préstamos y VCN's estos disminuyen en 1.44% por el pago de obligaciones corrientes programadas. Si bien la menor generación de EBITDA sigue afectando negativamente la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA), al ubicarse en 10.64x en marzo de 2021, mejora con respecto a diciembre de 2020, dada la aún lenta recuperación de la actividad de la compañía. Cabe indicar que, la Compañía continúa cumpliendo holgadamente con el resguardo de Palanca Contable establecido en los programas de Bonos Corporativos (no mayor a 2x) situándose en 0.65x, según información enviada por la Compañía.

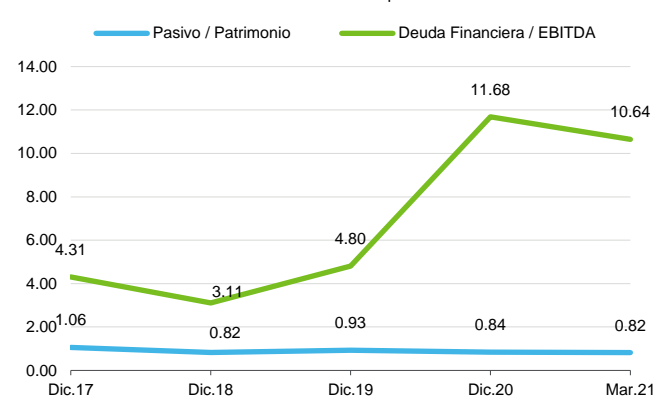
<sup>1</sup> Cabe señalar que, por motivos estratégicos, SUCASA se encarga de adquirir la totalidad de la deuda financiera del holding, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

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

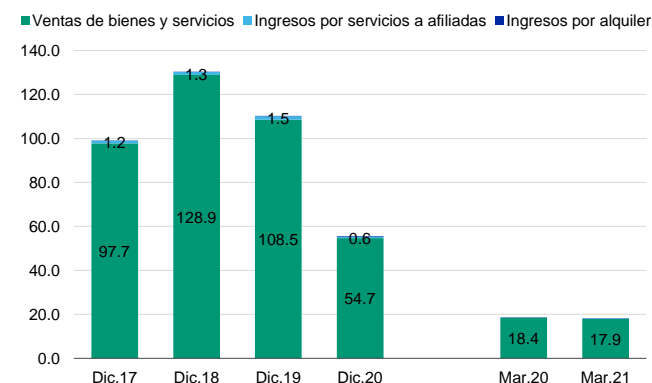
### Rentabilidad y Eficiencia

#### MENORES INGRESOS Y AJUSTES EN LOS MÁRGENES ANTE LA BAJA EN LA ACTIVIDAD DEL NEGOCIO PRODUCTO DEL COVID-19

Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos por ventas caen un 49.56% en relación con el cierre de 2019, afectados por menores ingresos en ventas de viviendas (-49.60%) luego de la paralización de la actividad de la empresa a raíz de las medidas adoptadas por el Gobierno a fin de contener la pandemia. En consecuencia se observó un ajuste en los márgenes de la compañía, a pesar de la reducción en los costos de ventas (-52.46%) y los menores gastos administrativos (-32.78%). A lo anterior se suma, los mayores gastos financieros por aumento en préstamos de mediano plazo cuyas tasas de intereses son más altas, conllevando a que el resultado neto retrocediera 84.04% al corte evaluado. Por todo lo antes indicado, el retorno promedio anualizado del accionista (ROAE) pasa a 1.65% desde 10.51%, mientras que el retorno promedio de los activos (ROAA) pasa a 0.87%, desde 5.60% en 2019.

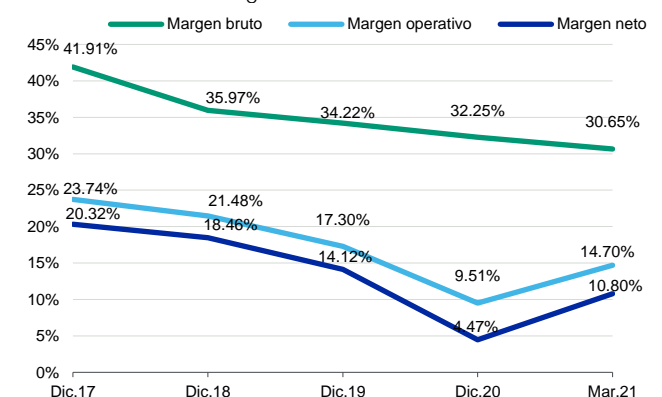
Al 31 de marzo de 2021, si bien los ingresos se contraen con respecto a igual periodo del año anterior, lo hacen a un menor ritmo (-2.86%). Es importante mencionar que durante el primer trimestre del año en curso, el Gobierno dictó nuevas medidas de cuarentena y toque de queda para contener el nivel de contagios, lo que afectó la actividad de SUCASA. En lo que respecta a los costos de ventas, éstos reportaron un aumento de 2.76%, lo que resultó en el ajuste del margen bruto a 30.65%, desde 34.45% de marzo de 2020. Sobre este punto es importante mencionar, que la actividad de viviendas tiene gastos fijos, por lo que las variaciones entre ingresos y gastos pueden no ser proporcionales, por lo que la menor venta de vivienda puede tener un efecto mayor sobre el margen. En tanto los gastos generales y administrativos se reducen un 35.03% con respecto a marzo de 2020, en el cual se observan reducciones en casi todos los rubros, principalmente gastos de personal relacionados principalmente a reducción en la planilla. Estas eficiencias alcanzadas resultan en la evolución positiva del margen operativo que pasa a 14.70%, desde 10.82% en marzo de 2020, lo que permitió reportar un resultado neto mayor (+39.40%) que el reportado para el primer trimestre de 2020. A pesar del mejor resultado, los indicadores de rentabilidad anualizados siguen están por debajo de los niveles históricos, aunque se observa una evolución favorable con respecto al cierre de 2020.

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

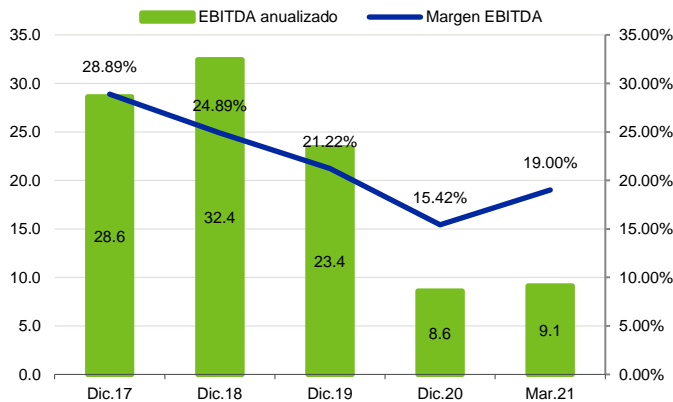
Generación y Capacidad de Pago

COBERTURAS RETROCEDEN POR MENOR GENERACION A TRAVÉS DE EBITDA; MIENTRAS QUE CON EL FCO MUESTRAN UNA EVOLUCION FAVORABLE ANTE EL COBRO DE CUENTAS Y REDUCCIÓN DE INVENTARIOS POR ENTREGAS DE VIVIENDA

Al 31 de diciembre de 2020, la generación de EBITDA disminuye 63.33% respecto al 2019, con lo cual el margen cae a 15.42% desde 21.22%, como resultado de la menor actividad del negocio. Lo anterior resultó en ajuste en los indicadores de cobertura con el EBITDA, al situarse en 0.83x, desde 1.63x del ejercicio anterior. Por su parte el FCO exhibe un fuerte aumento (+329.33%), a pesar de las menores utilidades, asociado a la reducción en los inventarios por entrega de viviendas y los cobros de cuentas de clientes. En vista de ello, el indicador de cobertura sobre servicio de deuda refleja una mejora al pasar a 1.73x, desde 0.52x reportado para el 2019, brindando capacidad para cumplir con sus obligaciones. 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 incorporar los VCN's en el cálculo de las coberturas, los ratios se ubican en 0.23x (0.43x a diciembre de 2019), mientras que la cobertura con el FCO se situaría en 0.59x (0.16x).

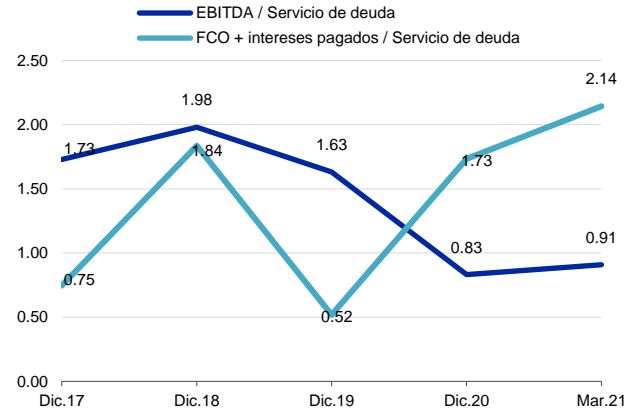
Para los primeros tres meses del año, el EBITDA y el FCO mantienen un comportamiento mixto, la generación de EBITDA aumenta un 19.49% con respecto al primer trimestre del año anterior, al anualizar el indicador el mismo retrocedo un 53.70%, afectados por los resultados del año 2020, lo que sigue incidiendo negativamente en las coberturas del servicio de deuda, las cuales siguen ubicándose por debajo de 1.0x, aunque mejoran con respecto a lo observado en el 2020. En tanto el FCO incrementa en 173.36% con respecto a igual trimestre del año anterior y al ser anualizado mejora aún más, beneficiándose de la evolución favorable del 2020, asociada a los mayores niveles de cobros de cuentas y reducción en inventarios. En consecuencia, las coberturas del Servicio de Deuda con el FCO LTM mejoran respecto a lo exhibido para el cierre de 2019. De incorporar los VCN's en el cálculo de las coberturas, los ratios se ubican en 0.25x con el EBITDA LTM y 0.75x con el FCO LTM, 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-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>273,318</b>	<b>280,063</b>	<b>293,085</b>	<b>288,314</b>	<b>267,784</b>	<b>273,257</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	8,038	6,419	11,171	6,392	2,280	4,247
Cuentas por Cobrar, Netas	3,346	7,371	9,393	11,240	12,326	13,324
Inventario	104,093	106,796	118,380	117,276	98,746	100,469
Gastos Pagados por Adelantado	2,508	2,508	1,895	2,003	1,639	2,016
<b>Activo Corriente</b>	<b>118,100</b>	<b>123,253</b>	<b>142,042</b>	<b>138,112</b>	<b>114,991</b>	<b>120,055</b>
Propiedades de Inversión, neto	81,052	81,052	76,838	76,838	77,429	79,182
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	23,625	24,386	26,581	26,533	28,931	30,795
Cuentas por Cobras a Compañías Afiliadas	47,647	47,598	43,079	42,281	44,168	41,355
<b>Activo No Corriente</b>	<b>155,218</b>	<b>156,810</b>	<b>151,043</b>	<b>150,202</b>	<b>267,784</b>	<b>273,257</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>123,336</b>	<b>128,241</b>	<b>142,347</b>	<b>138,975</b>	<b>121,009</b>	<b>140,600</b>
Obligaciones Financieras	28,555	29,055	43,695	46,818	34,924	47,679
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	947	947	1,645	935
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	0	0	1,206	1,101	1,607	2,822
Bonos por Pagar	7,801	7,817	10,766	11,058	11,882	11,450
Cuentas por Pagar	2,680	2,342	2,977	3,413	2,949	5,162
Cuentas por Pagar a Compañías Afiliadas	9,287	14,170	12,133	9,579	6,326	3,866
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>63,522</b>	<b>66,746</b>	<b>85,347</b>	<b>86,794</b>	<b>68,882</b>	<b>80,129</b>
Obligaciones Financieras	21,869	22,105	22,565	20,602	13,980	11,324
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	0	0	1,146	829	951	1,547
Bonos por Pagar	34,722	36,650	30,701	28,110	37,197	47,600
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>59,813</b>	<b>61,495</b>	<b>57,001</b>	<b>52,180</b>	<b>52,127</b>	<b>60,471</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>149,983</b>	<b>151,823</b>	<b>150,738</b>	<b>149,339</b>	<b>146,775</b>	<b>132,657</b>
Capital Social	877	877	877	877	877	877
Resultados Acumulados	149,638	151,478	150,394	148,995	146,431	132,312

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	18,064	55,590	18,384	110,211	130,333	99,060
Costos de Ventas	(12,527)	(37,663)	(12,191)	(72,497)	(83,446)	(57,544)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>5,537</b>	<b>17,927</b>	<b>6,194</b>	<b>37,713</b>	<b>46,886</b>	<b>41,516</b>
Gastos Generales y Administrativos	(2,886)	(12,738)	(4,441)	(18,951)	(18,899)	(17,991)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>2,655</b>	<b>5,285</b>	<b>2,012</b>	<b>19,067</b>	<b>28,406</b>	<b>23,513</b>
Gastos Financieros	(382)	(1,543)	(313)	(1,223)	(1,458)	(1,357)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,950</b>	<b>2,483</b>	<b>1,399</b>	<b>15,564</b>	<b>24,060</b>	<b>20,132</b>



## SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-18	Dic-17	Dic-16
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.82x	0.84x	0.94x	0.93x	0.82x	1.06x
Deuda Financiera / Pasivo	0.79x	0.78x	0.80x	0.81x	0.84x	0.88x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.65x	0.66x	0.75x	0.75x	0.70x	0.93x
Pasivo / Activo	0.45x	0.46x	0.49x	0.48x	0.45x	0.51x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.52x	0.52x	0.60x	0.62x	0.57x	0.57x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.48x	0.48x	0.40x	0.38x	0.43x	0.43x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	10.64x	11.68x	5.77x	4.80x	3.15x	4.31x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.86x	1.85x	1.66x	1.59x	1.67x	1.50x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.18x	0.21x	0.26x	0.22x	0.21x	0.22x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.13x	0.10x	0.13x	0.07x	0.03x	0.05x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	54,578	56,507	56,695	51,317	46,109	39,926
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	15.95%	22.74%	23.63%	16.92%	14.49%	18.17%
Gastos Financieros / Ingresos	2.21%	2.95%	1.79%	1.36%	1.33%	1.66%
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	1,191	1,038	813	548	414	593
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	30.65%	32.25%	34.45%	34.22%	35.97%	41.91%
Margen Operativo	14.70%	9.51%	10.82%	17.30%	21.48%	23.74%
Margen Neto	10.80%	4.47%	7.52%	14.12%	18.46%	20.32%
ROAA (LTM)	1.07%	0.87%	4.39%	5.60%	8.89%	7.60%
ROAE (LTM)	2.02%	1.65%	8.48%	10.51%	17.22%	15.69%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	9,803	18,906	3,586	4,403	32,125	10,123
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	11,029	23,973	4,520	9,374	37,302	15,027
FCO + Intereses pagados anualizado (US\$ Miles)	30,482	23,973	6,205	9,374	37,302	15,027
EBITDA (US\$ Miles)	3,432	8,574	2,872	23,381	32,855	28,619
EBITDA LTM (US\$ Miles)	9,134	8,574	19,728	23,381	32,855	28,619
Margen EBITDA	19.00%	15.42%	15.45%	21.22%	25.21%	28.89%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	7.58x	5.56x	15.80x	19.12x	22.53x	21.08x
EBITDA / (GF + PCDLP) (LTM)	0.91x	0.83x	1.38x	1.63x	1.98x	1.73x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.25x	0.23x	0.37x	0.43x	0.68x	0.72x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (LTM)	5.69x	4.73x	1.29x	1.89x	7.21x	3.06x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (LTM)	2.14x	1.73x	0.35x	0.52x	1.84x	0.75x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.75x	0.59x	0.11x	0.16x	0.72x	0.35x

\*Indicadores anualizados

<sup>1</sup>Prueba 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 30.09.20)*	Calificación Actual (con información al 31.12.20 y 31.03.21)	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)	ML 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)	ML 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)	ML 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 9 de febrero de 2021.

## 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 31.03.21:	US\$8.5 millones	US\$9.2 millones	US\$22.8 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
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 Moody's Local PA <https://www.moodyslocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local 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 Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Consolidados Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2020 y 2021 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.

© 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, 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.com](http://www.moody.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.