

Panamá, 25 de agosto de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación PROMED
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió de hoy 25 de agosto de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de PROMED.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
25 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*
PROMOCION MEDICA, S.A.

| | |
|--------------------|---------|
| Domicilio | Panamá |
| Bonos Corporativos | BBB-.pa |

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

CONTACTOS

Leyla Krmelj
VP Senior Credit Officer
leyla.krmelj@moodys.com

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

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Promoción Médica, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría BBB-.pa a las distintas Series de Bonos emitidas bajo los Programas de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones y US\$30.0 millones, respectivamente, de Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, Promed o la Compañía). Es de señalar que a la fecha todas las calificaciones asignadas a la Compañía se mantienen bajo presión producto del entorno operativo desafiante en el cual se desempeña Promed a raíz de los efectos de la pandemia COVID-19 en la economía panameña.

La calificación asignada a las distintas Series considera el posicionamiento de Promed en el negocio de distribución y mantenimiento de equipos médicos, tanto en Panamá como en América Central y el Caribe, a través del manejo de diversas líneas de negocio, situación que permite diversificar sus ventas por tipo de especialidad y país. También pondera de forma positiva, la relación a largo plazo que mantiene con marcas globalmente reconocidas en el campo de la medicina, situación que se ve respaldada por la experiencia y trayectoria de los accionistas y miembros de la Junta Directiva en la industria de la salud. Igualmente, se pondera el sector en el cual opera el Emisor (sector salud), el cual, considerando la actual coyuntura de pandemia, le ha brindado oportunidades de negocio debido a una mayor demanda de ciertos equipos médicos, hecho que mitiga parcialmente el retraso de proyectos que se mantenía en el pipeline para el presente ejercicio. En ese sentido y, de acuerdo con información reciente remitida por el Emisor al 30 de junio de 2020, si bien los ingresos se ajustaron interanualmente en 5.61%, se registra un aumento en el resultado neto de 63.25% respecto a junio 2019, producto de una mejora en el margen bruto y ajuste en los gastos administrativos.

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, a la fecha limita al Emisor poder contar con una mayor calificación la afectación en el flujo de caja de Promed producto del incremento en el Ciclo de Conversión de Efectivo asociado a un mayor plazo de cobro a sus clientes, tanto del sector público como privado, a raíz de las medidas de emergencia adoptadas por el Gobierno panameño a fin de contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en el país. En ese contexto, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una contracción entre el 8%-9% en la economía panameña en el 2020, lo que incidirá en crecimiento de diversos sectores en el país. Lo anterior toma relevancia ante la alta volatilidad en el Flujo de Caja Operativo que ha venido registrando el Emisor a lo largo de los últimos periodos evaluados, el cual si bien cerró en terreno positivo en el 2019 y al primer trimestre de 2020, continúa afectado por el mayor plazo que toman realizar las cuentas por cobrar, comportamiento que responde a la naturaleza de su modelo de negocio y a las relaciones que mantiene con clientes vinculados al Estado, quienes tienden a cancelar sus cuentas en un período de tiempo más largo, generando la necesidad a la Compañía de financiar su capital de trabajo con fuentes externas de deuda.

Como hecho relevante, debe señalarse que el Emisor se acogió a lo establecido en el Decreto N° 3-2020 de la SMV al solicitar cambios de términos y condiciones de las Series C, D, E, F, G, H e I contempladas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones, así como en las Series A, B, D y E emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$30.0 millones, solicitudes que fueron aprobadas mediante la Resolución SMV N° 243 del 28 de mayo de 2020. Los cambios aprobados incluyeron: i) extender por seis meses el plazo de las Series emitidas, en el cual los abonos a capital correspondientes al 30 de junio y 30 de septiembre de 2020 serán acumulados y pagados mediante dos cuotas adicionales posteriores al vencimiento original de cada una de las Series, y ii) incrementar temporalmente la obligación de mantener una razón de Deuda Financiera a Patrimonio Tangible Neto a 2.50x, desde 2.25x

originalmente pactado, por el período comprendido entre el 24 de marzo de 2020 hasta el 30 de septiembre de 2020¹. Producto de lo anterior, el 14 de abril de 2020, Moody's Local bajó a BBB-.pa, desde BBB.pa, la categoría de riesgo asignada a las distintas Series de Bonos emitidas bajo los Programas de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones y US\$30.0 millones, respectivamente.

Otras limitantes corresponden a la alta Palanca Contable (pasivo/patrimonio) y Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) que ostenta el Emisor, indicadores que, si bien mejoran al cierre fiscal 2019 y corte interino marzo 2020, se espera que se incrementen a lo largo del presente ejercicio producto del menor EBITDA esperado. Se considera igualmente el hecho que el accionariado de la Empresa se encuentra concentrada en una sola familia, aunque esto se ve atenuado en parte por el establecimiento de Comités de Control y la existencia de miembros independientes en su Junta Directiva.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de Promed, así como la evolución de los principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final de la pandemia COVID-19 en la economía y sobre el Emisor, quien a la fecha se encuentra afectado por la ralentización de los cobros al Gobierno y a las empresas privadas que mantiene como clientes.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora sostenida en el Flujo de Caja Operativo de Promed que a su vez se traduzca en una disminución gradual del Ciclo de Conversión de Efectivo, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- » Disminución gradual de la Palanca Financiera y Contable del Emisor.
- » Incremento en la escala del negocio, en conjunto con una mayor diversificación de sus ingresos a nivel regional.
- » Establecimiento gradual de Políticas de Buen Gobierno Corporativo.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Desmejora significativa en el Ciclo de Conversión de Efectivo que genere presión sobre el Flujo de Caja del Emisor.
- » Incumplimiento de los compromisos asumidos frente a los Bonos Corporativos Garantizados.
- » Disminución en los indicadores de rentabilidad del negocio.
- » Aumento en los índices de endeudamiento financiero.
- » Pérdida de relaciones con sus principales proveedores y/o clientes que afecte de manera importante los ingresos y/o costos futuros.
- » Aumento en la Palanca Financiera que incida en la cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA y con el Flujo de Caja Operativo, situándolo por debajo de 100%.
- » Incumplimiento del modelo financiero proyectado considerado en la evaluación.
- » Surgimiento de riesgos reputacionales que impacten en la operatividad del negocio.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

¹ La solicitud del 3 de abril de 2020 fue corregida por una nueva solicitud del 22 de mayo, colocando el plazo de medición del resguardo financiero del 24 de marzo de 2020 hasta el 30 de septiembre de 2020 (antes desde el 16 de marzo de 2020 hasta el 15 de marzo de 2021).

Indicadores Clave

Tabla 1 se

PROMOCION MEDICA, S.A.

| | Mar-20 LTM | Dic-19 | Dic-18 | Dic-17 | Dic-16 |
|-----------------------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| Activos (US\$/Miles) | 128,720 | 125,914 | 118,976 | 120,765 | 117,526 |
| Ingresos (US\$/Miles) | 122,493 | 119,974 | 110,135 | 115,613 | 106,848 |
| EBITDA (US\$/Miles) | 15,881 | 14,853 | 11,267 | 18,018 | 17,793 |
| Deuda Financiera / EBITDA | 3.98x | 4.38x | 5.63x | 3.25x | 2.89x |
| EBITDA / Gastos Financieros | 3.28x | 3.13x | 2.62x | 3.93x | 5.26x |
| FCO / Servicio de la Deuda | 0.93x | 0.82x | 0.36x | 1.20x | NA |

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Desarrollos Recientes

Mediante Acta de Junta de Accionistas de fecha 17 de diciembre de 2019, se aprobó la renuncia de las utilidades retenidas por US\$15.0 millones, cuyos fondos pasaron a formar parte de una reserva patrimonial a partir del mismo mes. Lo anterior implica un cambio de estrategia del Emisor frente al compromiso adquirido el 17 de septiembre de 2018 de capitalizar US\$15.0 millones de utilidades retenidas y a no hacer uso de las utilidades retenidas por capitalizar.

Desde la propagación del COVID-19 a nivel mundial y ante el Estado de Emergencia Nacional y medidas de cuarentena en la que se encuentra el país, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia Bancaria de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) han estado implementando una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos en la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. Una de las medidas anunciadas al mercado corresponde al Acuerdo N° 3-2020 emitido por la SMV el 20 de marzo de 2020, el mismo que fue modificado el pasado 21 de mayo a través del Acuerdo N° 7-2020, a través del cual establecen medidas especiales y temporales para el registro abreviado de las modificaciones de ciertos términos y condiciones de valores de oferta pública. Según señala la SMV, dichos Acuerdos se tomaron ante los potenciales efectos en la economía panameña y en los emisores de valores afectados directa o indirectamente producto de la declaración del Estado de Emergencia Nacional a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19. Las disposiciones del Acuerdo N° 7-2020 son aplicables a las modificaciones de los términos y condiciones de oferta pública de valores registrados en la SMV de aquellos emisores que tengan obligaciones de pago que desembolsar frente a los inversionistas, o que tengan condiciones y/o razones financieras que cumplir desde el 20 de marzo de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2020.

En línea con señalado en el párrafo anterior, Promed solicitó el pasado 22 de mayo de 2020² un cambio en los términos y condiciones de las Series C, D, E, F, G, H e I contempladas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones, así como a las Series A, B, D y E emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$30.0 millones, acogiéndose a lo establecido en el Decreto N° 7-2020 señalado en el párrafo anterior. Para ello, emitió dos Hechos de Importancia dando a conocer a los tenedores de los Bonos la solicitud propuesta de modificaciones a los términos y condiciones. Los cambios propuestos para todas las Series de ambos Programas incluyen: i) extender por seis meses el vencimiento de cada una de las Series emitidas, ii) los abonos a capital correspondientes al 15 de junio y 15 de septiembre de 2020, serán acumulados y pagados mediante dos cuotas adicionales posteriores al vencimiento original de cada una de las Series, y iii) incrementar temporalmente la obligación de mantener una razón de Deuda Financiera a Patrimonio Tangible Neto a 2.50x, desde 2.25x, por el período comprendido entre el 24 de marzo de 2020 hasta 30 de septiembre de 2020. Sobre lo anterior, resulta importante señalar que, el 28 de mayo de 2020, la mayoría de los tenedores de Bonos aprobaron los cambios solicitados por el Emisor sobre las Series C, D, E, F, G, H e I emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos de hasta US\$15.0 millones, así como los solicitados sobre las Series A, B, D y E emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos hasta US\$15.0 millones, según consta en las Resoluciones de la SMV N° 243 y 244, respectivamente.

Generalidades

Perfil de la Compañía

Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, Promed o la Empresa) se constituyó el 31 de diciembre de 1968 en la República de Panamá. La Empresa es de propiedad al 100% de una familia panameña con experiencia en la industria de la salud, fundada por el Dr.

² A través de Hecho Relevante del 22 de mayo de 2020 se corrige el publicado el 3 de abril de 2020.

Ceferino Sánchez. En particular, el control accionario descansa sobre la segunda generación familiar a través de siete miembros, en su mayoría a título personal.

Promed se dedica a la representación, comercialización, instalación y soporte de equipos y servicios para la industria de la salud, posicionándose como una de las empresas líder en esta actividad en América Central. Actualmente, la empresa opera en Panamá, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana, Puerto Rico y Cuba. Asimismo, posee diversas líneas de negocio dedicándose a la venta, instalación y mantenimiento de equipos especializados para tratamiento de cáncer, equipos e insumos para diagnósticos por imagen, equipos e insumos para pruebas de laboratorios clínico e industrial, equipos e insumos para procedimientos quirúrgicos, equipos hospitalarios y equipos e insumos para tratamientos renales (hemodiálisis).

La Empresa consolida diversas compañías que han sido constituidas para formar parte de su modelo de negocio regional y multi rama. Por otro lado, los Accionistas están realizando aportes paulatinos a una compañía local denominada Radio Farmacia de Centroamérica, S.A., la cual no forma parte de la consolidación. Dicha compañía fabrica agentes radioactivos que se requieren para la venta de equipos médicos especializados para el diagnóstico de cáncer. La venta de estos equipos es una fuente de negocios para Promed, tanto en Panamá como la región. Los principales clientes de Promed son los Seguros Sociales de cada uno de los países en donde mantienen presencia, incorporando igualmente hospitales públicos y privados, así como clínicas y departamentos especializados. Con este fin, la Empresa ha construido alianzas estratégicas con sus proveedores, los cuales a su vez son las principales compañías que se dedican a vender equipos médicos, tales como General Electric, Brainlab, Johnson & Johnson, Varian, Boston Scientific, Fresenius, entre otros.

Análisis Financiero de Promoción Medica S.A. y Subsidiarias

Activos y Liquidez

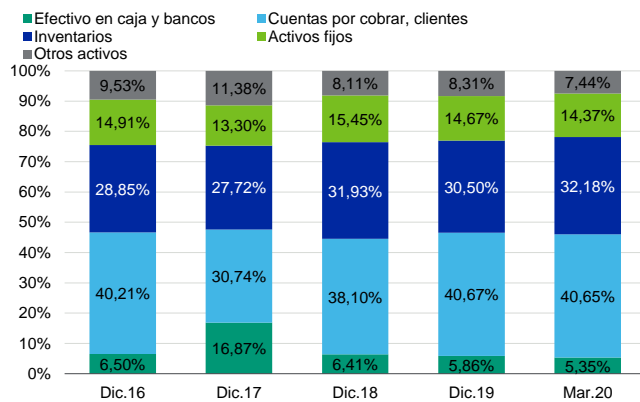
CUENTAS POR COBRAR AUMENTAN PRODUCTO DE RETRASOS EN LOS PAGOS POR PARTE DE SUS PRINCIPALES CLIENTES

Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2019, los activos de la Compañía aumentaron en 5.83% como resultado de un incremento de US\$5.3 millones (+12.23%) en las cuentas por cobrar comerciales, la misma que se constituye como la principal partida del balance, de las cuales el 70% corresponde a Entidades Gubernamentales, mientras que el restante pertenece a Empresas Privadas y Documentos por cobrar. Al cierre del ejercicio 2019, el 34.47% de las cuentas por cobrar tenían saldos superiores a 90 días, cuentas que correspondían principalmente a entidades del Gobierno. Al respecto, cabe indicar que, al cierre del ejercicio 2019, el Emisor mantenía un retraso en el cobro de dichas cuentas producto del efecto combinado del año electoral, que históricamente ha implicado retrasos en pagos por parte del Gobierno, aunado al efecto del cambio del Director de la Caja de Seguro Social (CSS).

Al 31 de marzo de 2020, los activos de Promed registraron un aumento interanual de 10.22%, explicados principalmente por el incremento de las cuentas por cobrar (+24.38%) asociada específicamente a la CSS, manteniendo la misma composición que al cierre del ejercicio 2019, de las cuales el 33.04% mantenía una antigüedad mayor a 90 días. De acuerdo con información reciente remitida por el Emisor, al 30 de junio de 2020, las cuentas por cobrar habrían totalizado US\$56.2 millones, mostrando un desplazamiento de las cuentas en tramos de 0-30 días hacia el tramo 31-90 días, habiendo representado este último el 18.80% del total de cuentas por cobrar, desde 9.48% a junio de 2019, lo que refleja la coyuntura actual en donde el cobro de las cuentas ha tomado un plazo mayor al habitual dado el impacto en el flujo de los principales clientes del Emisor.

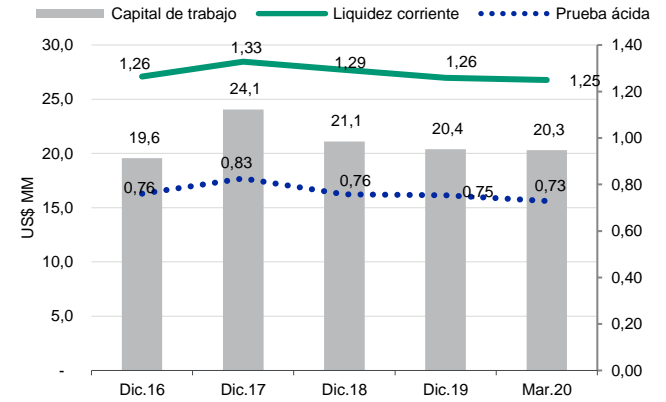
El indicador de liquidez corriente de la Compañía se ha mantenido históricamente superior a 1.0x, según se muestra en el Gráfico 2. El capital de trabajo se ubicó en US\$20.4 millones al 31 de diciembre de 2019, retrocediendo ligeramente respecto al 2018 producto del mayor saldo en pasivos corrientes atribuido a que la Compañía tuvo que recurrir a operaciones de *factoring* para obtener capital de trabajo considerando la demora estimada en las cuentas por cobrar mencionada previamente. Al 31 de marzo de 2020, el capital de trabajo no mostró mayor variación al ubicarse en US\$20.3 millones.

Gráfico 1

Evolución de la Estructura de Activos

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

SI BIEN AL CORTE DE ANÁLISIS SE OBSERVA UNA MEJORA EN LA PALANCA FINANCIERA DEL EMISOR, LA MENOR GENERACIÓN ESPERADA EN LO QUE RESTA DEL 2020 POR LA PANDEMIA ELEVARÁ LA MISMA DE MANERA IMPORTANTE

Al cierre del ejercicio 2019, el pasivo de Promed registró un aumento interanual de 4.20% al totalizar US\$90.2 millones, sustentado en un incremento de los pasivos corrientes debido a nuevos préstamos de factoraje a los que la Compañía tuvo que recurrir para hacer frente a las necesidades de capital de trabajo, considerando el retraso de las cuentas por cobrar por parte de entidades públicas, principalmente relacionado a facturas de la Caja de Seguro Social. En línea con lo anterior, la deuda financiera se incrementó en 1.47% respecto al 2018, hecho que fue parcialmente contrarrestado por las amortizaciones a capital de los pasivos financieros, entre ellos los Bonos Corporativos, hipotecas y operaciones de arrendamiento financiero. Con respecto a los indicadores de apalancamiento, al cierre del ejercicio 2019 los mismos disminuyen ligeramente respecto al 2018, lo cual se plasmó en la Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) que se ubicó en 4.38x, desde 5.63x el ejercicio previo, mientras que la Palanca Contable (pasivo/patrimonio) totalizó 2.53x, desde 2.67x en el 2018.

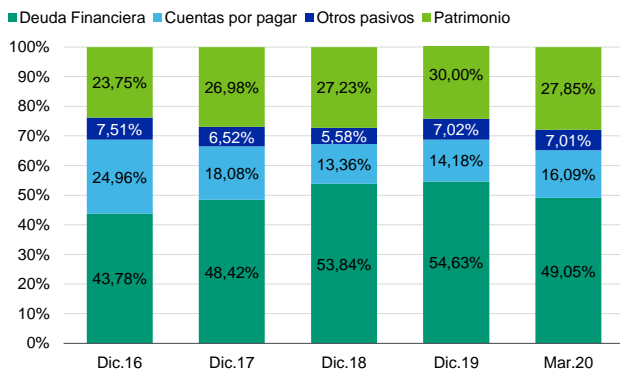
Con respecto al patrimonio de la Compañía, el mismo registró un incremento de 10.20% al cierre del ejercicio 2019 al totalizar US\$35.7 millones, lo cual recoge la mayor utilidad obtenida en el ejercicio (+154.7% al totalizar US\$3.6 millones). Resulta importante señalar que la Compañía constituyó en el 2019 una partida denominada Reserva de Utilidades Retenidas por US\$15.0 millones, con lo cual garantiza que parte de las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores no será repartida tomando en consideración que las utilidades acumuladas mantenían un peso importante dentro de la estructura patrimonial del Emisor. Por otro lado, en Junta de Accionistas de fecha 17 de diciembre de 2019, se autorizó la repartición del 50% de la utilidad neta del ejercicio fiscal 2019, siempre y cuando no implique algún incumplimiento de ratios que hayan sido comprometidos con instituciones bancarias, tenedores de Bonos u otros *stakeholders*.

Al 31 de marzo de 2020, la deuda financiera se incrementó interanualmente en 1.75%, encontrándose conformada en 71.80% por préstamos comerciales a corto plazo, seguido de emisiones de Bonos Corporativos (17.20%), factorajes (8.03%), hipotecas (2.30%) y arrendamiento de equipos (0.67%). A dicho corte, la Palanca Financiera continuó reduciéndose al ubicarse en 3.98x producto principalmente del aumento exhibido en el EBITDA LTM, mientras que la Palanca Contable totalizó 2.59x, impulsada por mayores cuentas por pagar a proveedores. Con respecto al patrimonio, el mismo totalizó US\$35.9 millones al cierre del primer trimestre de 2020, no mostrando mayor variación respecto al trimestre previo.

A pesar de la disminución en el indicador de Palanca Financiera señalado anteriormente hasta el primer trimestre de 2020, el resto del año resulta retador para el Emisor producto del efecto de las medidas adoptadas por el Gobierno para contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en la economía, lo cual conllevará a una fuerte recesión en la economía panameña para el presente ejercicio. A pesar de que el Emisor opera en un sector considerado de relevancia al comercializar equipos médicos, la coyuntura actual también afectará sus operaciones, en especial en la rotación de las cuentas por cobrar, las mismas que han venido aumentando de manera importante a lo largo de los últimos trimestres analizados. En esta línea, las proyecciones recibidas del Emisor estiman un aumento en la Palanca Financiera al cierre del ejercicio actual, la misma que estaría ubicándose por encima de 5.0x producto de una menor generación esperada a raíz del retraso de la puesta en marcha de nuevos proyectos producto de la coyuntura actual.

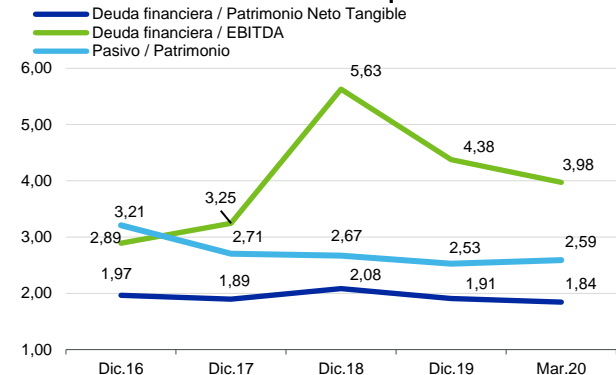
Es de señalar que Promed mide la relación entre la deuda financiera y el patrimonio neto tangible³, siendo el mismo una obligación del Emisor en los prospectos informativos de los Programas Rotativos de Bonos Corporativos, cuyas Series son calificadas por Moody's Local. Dicho indicador establece que la Compañía debe mantener una razón menor o igual a 2.25x, lo cual se ha venido cumpliendo a lo largo de los últimos períodos analizados, ubicándose el indicador en 1.91x al 31 de diciembre de 2019 y en 1.84x al 31 de marzo de 2020. Cabe indicar que, dentro de los cambios en términos y condiciones de las Series calificadas solicitados por el Emisor, las cuales fueron aprobadas por la mayoría de los tenedores de Bonos en el 28 de mayo de 2020, se solicitó modificar dicho resguardo financiero a una relación menor o igual a 2.50x hasta el 30 de septiembre de 2020.

Gráfico 3

Evolución de la Estructura de Fondo

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia**AL CORTE DE ANÁLISIS EL EMISOR LOGRA MEJORAR LOS INGRESOS E INDICADORES DE RENTABILIDAD, AUNQUE POST PANDEMIA LOS INGRESOS SE AFECTAN POR MENORES VENTAS ASOCIADAS A RETRASOS DE PROYECTOS**

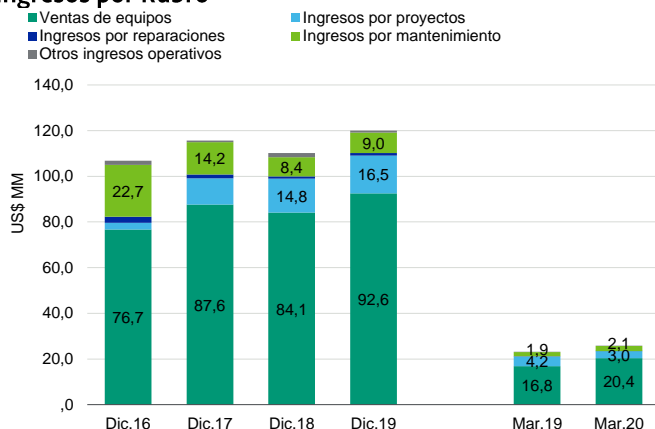
Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos de Promed registraron un aumento interanual de 8.93% al totalizar US\$120.0 millones, lo cual se sustentó en las mayores ventas de equipos e insumos (+10.04%) y servicios (+5.36%). Por su lado, el margen bruto mejoró a 36.53%, desde 35.66% el ejercicio previo como resultado de un mayor crecimiento proporcional de los ingresos que de los costos. Por el lado de la eficiencia, la Compañía registró un aumento en los gastos de administración (+4.79%) asociados a salarios y servicios legales y profesionales, aunque proporcional a los ingresos los mismos retroceden, lo cual guarda relación con los esfuerzos de Promed por controlar los gastos de manera automatizada y con niveles de aprobación estipulados, lo que trajo como consecuencia un aumento en el margen operativo a 7.74%, desde 5.74% en el 2018. Por otro lado, los gastos financieros se incrementaron en 9.55%, producto de una nueva deuda adquirida (operaciones de factoraje), absorbiendo el 3.96% de los ingresos, desde 3.94% en el 2018. De esta manera, la Compañía logró obtener una utilidad neta de US\$3.6 millones, 154.56% superior a la reportada el ejercicio previo, los cuales fueron afectados por el año electoral que inclusive impactó en el primer semestre 2019. En línea con lo anterior, los indicadores de rentabilidad del Emisor, medidos a través del retorno promedio sobre los activos (ROAA) y sobre el patrimonio (ROAE) mejoran a 2.90% y 10.44%, respectivamente, desde 1.16% y 4.30% en el 2018.

Al 31 de marzo de 2020, el emisor continuó mejorando sus resultados, reflejando un aumento en sus ingresos de 10.87% respecto al mismo periodo de 2019 producto de las mayores ventas de equipos e insumos (+21.46%), mientras que los costos de venta incrementan en menor proporción (+9.27%), lo que permitió una ligera mejora en el margen bruto al situarse en 36.61%, desde 35.68% a marzo de 2019. Con respecto a la eficiencia, los gastos administrativos aumentaron en 2.89% y los gastos financieros en 8.06%, permitiendo un resultado neto de US\$94 mil, mientras que en el mismo período del año anterior la Compañía generó una pérdida neta de US\$716 mil.

A pesar de la mejora lograda en resultados durante el 2019 y primer trimestre de 2020, el inicio de la pandemia y los efectos que la misma está teniendo sobre la economía panameña han afectados los resultados de Promed. En este sentido, de acuerdo con información reciente proporcionada por el Emisor al 30 de junio de 2020, los ingresos habrían registrado un ajuste interanual de 5.61%, asociado a las menores ventas por retraso de proyectos; no obstante, esto último no habría ajustado el resultado neto al incrementarse este último en 63.25% respecto a junio 2019, asociado a una mejora en el margen bruto y reducción de gastos administrativos.

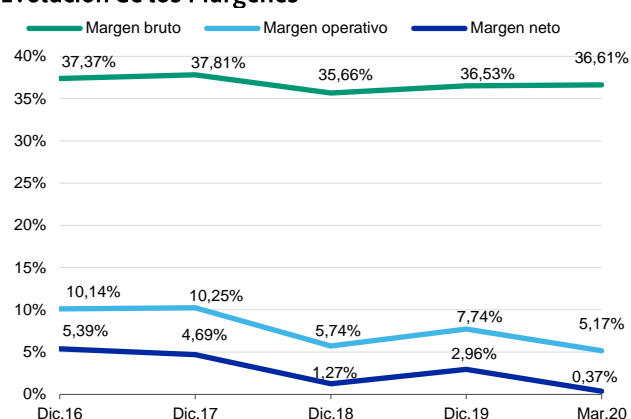
³ Patrimonio neto – Plusvalía – Derecho de Llave

Gráfico 5

Ingresos por Rubro

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes

Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago**SI BIEN AL CORTE DE ANÁLISIS EL EMISOR LOGRA UN MEJOR EBITDA Y FCO, SE ESPERA UN AJUSTE POST PANDEMIA PRODUCTO DE UN AJUSTE EN LAS VENTAS**

Al 31 de diciembre de 2019, el EBITDA de Promed se incrementó en 30.54% al totalizar US\$14.9 millones, sustentado en el efecto combinado de mayores ingresos y el control de gastos explicados anteriormente, lo cual permitió igualmente mejorar el margen EBITDA a 12.38%, desde 10.33% en el 2018. Por otro lado, la mejora en la generación permitió aumentar la cobertura de los gastos financieros y del Servicio de Deuda al ubicarse en 3.13x y 1.27x, respectivamente, según se muestra en el Gráfico 8.

Al 31 de marzo de 2020, el EBITDA continuó registrando una mejora al totalizar US\$2.8 millones, incrementándose en 57.27% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, en línea con los mayores ingresos reportados por el Emisor y el control de los gastos operativos. De tomar el EBITDA LTM, el mismo se situó en US\$15.9 millones, logrando una cobertura de los gastos financieros y del Servicio de Deuda de 3.28x y 1.36x, respectivamente.

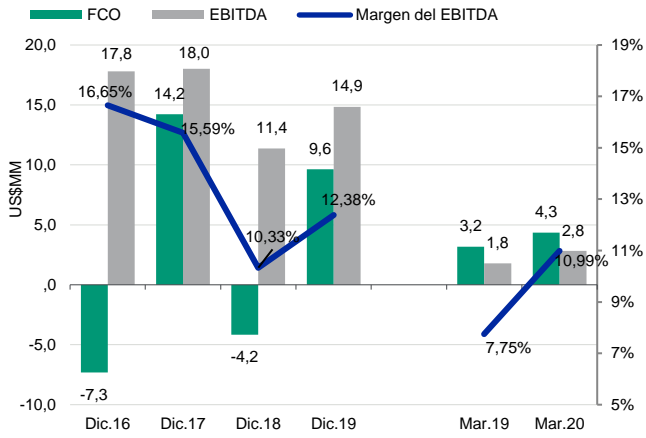
Respecto al flujo de efectivo proveniente de las actividades de operación (FCO), el mismo se ha caracterizado por presentar volatilidad a lo largo de los últimos ejercicios debido principalmente a las cuentas por cobrar y al plazo que estas toman en ser realizadas. Lo anterior responde a la naturaleza del modelo de negocio de Promed y a las relaciones que mantiene con sus principales clientes que corresponden a entidades del Estado, quienes tienden a cancelar sus cuentas por pagar en un mayor período de tiempo dado los procesos propios de cada Gobierno. De esta manera, al cierre del ejercicio 2019, el FCO se situó en US\$9.6 millones, mostrando una mejora respecto al registrado al cierre del ejercicio 2018, el cual se mantenía en terreno negativo producto de los bajos ingresos obtenidos respecto a las compras realizadas. En consecuencia, al cierre de 2019, la cobertura de los gastos financieros con el FCO se situó en 2.03x, mientras que la cobertura del Servicio de Deuda fue más acotada al situarse en 0.82x, conllevando a que Promed se apoye en la caja disponible y realice operaciones de factoraje.

Al 31 de marzo de 2020, FCO se ubicó en US\$4.3 millones, aumentando en 36.74% respecto al mismo periodo del 2019, lo cual recoge menores abonos a proveedores y control de gastos operativos. De tomar el FCO LTM, el mismo logra cubrir los gastos financieros en 2.23x, mientras que la cobertura del Servicio de Deuda sigue siendo ajustada al ubicarse en 0.93x.

De acuerdo con las proyecciones remitidas por Promed, las mismas que incorporan el efecto de la pandemia sobre sus operaciones, para lo que resta del 2020 se estima un ajuste interanual en el EBITDA de 15.27% lo cual se sustenta principalmente en menores ventas esperadas durante el año. A pesar de lo anterior, el Emisor puede cubrir el Servicio de Deuda considerando que Promed se acogió a lo establecido en el Decreto N° 3-2020 de la SMV al solicitar cambios en los términos y condiciones de las Series emitidas y evaluadas en el presente informe, lo que contempló el diferimiento del capital de los meses de junio y septiembre, cuyo saldo será pagado en dos cuotas adicionales al vencimiento pactado inicialmente. Del mismo modo, si bien el emisor proyecta que el FCO aumente en 7.23% ante el menor requerimiento de inventarios, el mismo continuará sin cubrir el Servicio de Deuda, debiendo recurrir a la caja para afrontar parte de sus obligaciones financieras. De acuerdo con lo indicado por la Gerencia, al mes de junio de 2020, la caja de la Compañía se situó US\$5.8 millones.

Gráfico 7

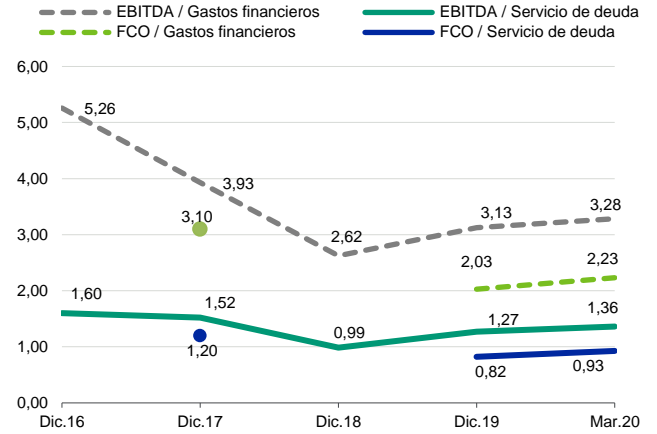
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: PROMED / Elaboración: Moody's Local

PROMOCION MEDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

| (Miles de Dólares) | Mar-20 | Dic-19 | Mar-19 | Dic-18 | Dic-17 | Dic-16 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| TOTAL ACTIVO | 128,720 | 125,914 | 116,699 | 118,976 | 120,765 | 117,526 |
| Efectivo y Depósitos en Bancos | 6,567 | 7,034 | 5,643 | 7,316 | 20,369 | 7,635 |
| Cuentas por Cobrar, Netas | 49,888 | 48,836 | 40,111 | 43,514 | 37,120 | 47,256 |
| Inventario | 39,496 | 36,622 | 39,028 | 36,472 | 33,472 | 33,909 |
| Activo Corriente | 101,745 | 99,100 | 88,809 | 93,015 | 97,366 | 93,777 |
| Inmuebles, Planta y Equipo, neto | 17,640 | 17,611 | 17,717 | 17,644 | 16,065 | 17,528 |
| Derecho de llave y Plusvalía | 1,607 | 1,618 | 1,650 | 1,660 | 1,703 | 1,751 |
| Activo No Corriente | 26,975 | 26,814 | 27,890 | 25,961 | 23,399 | 23,750 |
| TOTAL PASIVO | 92,871 | 90,216 | 84,966 | 86,581 | 88,185 | 89,613 |
| Préstamos Bancarios de Corto Plazo y Sobregiro | 44,506 | 44,726 | 43,750 | 44,585 | 37,963 | 31,330 |
| Porción Corriente Deuda a Largo Plazo | 6,811 | 6,967 | 5,802 | 7,210 | 7,256 | 7,731 |
| Factoraje por pagar | 5,072 | 4,850 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar Comerciales | 20,706 | 16,794 | 17,249 | 15,755 | 21,643 | 27,875 |
| Pasivo Corriente | 81,438 | 78,718 | 69,859 | 71,924 | 73,305 | 74,193 |
| Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo | 6,751 | 8,457 | 11,925 | 12,260 | 13,259 | 12,388 |
| Pasivo No Corriente | 11,433 | 11,498 | 15,107 | 14,657 | 14,880 | 15,419 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 35,849 | 35,698 | 31,733 | 32,395 | 32,580 | 27,914 |
| Capital Social | 6,015 | 6,015 | 6,015 | 6,015 | 6,015 | 6,015 |
| Reserva de utilidades retenidas | 15,000 | 15,000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultados Acumulados | 12,859 | 12,710 | 23,745 | 24,407 | 24,592 | 19,926 |

Principales Partidas del Estado de Resultados

| (Miles de Dólares) | Mar-20 | Dic-19 | Mar-19 | Dic-18 | Dic-17 | Dic-16 |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos | 25,695 | 119,974 | 23,176 | 110,135 | 115,613 | 106,848 |
| Costos Operativos | (16,288) | (76,153) | (14,907) | (70,858) | (71,894) | (66,917) |
| Resultado Bruto | 9,406 | 43,822 | 8,269 | 39,276 | 43,718 | 39,931 |
| Gastos de Operación y Mantenimiento | (8,079) | (34,538) | (7,872) | (32,960) | (31,869) | (29,101) |
| Utilidad Operativa | 1,327 | 9,284 | 397 | 6,317 | 11,849 | 10,829 |
| Gastos Financieros | (1,182) | (4,750) | (1,094) | (4,336) | (4,586) | (3,384) |
| Utilidad Antes del Impuesto a la Renta | 182 | 5,173 | (592) | 2,407 | 7,445 | 7,757 |
| Impuesto a la Renta, Neto | (87) | (1,619) | (124) | (1010) | (2,024) | (1,995) |
| Utilidad Neta | 95 | 3,555 | (716) | 1,396 | 5,421 | 5,761 |

PROMOCION MEDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

| INDICADORES FINANCIEROS | Mar-20 | Dic-19 | Mar-19 | Dic-18 | Dic-17 | Dic-16 |
|---|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| SOLVENCIA | | | | | | |
| Pasivo / Patrimonio | 2.59x | 2.53x | 2.68x | 2.67x | 2.71x | 3.21x |
| Deuda Financiera / Pasivo | 0.68x | 0.72x | 0.72x | 0.74x | 0.66x | 0.57x |
| Deuda Financiera / Patrimonio | 1.76x | 1.82x | 1.94x | 1.98x | 1.79x | 1.84x |
| Pasivo / Activo | 0.72x | 0.72x | 0.73x | 0.73x | 0.73x | 0.76x |
| Pasivo Corriente / Pasivo Total | 0.88x | 0.87x | 0.82x | 0.83x | 0.83x | 0.83x |
| Pasivo No Corriente / Pasivo Total | 0.12x | 0.13x | 0.18x | 0.17x | 0.17x | 0.17x |
| Deuda Financiera / EBITDA (LTM) | 3.98x | 4.38x | 5.72x | 5.63x | 3.25x | 2.89x |
| LIQUIDEZ | | | | | | |
| Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente) | 1.25x | 1.26x | 1.27x | 1.29x | 1.33x | 1.26x |
| Prueba Ácida ¹ | 0.73x | 0.75x | 0.68x | 0.76x | 0.83x | 0.76x |
| Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente) | 0.08x | 0.09x | 0.08x | 0.10x | 0.28x | 0.10x |
| Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles) | 20,307 | 20,382 | 18,950 | 21,091 | 24,061 | 19,583 |
| GESTIÓN | | | | | | |
| Gastos Operativos / Ingresos | 31.44% | 28.79% | 33.97% | 29.93% | 27.57% | 27.24% |
| Gastos Financieros / Ingresos | 4.60% | 3.96% | 4.72% | 3.94% | 3.97% | 3.17% |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (días) | 159 | 139 | 168 | 139 | 143 | 146 |
| Ciclo de Conversión | 286 | 235 | 293 | 226 | 187 | 178 |
| RENTABILIDAD | | | | | | |
| Margen Bruto | 36.61% | 36.53% | 35.68% | 35.66% | 37.81% | 37.37% |
| Margen Operativo | 5.17% | 7.74% | 1.71% | 5.74% | 10.25% | 10.14% |
| Margen Neto | 0.37% | 2.96% | -3.09% | 1.27% | 4.69% | 5.39% |
| ROAA | 3.56% | 2.90% | 0.50% | 1.16% | 4.55% | 5.22% |
| ROAE | 12.92% | 10.44% | 1.78% | 4.30% | 17.92% | 22.54% |
| GENERACIÓN | | | | | | |
| FCO (US\$ Miles) | 4,344 | 9,633 | 3,177 | (4,159) | 14,216 | (7,307) |
| FCO anualizado (US\$ Miles) | 10,800 | 9,633 | 3,722 | (4,159) | 14,216 | (7,307) |
| EBITDA (US\$ Miles) | 2,824 | 14,853 | 1,796 | 11,378 | 18,018 | 17,793 |
| EBITDA LTM (US\$ Miles) | 15,881 | 14,853 | 10,749 | 11,378 | 18,018 | 17,793 |
| Margen EBITDA | 10.99% | 12.38% | 7.75% | 10.33% | 15.59% | 16.65% |
| COBERTURAS | | | | | | |
| EBITDA / Gastos Financieros (LTM) | 3.28x | 3.13x | 2.43x | 2.62x | 3.93x | 5.26x |
| EBITDA / Servicio de Deuda (LTM) | 1.36x | 1.27x | 1.05x | NA | 1.52x | 1.60x |
| FCO / Gastos Financieros (LTM) | 2.23x | 2.03x | 0.84x | NA | 3.10x | NA |
| FCO / Servicio de Deuda (LTM) | 0.93x | 0.82x | 0.36x | NA | 1.20x | NA |

*Indicadores anualizados

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

Anexo I

Historia de Calificación

Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias

| Instrumento | Calificación Anterior* (al 31.12.19) | Calificación Actual (al 31.12.19 y 31.03.20) | Definición de la Categoría Actual |
|---|---|---|---|
| Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$15.0 millones) Series C, D, E, F, G, H e I | (modificada) BBB-.pa | BBB-.pa | Refleja adecuada 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. |
| Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$30.0 millones) Series A, B, C, D, E y F | (modificada) BBB-.pa | BBB-.pa | Refleja adecuada 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 14 de abril de 2020 en base a información financiera no auditada al 31.12.19.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Mediante Resolución N° 243 de fecha 28 de mayo de 2020, la Superintendencia de Mercado de Valores aprobó la solicitud de cambios en los términos y condiciones de las Series C, D, E, F, G, H e I emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones, así como de las Series A, B, D y E emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$30.0 millones. La mencionada Resolución aprobó lo siguiente: i) extender por seis meses el plazo de las Series emitidas, ii) los abonos a capital correspondientes al 15 de junio y 15 de septiembre de 2020, serán acumulados y pagados mediante dos cuotas adicionales posteriores al vencimiento original de cada una de las Series, y iii) incrementar temporalmente la obligación de mantener una razón de Deuda Financiera a Patrimonio Tangible Neto a 2.50x, desde 2.25x originalmente pactado, por el período comprendido entre el 24 de marzo de 2020 hasta el 30 de septiembre de 2020.

Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$15.0 millones - Resolución SMV N° 160-14

| Serie | C | D | E | F | G | H | I |
|---------------------------|---|---------------|---------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| Monto máximo por Emisión: | US\$4.1 MM | US\$1.0 MM | US\$3.5 MM | US\$5.2 MM | US\$1.1 MM | US\$930.0 mil | US\$1.3 MM |
| Saldo 31.03.20: | US\$298.1 mil | US\$104.6 mil | US\$656.2 mil | US\$1.5M | US\$348.5 mil | US\$357.7 mil | US\$637.4 mil |
| Plazo: | 4 años | 4 años | 4 años | 4 años | 4 años | 4 años | 4 años |
| Tasa: | Libor 3M + 4% mínimo 6.00% | | | | | | |
| Fecha de Emisión: | 30-Jun-16 | 16-Agos-16 | 15-Dic-16 | 15-May-17 | 30-Jun-17 | 29-Sept-17 | 29-Dic-17 |
| Pago de Interés: | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral |
| Pago de Capital: | Amortización del 6.25% cada trimestre | | | | | | |
| Redención Anticipada: | A opción del emisor, total o parcialmente | | | | | | |
| Resguardos: | Razón de Deuda Financiera / Patrimonio \leq 2.25x (Modificado \leq 2.50x del 24/03/20 hasta 30/09/2020) | | | | | | |

Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$30.0 millones - Resolución SMV N° 438-17

| Serie | A | B | C | D | E | F |
|---------------------------|---|------------|---|---|------------|---------------|
| Monto máximo por Emisión: | US\$3.0 MM | US\$2.4 MM | US\$1.0 MM | US\$2.2 MM | US\$1.0 MM | US\$3.5 MM |
| Saldo 31.03.20: | US\$1.6 MM | US\$1.4 MM | US\$1.0 MM | US\$1.7 MM | 824.0 mil | US\$356.7 mil |
| Plazo: | 4 años | 4 años | 2 años | 4 años | 4 años | 4 años |
| Tasa: | Libor 3M + 4% mínimo 6.00% | | 6.00% | Libor 3M + 4% mínimo 6.00% | | |
| Fecha de emisión: | 30-May-18 | 06-Agos-18 | 12-Oct-18 | 30-Abr-19 | 02-Jul-19 | 1-Nov-19 |
| Pago de interés: | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral | Trimestral |
| Pago de capital: | Amortización 6.25% trimestral | | Al Vencimiento | Amortización 6.25% trimestral | | |
| Redención Anticipada: | A opción del emisor, Total o parcialmente | | | | | |
| Resguardos: | Razón de Deuda Financiera / Patrimonio $\leq 2.25x$ (Modificado $\leq 2.50x$ del 24/03/20 hasta 30/09/2020) | | Razón de Deuda Financiera / Patrimonio $\leq 2.25x$ | Razón de Deuda Financiera / Patrimonio $\leq 2.25x$ (Modificado $\leq 2.50x$ del 24/03/20 hasta 30/09/2020) | | |

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 (<https://www.moodylocal.com/>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros interinos al 31 de marzo de 2019 y 2020 de Promoción Médica, S.A. 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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