

INFORME DE
CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
27 de febrero de 2023

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.

Leyla Krmelj
Ratings Manager
Leyla.Krmelj@moodys.com

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

Fernando Cáceres
AVP Analyst
Fernando.Caceres@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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

Resumen

Moody's Local afirma la calificación A-.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo).

La calificación asignada considera la trayectoria y fortaleza operativa del Grupo, siendo un importante participante 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 SUCASA, una de las principales empresas de este sector. Asimismo, se sustenta en la experiencia del Directorio y Plana Gerencial en el rubro de construcción y venta de viviendas, y el respaldo de los accionistas con el Grupo.

Del mismo modo, la calificación considera las alternativas de liquidez con la que cuenta el Grupo para hacerle frente a sus obligaciones, las cuales incluyen saldos importantes en Depósitos a Plazo Fijo, así como inversiones en instrumentos de renta variable que podrían servir como colateral para acceder a financiamiento de así requerirlo. Lo anterior se complementa con las distintas fuentes de financiamiento que poseen, siendo su subsidiaria SUCASA un importante participante del mercado de capitales panameño a través de la colocación de VCN's y Bonos Corporativos.

Adicionalmente, la calificación pondera la evolución favorable de los ingresos en los últimos periodos evaluados, lo cual se plasma en el crecimiento de los niveles de ingresos registrado al cierre del tercer trimestre de 2022; sin embargo, estos todavía se encuentra por debajo de los niveles registrados previo a la pandemia COVID-19.

Es importante mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos de SUCASA cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA.

Sin perjuicio de lo antes indicado, la calificación se encuentra limitada por los riesgos inherentes al principal sector en que se desenvuelve el Grupo (construcción y venta de viviendas) y su correlación con los ciclos económicos del país. En este sentido, se observa una presión en los costos operativos y los precios de venta de las viviendas, considerando la alta competencia en el sector inmobiliario (oferta de viviendas).

Del mismo modo la calificación considera la aún elevada Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA), a pesar de la reducción de la deuda financiera observada. En este sentido y de acuerdo a proyecciones enviadas por el Grupo, se espera que este ratio se mantenga alto en los próximos periodos.

Es importante mencionar que se mantiene el riesgo de refinanciación de los Valores Comerciales Negociables (VCN's) emitidos por su principal subsidiaria, Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (SUCASA), toda vez que de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto por parte del EBITDA anualizado como del FCO anualizado, dichos ratios registrarían valores por debajo de la unidad.

Con referencia al análisis financiero del Grupo, al 30 de septiembre de 2022, los activos totales disminuyeron en 1.81% respecto del cierre del ejercicio 2021. Ello se vio explicado principalmente por: (i) un decremento de 21.84% en efectivo y equivalente de efectivo asociado a compra de terrenos y construcción de viviendas, así como a la cancelación parcial de deuda de corto plazo; (ii) una disminución de las propiedades de inversión, principal activo del balance (25.45% de los activos totales), producto de la reclasificación de terrenos hacia inventarios dado el inicio de proyectos en el corto plazo; y (iii) una reducción de 3.43% de los Inmuebles, mobiliario y equipo, Neto por efecto de la depreciación. Las variaciones anteriores se vieron parcialmente compensadas por los siguientes factores: (i) un incremento de US\$6.1 millones en la cuenta Adelanto para compra de terrenos, debido a pagos realizados para la compra de predios para proyectos de vivienda, importe que posteriormente será reclasificado como parte de propiedades de inversión, una vez que se complete el proceso de registro de estos a nombre del Grupo; y (ii) el aumento de inventarios en 1.98% por mayores costos de construcción en proceso dado el nivel de avance de los proyectos de viviendas al tercer trimestre de 2022, así como por la incorporación de nuevos proyectos como Las Perlas y Mar Pacífico. Adicionalmente, al 30 de septiembre de 2022, los niveles de liquidez se mantuvieron adecuados para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, reportando así un ratio de liquidez corriente de 2.94x y un capital de trabajo superavitario de US\$97.5 millones.

Por el lado de los pasivos totales, al 30 de septiembre de 2022, estos se contrajeron 8.97% con respecto del cierre de 2021, explicado principalmente por la reducción neta de obligaciones financieras corrientes y no corrientes (-US\$9.8 millones), así como por la reducción de terrenos por pagar (-US\$2.4 millones) producto de la cancelación de obligaciones relacionadas a la compra de terrenos. Estas reducciones fueron parcialmente contrarrestadas por el aumento en cuentas por pagar comerciales, principalmente por pagos pendientes a los proveedores del segmento de viviendas. Por el lado del Patrimonio, este se incrementó 0.88% respecto del cierre del ejercicio 2021 a causa de las utilidades del ejercicio, a pesar de los dividendos declarados por US\$3.8 millones al cierre del tercer trimestre de 2022. Es importante mencionar que el patrimonio se encontró conformado principalmente por utilidades retenidas (72.21%), 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 de las emisiones de bonos de SUCASA, lo cual brinda cierta estabilidad a las cuentas patrimoniales. Respecto de los indicadores de solvencia, la Palanca Contable (Pasivo Total / Patrimonio) registró un valor de 0.34x, similar a los valores observados en ejercicios previos, mientras que la Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA) se incrementó a 5.25x (5.15x a diciembre de 2021) producto de la contracción registrada en el EBITDA anualizado al corte de análisis.

Respecto de los resultados del periodo, al cierre del tercer trimestre de 2022, el Grupo reportó una utilidad neta de US\$7.3 millones, la misma que significó un reducción interanual de 14.36%. Esta reducción se produjo a pesar de los mayores ingresos registrados, los cuales se incrementaron interanualmente en 3.34% impulsados principalmente por las ventas de las líneas de negocio de restaurantes y hoteles, las mismas que crecieron interanualmente en US\$2.4 millones y US\$1.8 millones respectivamente. Por otro lado, si bien los incrementos en los costos de ventas afectaron al margen bruto, este efecto no fue material respecto a septiembre de 2021, no obstante este indicador todavía se encontró por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia COVID-19. Adicionalmente, se observó una mayor presión en los gastos generales y administrativos, registrando un aumento de 16.65% con respecto a septiembre de 2021, principalmente por mayor gasto de personal. Consecuentemente, el Resultado Operativo decreció interanualmente en 21.85% pasando a registrar un valor de US\$7.4 millones (US\$9.5 millones a septiembre de 2021). Por el lado de los gastos financieros, estos disminuyeron interanualmente 31.76% producto de la cancelación de obligaciones financieras. Todo lo antes indicado, dio como resultado indicadores de rentabilidad anualizados acotados y todavía situados por debajo de los niveles pre-pandemia.

Con respecto a la evolución de los niveles de generación, medida a través del EBITDA y el FCO, ambos indicadores mostraron decrementos interanuales de 16.86% y 43.39% respectivamente; a pesar de ello, los ratios de cobertura del servicio de deuda se mantuvieron consistentemente por encima de 1.0x. No obstante, de incorporar los VCN's en el cálculo de las coberturas, los ratios se ubicarían por debajo de la unidad, tanto con el EBITDA anualizado como con el FCO anualizado, lo cual refleja el riesgo de refinanciamiento que mantiene la Compañía.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago, así como la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones de UNESA, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la percepción de riesgo del Grupo.

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-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US\$/Miles)	419,191	426,938	418,065	455,331	428,219
Ingresos (US\$/Miles)	115,206	112,547	69,126	137,317	158,629
EBITDA (US\$/Miles)	16,698	18,940	9,827	28,214	38,189
Deuda Financiera / EBITDA	5.25x	5.15x	10.59x	4.14x	2.71x
EBITDA / Gastos Financieros	8.73x	7.43x	4.25x	13.44x	15.48x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	2.53x	2.71x	1.52x	0.57x	1.98x

Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Desarrollos Recientes

El 16 de agosto de 2022, la Compañía informó que el 15 de septiembre de 2022 se pagarían dividendos a razón de B/.0.23 por acción, a los Tenedores de las acciones emitidas y en circulación del Grupo Unesa registrados hasta el 31 de marzo de 2022 (Tipo A y B).

El 17 de octubre de 2022, la Compañía informó que se encuentra en proceso de creación de la sociedad Delta Restaurant Franchise S.A. con nombre comercial Barra *Brew Pub* a fin de ampliar su oferta en la unidad de negocios de restaurantes.

El 14 de noviembre de 2022, la Compañía informó de la decisión de la Junta Directiva de otorgar dividendos ordinarios a razón de B/.0.23 por acción pagaderos el 15 de diciembre de dicho año para acciones comunes Tipo A y B.

El 17 de noviembre de 2022, la Compañía informó de la decisión de la Junta Directiva de otorgar dividendos extraordinarios a razón de B/.0.02 por acción pagaderos el 15 de diciembre que se suman a los dividendos ordinarios ya declarados.

El 2 de febrero de 2023, la Compañía informó que en reunión de Junta Directiva del 01 de febrero se aprobó declarar dividendos ordinarios para todos sus accionistas comunes tipo A y B a razón de B/0.68, pagadero trimestralmente a razón de B/0.17 por cada acción emitida y en circulación.

Respecto al entorno económico de Panamá, debe mencionarse que durante el año 2021 se dio una importante recuperación económica en el país plasmada en el crecimiento de 15.3% del Producto Interno Bruto (PIB) lo cual recogió la recuperación gradual de diversos sectores de la economía ante reaperturas progresivas y levantamiento de restricciones de movilidad y aforo. De igual manera, se estima que el crecimiento del país para el año 2022 sea de 7.2%, de acuerdo con el informe de *Credit Opinion* de fecha 1 de diciembre de 2022 publicado por *Moody's Investor Services* (MIS). Dentro de la composición del PIB, se observó que el sector construcción representó un 8.7% en el 2020 y 10% en el 2021, niveles todavía por debajo a los registrados en el 2019. De acuerdo con información del Ministerio de Economía y Finanzas, el sector habría crecido alrededor de 9% al cierre de 2022 impulsado por la recuperación de la ejecución de proyectos públicos como la extensión de la Línea 2 del Metro, avances en la Línea 3 y la construcción, ensanches y mantenimiento de obras viales. No obstante lo anterior, aun no se han recuperado los niveles de desempeño previos a la pandemia COVID-19 y se espera poder retomarlos durante el ejercicio 2023. En ese sentido las actividades de Bienes Raíces, 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.

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-22	Dic-21	Set-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
TOTAL ACTIVO	419,191	426,938	424,437	418,065	455,331	428,219
Efectivo y Depósitos en Bancos	34,773	44,491	41,370	36,159	38,796	25,891
Cuentas por Cobrar, Netas	10,694	9,585	7,733	9,982	15,909	15,600
Inventario	100,219	98,270	103,370	109,731	120,439	102,342
Activo Corriente	147,824	153,753	154,710	157,576	177,138	145,004
Propiedades de Inversión	106,665	111,968	125,433	116,313	112,155	113,628
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	38,129	39,482	39,119	41,627	44,242	47,688
Otras cuentas por cobrar	15,062	15,312	15,215	15,128	13,784	11,828
Inversión en Bonos y Acciones	80,568	80,031	78,923	76,245	95,817	102,503
Activo No Corriente	271,367	273,185	269,728	260,489	278,192	283,215
TOTAL PASIVO	106,158	116,624	119,525	120,580	135,754	120,931
Obligaciones Financieras	0	200	200	2,060	6,373	3,497
Valores Comerciales Negociables	23,080	25,630	27,630	26,995	40,445	31,427
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	947	947	947	1,645
Bonos por Pagar	6,716	8,267	8,354	7,817	11,058	11,882
Cuentas por pagar	10,579	8,968	8,956	8,977	10,296	8,878
Pasivo Corriente	50,335	55,046	54,721	55,668	79,821	68,378
Obligaciones Financieras	4,734	11,903	14,566	22,105	20,602	13,980
Bonos por Pagar	45,776	44,112	44,723	36,650	28,110	37,197
Pasivo No Corriente	55,823	61,579	64,805	64,913	55,932	52,552
TOTAL PATRIMONIO NETO	313,032	310,314	304,912	297,485	319,577	307,288
Capital Social	22,509	23,582	23,829	25,923	26,225	26,437
Utilidades no Distribuidas	226,046	222,502	217,961	210,687	209,895	194,088

Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-22	Dic-21	Set-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos por Ventas	82,378	112,547	79,719	69,126	137,317	158,629
Costos Operativos	(59,273)	(79,630)	(56,644)	(47,586)	(91,100)	(103,453)
Resultado Bruto	23,105	32,917	23,074	21,540	46,217	55,177
Gastos Generales y Administrativos	(15,955)	(19,047)	(13,678)	(17,147)	(26,172)	(26,001)
Utilidad Operativa	7,439	14,012	9,518	3,943	20,541	29,963
Dividendos Ganados	2,204	2,957	1,921	2,542	3,508	3,490
Gastos Financieros	(1,365)	(2,549)	(2,001)	(2,313)	(2,100)	(2,467)
Utilidad Neta	7,312	13,079	8,538	3,546	19,242	27,409

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-21	Dic-21	Set-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.34x	0.38x	0.39x	0.41x	0.42x	0.39x
Deuda Financiera / Pasivo	0.83x	0.84x	0.86x	0.86x	0.86x	0.86x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.28x	0.31x	0.34x	0.35x	0.37x	0.34x
Pasivo / Activo	0.25x	0.27x	0.28x	0.29x	0.30x	0.28x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.47x	0.47x	0.46x	0.46x	0.59x	0.57x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.53x	0.53x	0.54x	0.54x	0.41x	0.43x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.25x	5.15x	6.18x	10.59x	4.14x	2.78x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.94x	2.79x	2.83x	2.83x	2.22x	2.12x
Prueba Ácida ¹	0.95x	1.01x	0.94x	0.86x	0.71x	0.62x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.69x	0.81x	0.76x	0.65x	0.49x	0.38x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	97,489	98,708	99,989	101,909	97,317	76,625
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	19.02%	16.80%	17.00%	25.46%	18.70%	15.89%
Gastos Financieros / Ingresos	0.89%	1.44%	1.63%	2.06%	1.19%	1.48%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	30	31	27	67	41	38
Ciclo de Conversión	451	454	500	844	450	365
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	28.05%	29.25%	28.94%	31.16%	33.66%	34.78%
Margen Operativo	9.03%	12.45%	11.94%	5.70%	14.96%	18.89%
Margen Neto	8.88%	11.62%	10.71%	5.13%	14.01%	17.28%
ROAA (*)	2.81%	3.10%	2.40%	0.81%	4.36%	6.41%
ROAE (*)	3.84%	4.30%	3.37%	1.15%	6.14%	9.28%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	9,905	36,177	17,495	18,730	5,896	38,220
FCO LTM (US\$ Miles)	28,587	36,177	26,754	18,730	5,896	38,220
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	13,036	41,390	21,509	24,338	11,839	44,767
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	32,917	41,390	32,664	24,338	11,839	44,767
EBITDA (US\$ Miles)	11,059	18,940	13,301	9,827	28,214	38,189
EBITDA LTM (US\$ Miles)	16,698	18,940	16,654	9,827	28,214	38,189
Margen EBITDA	13.42%	16.83%	16.68%	14.22%	20.55%	24.07%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	8.73x	7.43x	6.42x	4.25x	13.44x	15.48x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	1.57x	1.50x	1.29x	0.79x	1.74x	2.06x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (*)	0.50x	0.50x	0.41x	0.25x	0.50x	0.76x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	7.60x	7.94x	5.92x	4.26x	1.99x	6.84x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	2.53x	2.71x	2.05x	1.52x	0.59x	1.98x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	0.91x	1.01x	0.74x	0.56x	0.20x	0.83x

*Indicadores anualizados

¹Prueba 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 31.12.21 y 31.03.22)*	Calificación Actual (con información al 30.09.22)	Definición de Categoría Actual
Entidad	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.

*Sesión de Comité del 27 de julio de 2022.

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 calificadoradora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de Moody's Local <https://www.moodylocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local, 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 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 30 de septiembre de 2021 y 2022 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias. 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.

© 2023 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. 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 CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APPLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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 crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

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 que 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 que 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, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos -Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

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

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

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

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