

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
27 de julio de 2022

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

Resumen

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](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

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

Jesús D. Castro  
Associate Analyst  
[jesus.castro@moodys.com](mailto:jesus.castro@moodys.com)

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Moody's Local afirma 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 se sustentan en la trayectoria de SUCASA en el sector de construcción y venta de viviendas a clientes de ingresos medios y bajos. Asimismo, 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, se consideró de forma positiva el acceso a fuentes alternativas de liquidez para atender sus compromisos de pago, como depósitos a plazo fijo, líneas de crédito disponibles con el sistema bancario local, y el acceso al mercado de capitales, siendo SUCASA un importante participante a través de la emisión de Valores Comerciales Negociables (VCN's) y Bonos Corporativos. Adicionalmente, la calificación pondera la evolución favorable de los ingresos por ventas en ambos segmentos de negocio a largo de los últimos periodos evaluados, lo cual se plasma en los resultados netos a diciembre de 2021 y a marzo del presente año, sin embargo aún no se encuentran a niveles pre pandemia. En cuanto a las calificaciones asignadas a los Bonos Corporativos, éstas ponderan el conjunto de mejoradores que incluyen la fianza solidaria de la relacionada 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. Adicionalmente, la estructura cuenta con resguardos financieros que deben cumplir tanto UNESA como SUCASA y que establecen ratios máximos de Apalancamiento Financiero y reparto de dividendos, los cuales, al corte de análisis, se encuentran en cumplimiento. Con respecto a la calificación asignada a los distintos Programas de VCNs, la misma incluye el análisis del Flujo de Caja Mensualizado del Emisor, el cual incluye el refinanciamiento de VCN's. Por otro lado, Moody's Local afirmó la calificación asignada a UNESA como Emisor de A-.pa en la revisión de julio de 2022.

Sin perjuicio de lo anterior, las calificaciones asignadas se mantienen limitadas por el aún elevado nivel de apalancamiento financiero el cual no alcanza niveles pre pandemia. Es importante mencionar que este indicador viene reduciéndose por la amortización de la deuda y por la recuperación del EBITDA, tendencia que se estima mantener según las proyecciones enviadas, sin embargo, el nivel se mantendría alto. Suma a lo anterior el riesgo de refinanciamiento asociado a las emisiones de Valores Comerciales Negociables (VCN's), considerando que, según el flujo de caja, la Compañía debe recurrir a nuevas emisiones para atender los vencimientos. Adicionalmente, limita la clasificación el entorno operativo actual que viene presionando los márgenes de rentabilidad, considerando la alta competencia en el sector y los mayores costos operativos a los que debe hacer frente SUCASA. Otro aspecto que ha limitado las calificaciones históricamente, constituye el hecho de que el patrimonio del Emisor se encuentra concentrado en utilidades acumuladas, riesgo que está parcialmente mitigado por la política de reparto de dividendos de la Compañía (no repartir más del 40% de las utilidades), lo cual también se encuentra estipulado como un resguardo financiero 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. De igual forma, se hará seguimiento al cumplimiento de las proyecciones enviadas, así como a la evolución de sus covenants, a fin de que las categorías asignadas se mantengan acorde con el nivel de riesgo de los instrumentos calificados; comunicando oportunamente 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-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US\$/Miles)	271,572	227,400	278,974	288,314	267,784
Ingresos (US\$/Miles)	94,953	90,659	55,590	110,211	130,333
EBITDA (US\$/Miles)	14,847	14,934	8,574	23,381	32,446
Deuda Financiera / EBITDA	5.96x	6.29x	11.68x	4.80x	3.11x
EBITDA / Gastos Financieros	7.79x	7.87x	5.56x	19.12x	22.53x
FCO + Intereses Pagados / PCDLP + Intereses Pagados	2.63x	2.75x	1.72x	0.52x	1.84x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2  
Resguardos de las Series Garantizadas

	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Deuda / Capital Tangible (<=1.45x) – UNESA	0.35x	0.38x	0.41x	0.42x	0.39x
Dividendos / Utilidad neta (<=40%) – UNESA	10%	36%	-	40.28%	40.00%
Deuda Financiera neta / Patrimonio (<=1.75x) – UNESA	0.22x	0.24x	0.32x	0.30x	0.31x
Deuda Financiera / Patrimonio (<=1.50x) – UNESA	0.29x	0.31x	0.35x	0.34x	0.34x
Deuda Financiera / Patrimonio (<=2.00x) – SUCASA	0.58x	0.60x	0.66x	0.73x	0.70x

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.

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

El 21 de junio de 2022 se comunicó como Hecho Relevante la intención del Emisor de modificar los términos y condiciones de las ofertas públicas de valores con resoluciones CNV 270-06, SMV 277-12 y CNV 495-10. El Emisor propone sustituir la tasa London Interbank Offered Rate (LIBOR) por la Secured Overnight Financing Rate (SOFR) que será usada como referencia para determinar la tasa variable de los valores registrados.

Entre los meses agosto de 2021 y enero de 2022 se destaca que se realizaron diversas emisiones de deuda en el mercado local, correspondientes a las Series L, M, N dentro del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$45 millones; así como las Series GJ, GK, GL, GM, GN, GO, GP, GQ, GR, GS dentro del Programa de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$25 millones y la Serie AT, dentro del Programa de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$10 millones. Estas emisiones sumaron US\$18.3 millones.

La propagación del COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria afectaron significativamente la actividad económica, lo cual se vio reflejado en una contracción del PIB de 17.95% en el año 2020 y un aumento en la tasa de desempleo de 7% a 18.5%. Al 31 de diciembre de 2021, según información del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), se exhibe una importante recuperación en el PIB de 15.34%, a raíz de la apertura total de la economía (sin embargo, en términos absolutos, la actividad productiva todavía se encuentra por debajo de los niveles prepandemia). Se destaca el avance de la vacunación en el país, donde más del 70% de la población ya se encuentra completamente vacunada. De acuerdo a proyecciones de Moody's Investors Service Inc., se esperaría un crecimiento del PIB de 6.5% para 2022 y 4.1% para el 2023. En ese sentido las actividades de Bienes Raíces y Construcción, se han venido recuperando gradualmente, sin embargo, las mayores tasas de interés esperadas en el mercado, como consecuencia de las medidas tomadas por la Reserva Federal para mitigar las presiones inflacionarias, podrían tener un impacto en el sector, encareciendo el costo del crédito para las personas y empresas, pudiendo afectar la demanda de vivienda.

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

### Activos y Liquidez

LA POSICIÓN DE LIQUEZ DE LA COMPAÑÍA ES ADECUADA, PERMITIÉNDOLE CUBRIR SUS OBLIGACIONES CORRIENTES

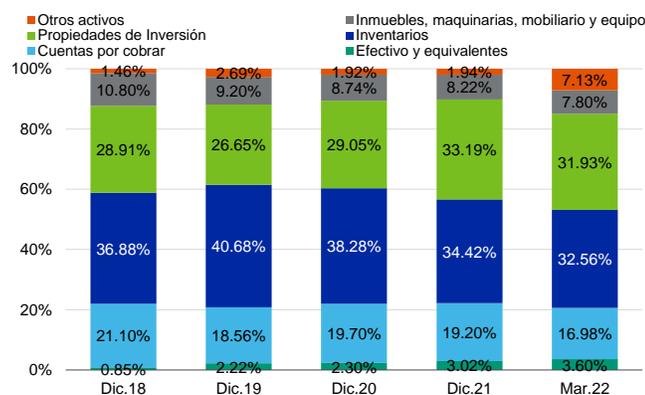
Al 31 de diciembre de 2021, los activos totales mostraron una ligera reducción de 0.56% con respecto al cierre fiscal 2020. La contracción se explica por el menor nivel de inventarios (-10.59%) asociado a la reducción de los costos de construcción por la culminación de la construcción y entrega de viviendas, principalmente del proyecto Sabana Tower. Además, mostró una contracción la cuenta de Inmueble, maquinaria y equipo (-6.49%) por la depreciación del período, mientras que las acreencias a relacionadas se redujeron por cobranzas realizadas a la empresa relacionada Caribbean Franchise Development Corp. (TGI Friday's). El ajuste en los activos fue parcialmente compensado con mayores niveles de efectivo y equivalentes (+30.40%), asociado al mayor dinamismo de las ventas y a la retención de utilidades. Sumó a lo anterior, el adelanto para compra de terrenos (+US\$14.9 millones interanual), el cual será reclasificado como propiedades de inversión cuando culmine el proceso de registro a nombre de la Compañía.

En cuanto a la composición del total de activos, los inventarios se mantienen como el principal componente del balance con 34.42%, seguido de las propiedades de inversión con 33.19% (incluyendo los adelantos por terrenos a ser reclasificados posteriormente). Al corte evaluado, la Compañía mantiene indicadores de liquidez adecuados que permiten cubrir sus obligaciones a corto plazo, mostrando una razón corriente de 1.80x al 31 de diciembre de 2021 (1.83x en diciembre de 2020), así como el indicador de capital de trabajo, el cual se mantiene en territorio positivo.

Al primer trimestre del año 2022, los activos muestran un retroceso de 2.10% con respecto al cierre de 2021, asociado principalmente a la reducción de las cuentas por cobrar (-54.21%) por el cobro de hipotecas durante el trimestre. De igual forma, se mantuvo la tendencia de disminución de los inventarios, asociado a la entrega de viviendas terminadas en múltiples proyectos (Sabana Tower, P.H. Vallejos, Lago Emperador, Callas de Mallorca, Puertas de Capela, entre otros). Es importante resaltar se reportó un índice de liquidez corriente de 1.75x para el primer trimestre del año en curso, manteniéndose relativamente estable con respecto al cierre 2021 (ver Gráfico 2).

Gráfico 1

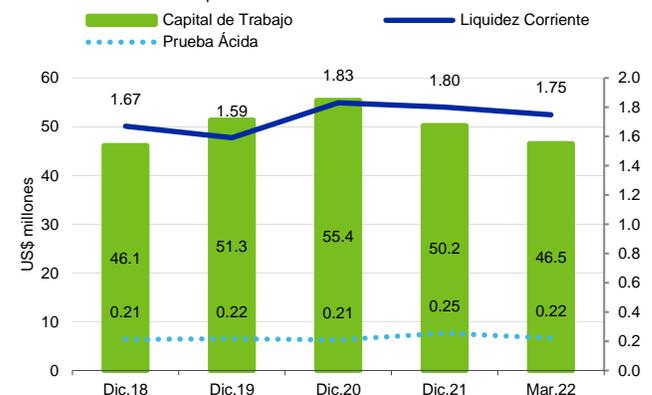
#### Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

#### Indicadores de liquidez



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

### Estructura Financiera y Solvencia

REDUCCIÓN DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO POR AMORTIZACIÓN DE DEUDA Y MEJORA DEL EBITDA

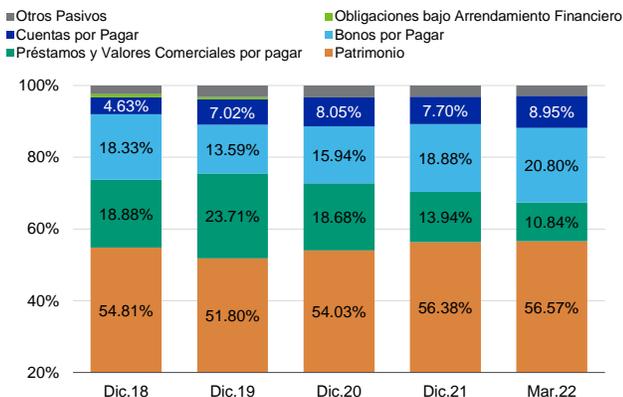
Al cierre del año fiscal 2021, los pasivos totales de SUCASA mostraron una reducción de 5.64% con respecto al cierre de 2020, debido principalmente a la amortización de deuda financiera y reducción de las cuentas por pagar a relacionadas (principalmente con Unión Nacional de Empresas, S.A.). El ajuste en la deuda financiera a corto plazo estuvo asociado al repago de Valores Comerciales Negociables (VCN's) cuyo saldo a diciembre de 2021 fue US\$25.6 millones (US\$27.0 millones a diciembre de 2020) y en mayor medida en préstamos comerciales para capital de trabajo (se canceló deuda con BAC International Bank y Metrobank). Al mismo tiempo, la porción no corriente de préstamos comerciales a largo plazo se redujo en US\$10.2 millones por la amortización de facilidades con el Banco Nacional de Panamá y Banco General, disminución que fue parcialmente compensada con nuevas emisiones de bonos corporativos (en 2021 se emitieron bonos por US\$15.4 millones y se redimieron US\$8.0 millones). 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 se mantiene como el principal componente con un 56.38%, incrementando su participación con respecto al cierre del año anterior, producto de las utilidades del periodo, que compensaron los dividendos declarados por US\$2.7 millones. Es relevante mencionar que al corte evaluado, los resultados acumulados representan gran parte del patrimonio total. En este sentido es importante comentar 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. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, el apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) mostró una disminución importante a 6.29x desde 11.68x, lo cual se explica por un efecto de menor deuda financiera y mayor generación de EBITDA, en línea con la recuperación de los ingresos por ventas.

Al 31 de marzo de 2022, los pasivos mantuvieron la tendencia decreciente, disminuyendo 2.53% con respecto al cierre de 2021, explicado principalmente por la reducción de la deuda financiera a corto plazo (asociado al repago de VCN's) y de largo plazo (cancelación de préstamos con Banco General por US\$6.5 millones). Esta reducción fue parcialmente compensada con emisiones de bonos corporativos y el incremento de los pasivos generados por los dividendos por pagar. En relación a esto último, en el primer trimestre del año en curso se declararon dividendos por US\$4.5 millones, lo cual, sumado a las utilidades generadas, causó que el patrimonio se contrajera en 1.77% en el trimestre. En cuanto a los indicadores, la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA) se redujo al ubicarse en 5.96x a marzo de 2022, mejorando con respecto a diciembre de 2021 por la amortización de deuda financiera, mientras que la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) se mantuvo estable. Cabe indicar que, la Compañía continúa cumpliendo holgadamente con el resguardo de Deuda Financiera/Patrimonio establecido en los programas de Bonos Corporativos (no mayor a 2x) situándose en 0.58x, según información enviada por la Compañía.

Gráfico 3

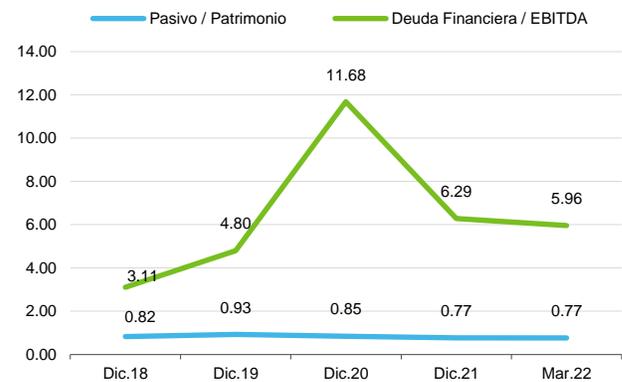
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia

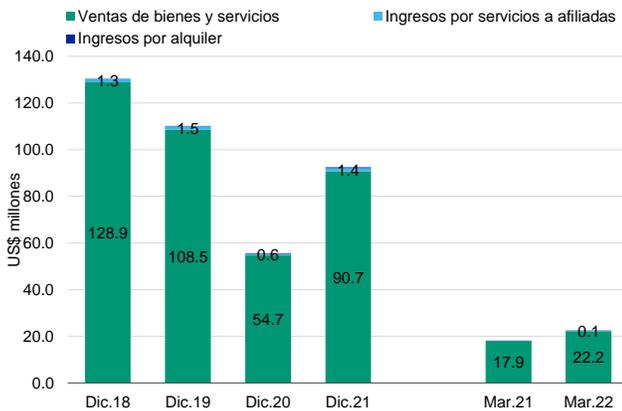
IMPORTANTE RECUPERACIÓN EN INGRESOS Y UTILIDADES, SIN EMBARGO AÚN POR DEBAJO DE LOS NIVELES PRE PANDEMIA. LOS MARGENES VIENEN SIENDO PRESIONADOS POR EL INCREMENTO DE LOS COSTOS DE MATERIALES, SALARIOS Y COMPETENCIA. Al 31 de diciembre de 2021, el total de ingresos de SUCASA creció 66.18% interanual, impulsados principalmente por mayores ingresos por ventas de viviendas (+67.74%) y en menor medida por los ingresos provenientes de la actividad hotelera (+12.36%). Es importante comentar que el número de viviendas vendidas se incrementó 50.89% interanual (a 1,103 desde 731), mientras que el precio promedio lo hizo en 11.05% en el mismo período, luego de que las ventas se contrajeran considerablemente en 2019 por la afectación del empleo en el país a causa de la crisis sanitaria. Se debe comentar que los ingresos a diciembre de 2021 se situaron a un 83.82% de los ingresos totales pre pandemia. A pesar de una mejora en el resultado bruto por el mayor dinamismo en ventas, el margen bruto se vio presionado, ajustándose a 27.67%, desde 32.25% al cierre de 2020, en parte por el incremento en los costos laborales y de los materiales de construcción. Por otro lado, los gastos de venta, generales y administrativos mostraron un aumento interanual de 7.10% por mayores gastos de personal, reparaciones y mantenimiento, entre otros. Sin embargo, a pesar del incremento en los gastos, tanto el resultado operativo como el margen operativo mostraron una evolución favorable. En cuanto a los gastos financieros, estos mostraron un crecimiento interanual de 23.06%, dado que, a partir de abril de 2021, se registraron como intereses bancarios aquellos correspondientes al proyecto Sabana Tower, por la culminación de la construcción (en 2020 se capitalizaron); sin embargo, cabe mencionar que a diciembre de 2021 los intereses pagados disminuyeron a US\$4.6 millones, desde US\$5.1 millones en 2020. Por todo lo antes indicado, las utilidades netas se incrementaron a US\$8.4 millones, muy por encima de los US\$2.5 millones al mismo corte del año anterior. Como consecuencia, el retorno sobre el patrimonio promedio (ROAE) creció a 5.45%, desde 1.66%, mientras que el retorno sobre los activos promedio (ROAA) pasa a 3.01%, desde 0.88% en 2020. Es importante comentar que, al cierre del 2021, el segmento de venta de viviendas mostró

utilidades netas por US\$11.0 millones, muy por encima de los US\$6.6 millones un año atrás, mientras que el segmento de Hoteles reportó menores pérdidas netas (-US\$2.7 millones en 2021 vs. -US\$4.1 millones en 2020).

Al primer trimestre de 2022, a pesar de que los ingresos totales mostraron un crecimiento de 24.43% interanual, las utilidades netas de SUCASA se situaron 11.36% por debajo del mismo periodo del año anterior, atribuido principalmente a mayores costos de ventas (+28.32%) por un efecto de mayores costos laborales, incremento el costo de los materiales de construcción, además de la tendencia que presión de precios por la oferta inmobiliaria y desaceleración económica, mientras que los gastos fueron 33.64% mayores, principalmente por crecimiento de los gastos de personal. Es importante mencionar que los ingresos y utilidad a marzo de 2022 aún se situaron por debajo de los niveles pre pandemia.

Gráfico 5

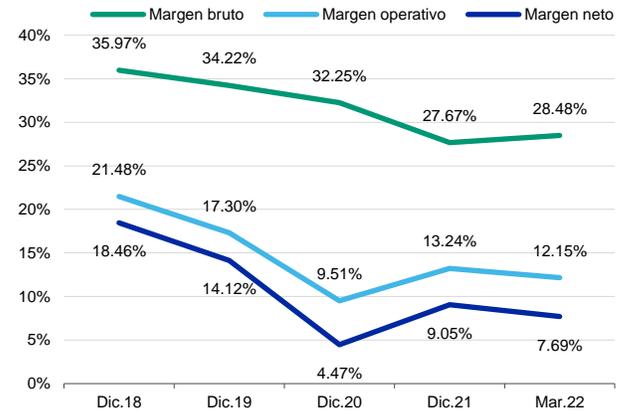
## Evolución de los Ingresos por Rubro



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

## Evolución de los Márgenes



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

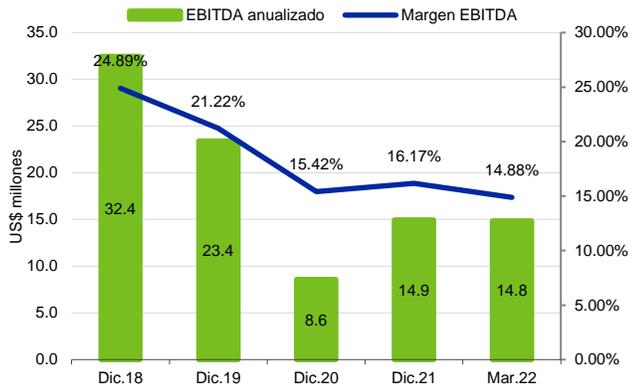
## Generación y Capacidad de Pago

### COBERTURAS DE INTERESES Y DE SERVICIO DE DEUDA MEJORAN EN LÍNEA CON EL MAYOR EBITDA Y FCO

Al 31 de diciembre de 2021, la generación de EBITDA en términos absolutos mostró una evolución positiva importante, creciendo 74.17% respecto al 2020, mientras que, en términos relativos mostró una ligera mejora a 16.17%, desde 15.42%, como resultado de la recuperación de los ingresos. Lo anterior incidió positivamente en los indicadores de cobertura de servicio de deuda con EBITDA, al situarse en 1.34x, desde 0.83x del ejercicio anterior. Misma tendencia mantuvo el FCO (+77.65%) por la reducción en los inventarios por la entrega de viviendas y los cobros de cuentas de clientes. De esta forma, el indicador de cobertura sobre servicio de deuda con FCO refleja una mejora al pasar a 2.75x, desde 1.72x reportado para el 2020, lo cual refleja la capacidad de la Compañía para cumplir con sus obligaciones. Debe señalarse 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, la cobertura con el EBITDA se situaría en 0.41x (0.23x a diciembre de 2020), mientras que la cobertura con el FCO se situaría en 0.96x (0.58x en 2020).

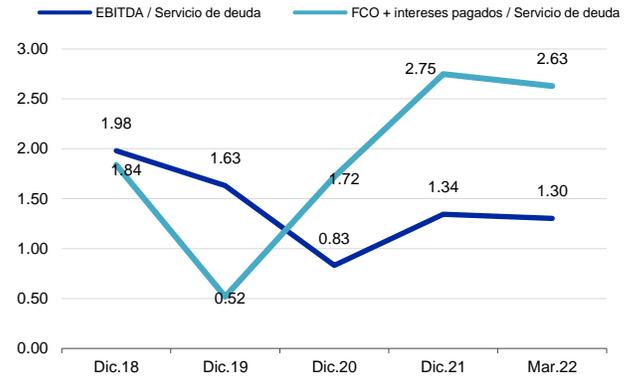
Para el primer trimestre del año en curso, el EBITDA y el FCO del período mostraron un ajuste; siendo que la generación de EBITDA se redujo un 2.54% con respecto a lo reportado para el primer trimestre del año anterior, sin embargo, en términos anualizados incrementa 62.54% impactado positivamente por los resultados del 2021, por lo que las coberturas de servicio de deuda y gastos financieros con EBITDA anualizado se mantuvieron por encima de 1x. Al mismo tiempo, el FCO del período se ajustó en 12.95% con respecto al mismo trimestre del año 2021, pero de manera anualizada incrementa en 28.31%. En vista de lo anterior, las coberturas del Servicio de Deuda con el FCO anualizado mejoraron respecto a lo exhibido el año anterior. De incorporar los VCN's en el cálculo de las coberturas, los ratios se ubican en 0.43x con el EBITDA LTM y 0.98x con el FCO LTM, respectivamente.

Gráfico 7  
Evolución del EBITDA 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-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>271,572</b>	<b>277,400</b>	<b>273,318</b>	<b>280,063</b>	<b>288,314</b>	<b>267,784</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	10,304	8,370	8,038	6,419	6,392	2,280
Cuentas por Cobrar, Netas	3,364	7,345	3,346	7,371	11,240	12,326
Inventario	93,256	95,487	104,093	106,796	117,276	98,746
Gastos Pagados por Adelantado	1,693	1,444	2,508	1,418	2,003	1,639
Activo Corriente	<b>108,726</b>	<b>112,909</b>	<b>118,100</b>	<b>122,163</b>	<b>138,112</b>	<b>114,991</b>
Propiedades de Inversión, neto	76,605	77,209	81,052	81,052	76,838	77,429
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	22,356	22,802	23,625	24,386	26,533	28,931
Cuentas por Cobras a Compañías Afiliadas	45,259	45,927	47,647	47,598	42,281	44,168
Activo No Corriente	<b>162,846</b>	<b>164,490</b>	<b>155,218</b>	<b>156,810</b>	<b>150,202</b>	<b>267,784</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>117,948</b>	<b>121,004</b>	<b>123,336</b>	<b>128,241</b>	<b>138,975</b>	<b>121,009</b>
Obligaciones Financieras	23,280	25,830	28,555	29,055	46,818	34,924
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	947	947	947	1,645
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	0	0	0	0	1,101	1,607
Bonos por Pagar	8,142	8,267	7,801	7,817	11,058	11,882
Cuentas por Pagar	3,112	2,710	2,680	2,342	3,413	2,949
Cuentas por Pagar a Compañías Afiliadas	9,639	9,691	9,287	14,170	9,579	6,326
Pasivo Corriente	<b>62,191</b>	<b>62,694</b>	<b>63,522</b>	<b>66,746</b>	<b>86,794</b>	<b>68,882</b>
Obligaciones Financieras	5,207	11,903	21,869	22,105	20,602	13,980
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	0	0	0	0	829	951
Bonos por Pagar	48,332	44,112	34,722	36,650	28,110	37,197
Pasivo No Corriente	<b>55,757</b>	<b>58,310</b>	<b>59,813</b>	<b>61,495</b>	<b>52,180</b>	<b>52,127</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>153,624</b>	<b>156,396</b>	<b>149,983</b>	<b>150,733</b>	<b>149,339</b>	<b>146,775</b>
Capital Social	877	877	877	877	877	877
Resultados Acumulados	154,370	157,141	149,638	151,478	148,995	146,431

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>Ingresos</b>	<b>22,477</b>	<b>92,382</b>	<b>18,064</b>	<b>55,590</b>	<b>110,211</b>	<b>130,333</b>
Costos de Ventas	(16,075)	(66,822)	(12,527)	(37,663)	(72,497)	(83,446)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>6,402</b>	<b>25,560</b>	<b>55,367</b>	<b>17,927</b>	<b>37,713</b>	<b>46,886</b>
Gastos Generales y Administrativos	(3,856)	(13,642)	(2,886)	(12,738)	(18,951)	(18,899)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>2,730</b>	<b>12,227</b>	<b>2,655</b>	<b>5,285</b>	<b>19,067</b>	<b>28,406</b>
Gastos Financieros	(390)	(1,898)	(382)	(1,543)	(1,223)	(1,458)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,729</b>	<b>8,363</b>	<b>1,950</b>	<b>2,483</b>	<b>15,564</b>	<b>24,060</b>

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

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.77x	0.77x	0.82x	0.85x	0.93x	0.82x
Deuda Financiera / Pasivo	0.75x	0.78x	0.79x	0.78x	0.81x	0.84x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.58x	0.60x	0.65x	0.66x	0.75x	0.70x
Pasivo / Activo	0.43x	0.44x	0.45x	0.46x	0.48x	0.45x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.53x	0.52x	0.52x	0.52x	0.62x	0.57x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.47x	0.48x	0.48x	0.48x	0.38x	0.43x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.96x	6.29x	10.64x	11.68x	4.80x	3.15x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.75x	1.80x	1.86x	1.83x	1.59x	1.67x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.22x	0.25x	0.18x	0.21x	0.22x	0.21x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.17x	0.16x	0.13x	0.10x	0.07x	0.03x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	46,535	50,215	54,578	55,417	51,317	46,109
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	16.34%	14.43%	15.95%	22.74%	16.92%	14.49%
Gastos Financieros / Ingresos	1.88%	2.16%	2.21%	2.95%	1.36%	1.33%
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	514	523	766	1,038	548	414
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	28.48%	27.67%	30.65%	32.25%	34.22%	35.97%
Margen Operativo	12.15%	13.24%	14.70%	9.51%	17.30%	21.48%
Margen Neto	7.69%	9.05%	10.80%	4.47%	14.12%	18.46%
ROAA (LTM)	2.99%	3.01%	1.07%	0.88%	5.60%	8.89%
ROAE (LTM)	5.36%	5.45%	2.02%	1.66%	10.51%	17.22%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	8,534	33,291	9,803	18,739	4,403	32,125
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	9,556	37,848	11,029	23,806	9,374	37,302
FCO + Intereses pagados anualizado (US\$ Miles)	36,376	37,848	30,315	23,806	9,374	37,302
EBITDA (US\$ Miles)	3,345	14,934	3,432	8,574	23,381	32,855
EBITDA LTM (US\$ Miles)	14,847	14,934	9,134	8,574	23,381	32,855
Margen EBITDA	14.88%	16.17%	19.00%	15.42%	21.22%	25.21%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	7.79x	7.87x	7.58x	5.56x	19.12x	22.53x
EBITDA / (GF + PCDLP) (LTM)	1.30x	1.34x	0.91x	0.83x	1.63x	1.98x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.43x	0.41x	0.25x	0.23x	0.43x	0.68x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (LTM)	8.35x	8.30x	5.66x	4.70x	1.89x	7.21x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (LTM)	2.63x	2.75x	2.13x	1.73x	0.52x	1.84x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (LTM)	0.98x	0.96x	0.75x	0.58x	0.16x	0.72x

\*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 30.09.21) *	Calificación Actual (con información al 31.12.21 y 31.03.22)	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 17 de febrero de 2022.

## Anexo II

## Detalle de los Instrumentos Calificados

## Programa de Bonos Corporativos Rotativos

Programa	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
Resolución	SMV270-06	CNV495-10	SMV277-12
Monto máximo por emisión:	US\$12.0 millones	US\$20.0 millones	US\$45.0 millones
Saldo al 31.03.22:	US\$9.8 millones	US\$11.1 millones	US\$34.1 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 2018, 2019, 2020 y 2021, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2021 y 2022 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.

© 2022 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, DIFUNDIDA, 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. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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