

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

Sesión de Comité:  
30 de enero de 2020

**Actualización**

**CALIFICACIÓN\***

**UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS**

Domicilio	Panamá
Emisor	A.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)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Panamá +507 214 3790

# Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

**Resumen**

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. ratifica la categoría A.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo).

La calificación otorgada se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Grupo, el mismo que participa en diversos sectores de la economía panameña, principalmente en construcción y venta de viviendas a personas de ingresos medios y bajos a través de su subsidiaria Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (en adelante, SUCASA), una de las principales empresas de este sector. Asimismo, se considera la experiencia de sus Directores y equipo gerencial en el rubro de construcción y venta de viviendas. Igualmente, la calificación incorpora la diversificación de fuentes de fondeo que posee, siendo un importante participante del mercado de capitales panameño mediante la colocación de Valores Comerciales Negociables (VCNs) y Bonos Corporativos a través de su subsidiaria SUCASA.

A pesar de lo anterior, la calificación de riesgo asignada se encuentra limitada por la correlación existente entre el nivel de ventas de viviendas (principal negocio del Grupo) y la economía panameña, aunado a factores externos que han venido afectando la entrega de viviendas (retrasos en los permisos de ocupación, mayores exigencias bancarias, entre otros). Lo anterior incide negativamente en el desempeño financiero de UNESA, principalmente en el nivel de generación medido a través del Flujo de Caja Operativo (FCO) y del EBITDA consolidado de los últimos doce meses, producto de la desaceleración en la actividad del negocio de viviendas. Lo anterior propició a que la cobertura del FCO sobre el servicio de deuda se ubique por debajo de una vez y a que el nivel de endeudamiento financiero (Deuda Financiera/EBITDA) se incremente a 3.85 veces. Por otro lado, se pondera de forma desfavorable, el riesgo de refinanciación que existe en los VCNs emitidos por SUCASA, toda vez que, de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto del EBITDA como del FCO, los niveles serían insuficientes.

Moody's Local continuará monitoreando de la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones del Emisor, comunicando oportunamente al mercado cualquier modificación al respecto.

### Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial, de la mano de un indicador de Palanca Contable que se ubique dentro de rangos adecuados.
- » Mejora en los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda incluyendo los VCNs, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, acompañado de un menor apalancamiento.

### Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Deterioro pronunciado en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- » Aumento pronunciado de la Palanca Contable producto de una política activa de reparto de dividendos.
- » Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez.
- » Incumplimiento de alguno de los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos calificados asociados a UNESA.
- » Desaceleración de la economía panameña y/o cambios en la regulación que impacten en el crecimiento del negocio de SUCASA y consecuentemente afecte sus indicadores de rentabilidad.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

### Indicadores Clave

Tabla 1

#### UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (US\$/Miles)	456,919	428,219	427,529	372,506	351,970
Ingresos (US\$/Miles)	100,738	158,629	128,544	153,364	136,431
EBITDA (US\$/Miles)	31,137	37,332	33,493	41,970	34,354
Deuda Financiera / EBITDA	3.85x	2.78x	3.77x	3.09x	3.95x
EBITDA / Gastos Financieros	14.31x	15.09x	13.20x	16.59x	13.92x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	0.80x	1.98x	0.80x	1.31x	0.56x

Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

### Generalidades

#### Perfil de la Compañía

Unión Nacional de Empresas, S.A., es un grupo empresarial con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 50 años de existencia. La actividad más importante que realiza el Grupo es la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo, actividad que es desarrollada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (en adelante, SUCASA). El Grupo integra varias unidades de negocios adicionales, pertenecientes a las siguientes industrias: hotelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. El Grupo mantiene prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas. Por otro lado, es importante mencionar los avances en materia de Gobierno Corporativo, lo que implicó el ingreso de un director independiente, y actualmente se ha puesto en ejecución el plan de reformas y correcciones para alcanzar mejoras en este sentido.

#### Desarrollos Recientes

En octubre de 2019, UNESA comunicó la recompra de acciones comunes tipo A y B del capital social de UNESA hasta por un monto de US\$5 millones, para lo cual existen ciertos parámetros básicos: i) solo podrá recomprarse hasta US\$200 mil durante un mes calendario, ii) las compras se harán a través de la BVP, iii) serán a opción de UNESA y estarán sujetas a las condiciones del mercado, entre otros. Existen 5,153,412 acciones tipo A y 480,000 tipo B.

## Análisis Financiero de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

### Activos y Liquidez

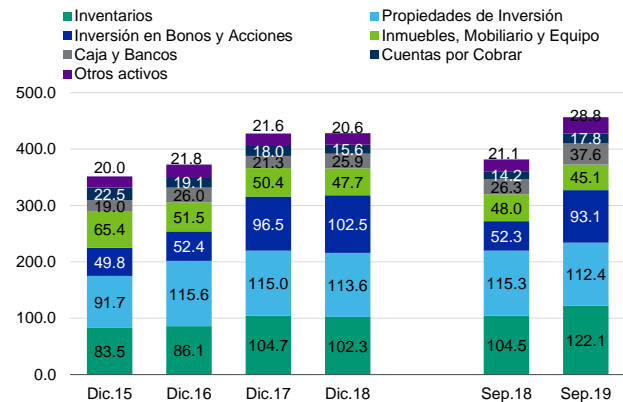
#### AUMENTO EN ACTIVOS CORRIENTES FORTALECE SU POSICIÓN DE LIQUIDEZ

Al 30 de septiembre de 2019, los activos del Grupo mostraron un crecimiento de 19.69%, en línea con los mayores inventarios (+16.79%), los cuales recogen el aumento en las construcciones en proceso en proyectos existentes, así como de nuevos proyectos. Asimismo, se observa un mayor nivel de saldos en la caja y bancos producto de efectivo por US\$13.8 millones producto de la venta de las acciones del Grupo Centenario de Inversiones, S.A., lo cual explica igualmente la reducción en la inversión en Bonos y Acciones con respecto a diciembre de 2018; no obstante, al compararla con septiembre de 2018 el cambio recoge principalmente la revaluación de acciones producto de la implementación de la NIIF 9. En línea con lo anterior, la porción circulante del activo crece en 22.10%, logrando mejorar la posición de liquidez del Grupo.

Por su naturaleza, el 60.57% de los activos del Grupo se concentran partidas no corrientes compuestas principalmente por propiedades de inversión, las cuales disminuyen interanualmente en 2.56% debido a reclasificaciones del periodo, dando como resultado un retroceso en su participación dentro de los activos a 24.59% de 30.20% en el mismo periodo del año anterior. Adicionalmente, durante el periodo analizado se implementó la NIIF 16 de arrendamientos, con lo cual UNESA reconoció en el activo US\$7.0 millones de derecho al uso de propiedades arrendadas a largo plazo. Otro activo de relevancia son las inversiones en acciones, la cual comprende principalmente las acciones de la Empresa General de Inversiones (US\$86.3 millones), la cual es una empresa relacionada. Estas inversiones se mantienen a valor razonable con cambios en otros resultados integrales, dada la intención de mantenerlas hasta su vencimiento. El Grupo también podría utilizar dichas inversiones como colateral para acceder a créditos ante un escenario de estrés.

Gráfico 1

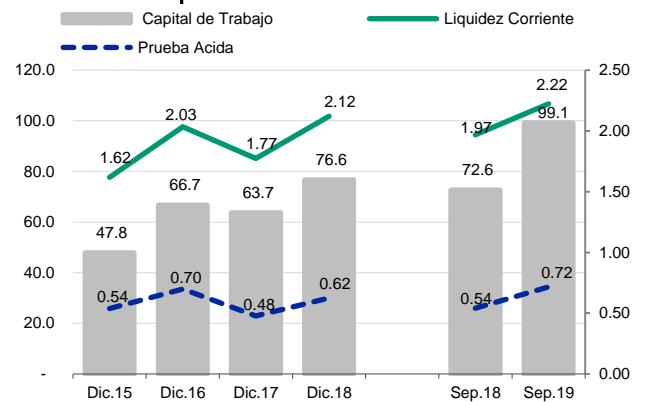
#### Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 2

#### Indicadores de liquidez



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

### Estructura Financiera y Solvencia

#### BAJO ENDEUDAMIENTO CONTABLE PESE AL INCREMENTO EN LA DEUDA FINANCIERA

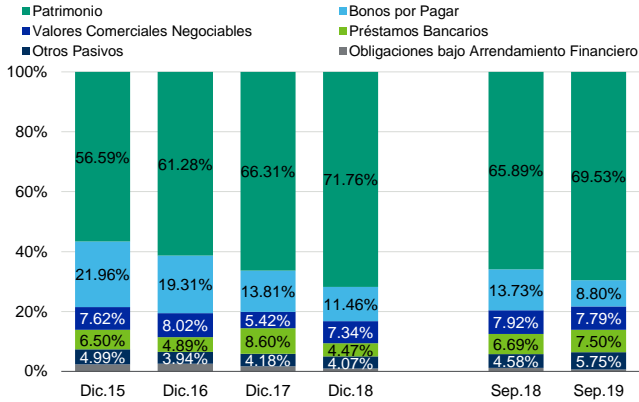
Los pasivos de UNESA incrementan en 6.86% con respecto a lo reportado en septiembre de 2018, principalmente por el registro del pasivo de arrendamiento por US\$7.1 millones. En tanto, la deuda financiera incorpora principalmente las obligaciones por pagar (préstamos bancarios y VCN's), las cuales aumentaron a US\$69.9 millones desde US\$55.9 millones registrados en el periodo anterior; contrarrestando la reducción de US\$12.2 millones de los bonos por pagar y de US\$1.7 millones de las obligaciones bajo arrendamiento financiero. El comportamiento de los bonos se encuentra explicado por la baja inversión en terrenos y activos fijos, en tanto el financiamiento de corto plazo (préstamos bancarios y VCN's) es utilizado para financiar las construcciones en proceso. Cabe mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos de SUCASA cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA. Moody's Local PA califica el Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos de SUCASA, asignando una calificación A+, así como también los Programas de Valores Comerciales Negociables, los mismos que ostentan una categoría EQL 2+ pa.

En lo que respecta al patrimonio neto, el mismo aumenta 26.34% entre periodos interanuales producto de la retención parcial de las utilidades, así como el registro de otro resultado integral del año por US\$4.1 millones producto de la revalorización de inversiones. El Grupo reporta para el periodo un pago de dividendos de US\$7.8 millones lo cual representa el 28.46% de la utilidad del cierre fiscal. El patrimonio consolidado de UNESA financia el 69.53% de los activos al corte de análisis, lo cual a su vez le permite registrar un bajo apalancamiento contable (Pasivo / Patrimonio) de 0.44x, mientras que la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) incrementa a 3.85x en septiembre de 2019 de 3.42x en septiembre de 2018, derivado de la menor generación de EBITDA así como por el incremento

en la deuda financiera. Es importante mencionar que el patrimonio se encuentra conformado principalmente por utilidades retenidas, lo que sensibiliza los niveles de capitalización al pago de dividendos; no obstante, este pago no puede superar el 40% de las utilidades, tal y como lo establecen los resguardos financieros.

Gráfico 3

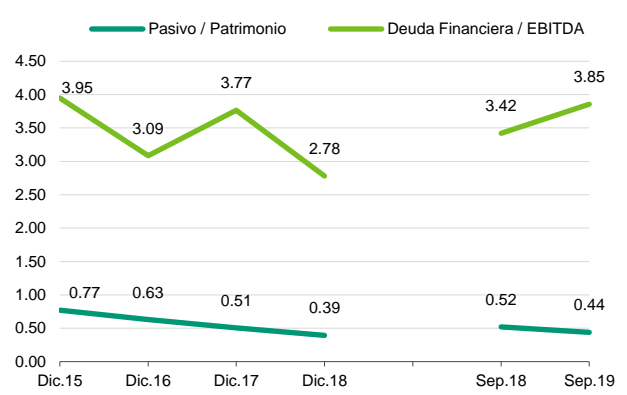
**Evolución de la Estructura de Fondo**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

**Evolución de los Indicadores de Endeudamiento**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

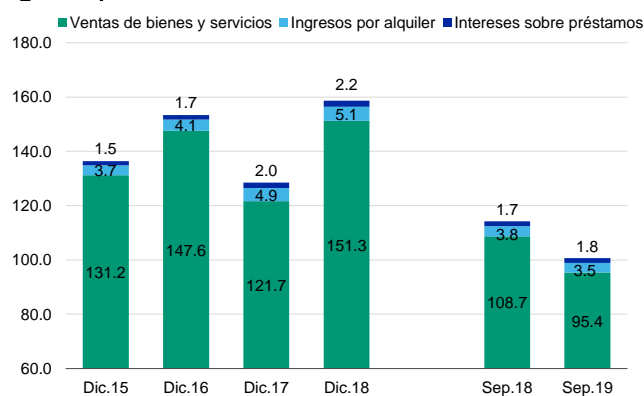
**Rentabilidad y Eficiencia**

**MARGENES DECRECIENTES AFECTAN LA RENTABILIDAD PROMEDIO DE ACTIVOS Y PATRIMONIO**

Al 30 de septiembre de 2019, los ingresos consolidados presentan una reducción interanual de 11.80% derivado de las menores ventas de bienes y servicios (-12.26%), principalmente en venta de viviendas producto de: a) la desaceleración económica; c) atrasos en el proceso de obtención de los permisos de ocupación que repercuten en la entrega de las viviendas; d) retrasos y cambios en el proceso para la aprobación y desembolso de los préstamos por parte de los bancos. Por otro lado, los costos de ventas si bien disminuyen 10.10%, no fueron suficientes para contener la caída en el margen bruto, el cual pasa a 34.29% de 35.45% en los periodos revisados. En lo que respecta a la carga operativa, se observa una leve reducción en los gastos generales y administrativos (-0.79%). Por otro lado, los gastos financieros disminuyen en 15.44%, a pesar del incremento de la deuda financiera, esto en parte está asociado al mayor volumen en deuda de corto plazo cuyas tasas de intereses son menores. Todo lo antes mencionado dio como resultado una utilidad neta menor (-25.16%) a la registrada 12 meses antes, impactando negativamente la rentabilidad promedio anualizada sobre activos (ROAA) y sobre el patrimonio (ROAE) a 5.41% y 7.98%, respectivamente.

Gráfico 5

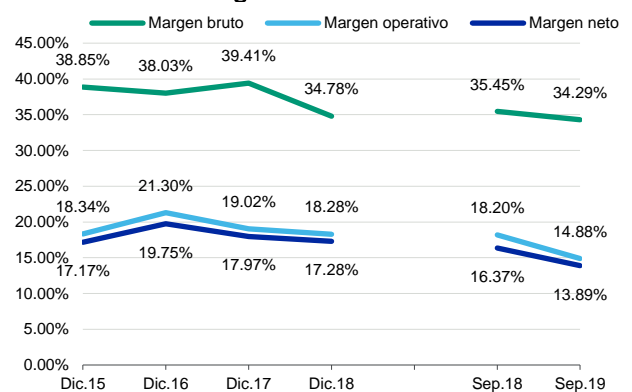
**Ingresos por Rubro**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

**Evolución de los Márgenes**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

**Generación y Capacidad de Pago**

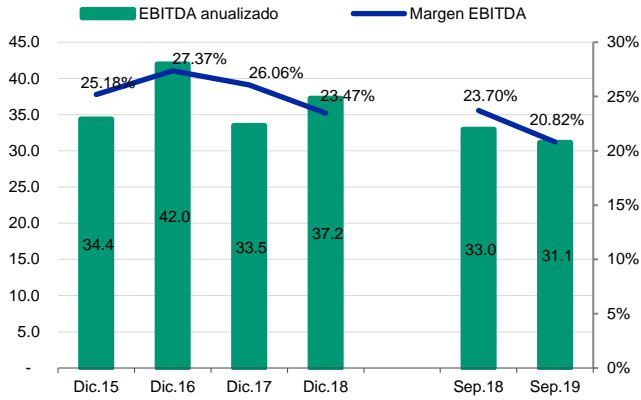
**FLUJO DE CAJA OPERATIVO IMPACTADO POR LA MENOR ACTIVIDAD DEL NEGOCIO, CONLLEVANDO A MENORES COBERTURAS**

Con respecto a la generación consolidada de UNESA, a pesar del menor EBITDA reportado para el periodo en análisis el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (Parte corriente de la deuda de largo plazo + Gastos financieros LTM) mejora entre periodos interanuales al situarse en 1.97 veces (1.77 veces a septiembre de 2018). Al incorporar los VCNs, la cobertura disminuye a 0.61 veces. Por su parte, el

Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo fue negativo (-US\$2.1 millones); no obstante, al ser anualizado el mismo totalizó US\$9.8 millones. En vista de lo anterior, el FCO reduce su cobertura sobre el servicio de deuda a 0.80 veces y de incluir los VCNs, la cobertura se ajustaría hasta situarse en 0.29 veces, lo cual evidencia la necesidad de refinanciar los mismos a su vencimiento.

Gráfico 7

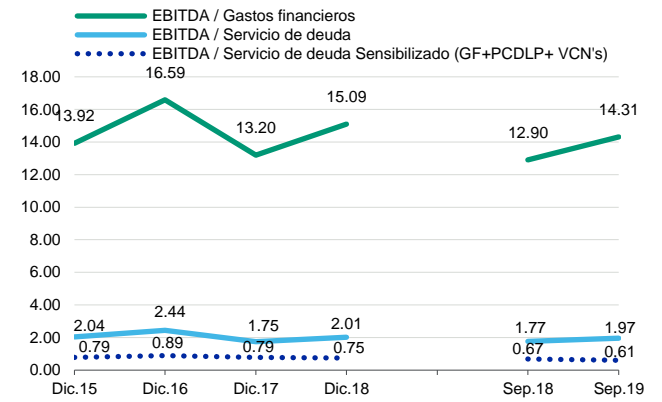
**Evolución del EBITDA y Margen EBITDA**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 8

**Evolución de los Indicadores de Cobertura**



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local PA

## UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>456,919</b>	<b>428,219</b>	<b>381,758</b>	<b>427,529</b>	<b>372,506</b>	<b>351,970</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	37,598	25,891	26,280	21,276	25,983	19,039
Cuentas por Cobrar, Netas	17,830	15,600	14,173	17,957	19,086	22,539
Inventario	122,099	102,342	105,542	104,704	86,104	83,475
<b>Activo Corriente</b>	<b>180,142</b>	<b>145,004</b>	<b>147,533</b>	<b>145,866</b>	<b>131,172</b>	<b>125,053</b>
Propiedades de Inversión	112,352	113,628	115,300	115,025	115,591	91,717
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	45,139	47,688	18,029	50,435	51,527	65,422
Otras cuentas por cobrar	13,539	11,828	11,787	10,095	9,026	8,154
Inversión en Bonos y Acciones	93,062	102,503	52,320	96,487	52,440	49,815
<b>Activo No Corriente</b>	<b>276,777</b>	<b>283,215</b>	<b>234,225</b>	<b>281,663</b>	<b>241,334</b>	<b>226,917</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>139,241</b>	<b>120,931</b>	<b>130,307</b>	<b>144,043</b>	<b>144,218</b>	<b>153,196</b>
Obligaciones Financieras	48,131	34,924	41,344	47,679	35,157	45,410
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	1,645	1,645	1,645	935	665	1,242
Bonos por Pagar	9,742	11,882	11,481	11,450	9,923	9,647
Cuentas por pagar	10,536	8,878	9,506	10,086	6,540	9,907
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>81,018</b>	<b>68,378</b>	<b>74,943</b>	<b>82,214</b>	<b>64,497</b>	<b>77,287</b>
Obligaciones Financieras	20,111	13,980	12,891	11,324	12,291	3,681
Bonos por Pagar	30,470	37,197	40,929	47,600	61,996	67,476
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>58,223</b>	<b>52,552</b>	<b>55,364</b>	<b>61,828</b>	<b>79,721</b>	<b>75,910</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>317,678</b>	<b>307,288</b>	<b>251,451</b>	<b>283,486</b>	<b>228,289</b>	<b>198,774</b>
Capital Social	26,578	26,437	26,334	26,246	18,079	6,015
Utilidades no Distribuidas	207,521	194,088	188,391	176,143	165,000	143,656

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos por Ventas	100,738	158,629	114,214	128,544	153,364	136,431
Costos Operativos	(66,192)	(103,453)	(73,721)	(77,883)	(95,043)	(83,427)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>35,546</b>	<b>55,177</b>	<b>40,493</b>	<b>50,661</b>	<b>58,322</b>	<b>53,004</b>
Gastos Generales y Administrativos	(19,552)	(26,001)	(19,708)	(25,998)	(25,659)	(27,981)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>14,994</b>	<b>29,005</b>	<b>20,785</b>	<b>24,454</b>	<b>32,663</b>	<b>25,023</b>
Dividendos Ganados	1,978	3,490	1,732	2,865	2,630	2,406
Gastos Financieros	(1,595)	(2,467)	(1,886)	(2,538)	(2,530)	(2,468)
<b>Utilidad Antes del Impuesto a la Renta</b>	<b>15,703</b>	<b>30,456</b>	<b>20,875</b>	<b>25,781</b>	<b>33,406</b>	<b>25,292</b>
Impuesto a la Renta, Neto	(1,708)	(3,047)	(2,174)	(2,683)	(3,121)	(1,873)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>13,994</b>	<b>27,409</b>	<b>18,700</b>	<b>23,099</b>	<b>30,285</b>	<b>23,419</b>

## UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.44x	0.39x	0.52x	0.51x	0.63x	0.77x
Deuda Financiera / Pasivo	0.86x	0.86x	0.87x	0.88x	0.90x	0.89x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.38x	0.34x	0.45x	0.45x	0.57x	0.68x
Pasivo / Activo	0.30x	0.28x	0.34x	0.34x	0.39x	0.44x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.58x	0.57x	0.58x	0.57x	0.45x	0.50x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.42x	0.43x	0.42x	0.43x	0.55x	0.50x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	3.85x	2.78x	3.42x	3.77x	3.09x	3.95x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.22x	2.12x	1.97x	1.77x	2.03x	1.62x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.72x	0.62x	0.54x	0.48x	0.70x	0.54x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.46x	0.38x	0.35x	0.26x	0.40x	0.25x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	99,124	76,625	72,591	63,652	66,676	47,767
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	19.41%	16.50%	17.26%	20.39%	16.73%	20.51%
Gastos Financieros / Ingresos	1.08%	1.48%	1.61%	1.94%	1.50%	1.65%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	43	38	36	52	49	59
Ciclo de Conversión	474	365	370	462	340	370
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	34.29%	34.78%	35.45%	39.41%	38.03%	38.85%
Margen Operativo	14.88%	18.28%	18.20%	19.02%	21.30%	18.34%
Margen Neto	13.89%	17.28%	16.37%	17.97%	19.75%	17.17%
ROAA (*)	5.41%	6.41%	5.85%	5.77%	8.36%	6.98%
ROAE (*)	7.98%	9.28%	9.05%	9.03%	14.18%	12.47%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	(2,137)	38,220	26,268	12,138	21,270	5,330
FCO anualizado (US\$ Miles)	9,814	38,220	21,387	12,138	21,270	5,330
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	2,190	44,767	31,203	17,758	27,749	11,563
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	15,754	44,767	27,132	17,758	27,749	11,563
EBITDA (US\$ Miles)	20,970	37,232	27,065	33,493	41,970	34,354
EBITDA LTM (US\$ Miles)	31,137	37,232	32,979	33,493	41,970	34,354
Margen EBITDA	20.82%	23.47%	23.70%	26.06%	27.37%	25.18%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	14.31x	15.09x	12.90x	13.20x	16.59x	13.92x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	1.97x	2.01x	1.77x	1.75x	2.44x	2.04x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (*)	0.61x	0.75x	0.67x	0.79x	0.89x	0.79x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	2.65x	6.84x	4.72x	3.16x	4.28x	1.86x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	0.80x	1.98x	1.24x	0.80x	1.31x	0.56x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	0.29x	0.83x	0.52x	0.39x	0.54x	0.24x

\*Indicadores anualizados

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

## Anexo I

### Historia de Calificación

#### Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Anterior (con información al 31.03.19)*	Calificación Actual (con información al 30.09.19)	Definición de Categoría Actual
Entidad	A.pa	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar del 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.

\*Sesión de Comité del 1 de agosto de 2019



## Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros no Auditados al 30 de septiembre de 2018 y 2019 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias. Moody's Local PA 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 PA 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.

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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