

Panamá, 05 de febrero de 2018.

Señores  
**Bolsa de Valores de Panamá, S.A.**  
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo  
Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera no auditada al 30 de septiembre de 2017, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., decidió ratificar la calificación **BBB+.pa** a las Series A y B de los Bonos Corporativos emitidos por Arrow Capital, Corp. La perspectiva es *Estable*.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: [www.equilibrium.com.pa](http://www.equilibrium.com.pa).

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos (Serie A y B)	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.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

La extensión “.pa” indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos “+” y “-” se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,



Reynaldo Coto  
Gerente General

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A  
Bella Vista - Panamá  
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931  
E-mail: [equilibrium@equilibrium.com.pa](mailto:equilibrium@equilibrium.com.pa)

**BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**

Recibido por:

Fecha:

*JP*  
5 Febrero 2018



# Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

## ARROW CAPITAL, CORP.

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 01 de febrero de 2018.

Contacto:  
(507) 214-3790

Tomás Riley  
Analista  
[triley@equilibrium.com.pa](mailto:triley@equilibrium.com.pa)

Fernando Arroyo  
Lead Analyst  
[farroyo@equilibrium.com.pa](mailto:farroyo@equilibrium.com.pa)

### Instrumento

### Calificación\*

Bonos Corporativos Serie A y B

BBB+.pa

Perspectiva

Estable

\*Para mayor información respecto a las calificaciones asignadas remitirse al Anexo I.

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.equilibrium.com.pa>) donde se puede 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 2014, 2015 y 2016, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2016 y 2017 de Arrow Capital, Corp. De igual forma, para propósitos de evaluación de toda la estructura, se utilizaron Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016, Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2017 de Tova, S.A., así como la documentación respectiva sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US\$500 millones. Equilibrium 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. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría BBB+.pa a las Series A y B de Bonos Corporativos, ambas contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US\$500 millones de Arrow Capital, Corp. (en adelante, Arrow o el Emisor). La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación de los instrumentos emitidos por Arrow se sustenta principalmente por la fortaleza financiera del Originador de los flujos utilizados para el repago del servicio de deuda (Tova, S.A.), empresa perteneciente al mismo grupo económico del Emisor, la cual se dedica a la venta de mercancía seca al detal (retail). En ese sentido, se observa que las operaciones del Originador generan niveles de EBITDA ajustado<sup>1</sup> que garantizan los ingresos por alquiler que reciben las compañías relacionadas (por parte de Tova) y que en la estructura de la emisión actúan como los Fideicomitentes Garantes. Cabe mencionar que, Equilibrium ha realizado una evaluación de las cifras del Originador a fin de validar que exista la capacidad suficiente para hacer frente al pago del Servicio de Deuda, además de la existencia de recursos disponibles en caso de presentarse escenarios de estrés. Adicionalmente, es importante destacar que Arrow mantiene Bonos Subordinados que para el análisis ponderan como cuasi-capital al momento de medir la deuda financiera, siendo los tenedores de los mismos los propios accionistas tanto

del Emisor, como del Originador y de los Fideicomitentes Garantes. En adición, aporta positivamente a la calificación, el alto nivel de respaldo que le proporcionan los bienes inmuebles que se encuentran bajo la custodia de Fideicomisos de Garantía cuyo valor de mercado, según lo establecido dentro de los prospectos, debe suministrar una cobertura mínima de 135% sobre el saldo en circulación de la deuda en todo momento. De igual manera, la estructura de los instrumentos emitidos establece la sesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantes de parte de Tova y que son depositados en cuentas de concentración administradas por los Fideicomisos para el debido cumplimiento del repago de la deuda. Dichos flujos deben mantener una cobertura de por lo menos 1.20 veces el Servicio de Deuda. Adicionalmente, la emisión de los Bonos Corporativos cuenta con la garantía de pólizas de seguro que deben representar en todo momento al menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados.

Por otro lado, dentro de los factores que actúan como limitantes a la calificación, destaca el elevado índice de palanca financiera<sup>2</sup>, toda vez que la carga financiera del Emisor es alta en comparación a la generación de flujos operativos. Esto se relaciona a la ajustada cobertura de los intereses por pagar (incluyendo intereses por bonos

<sup>1</sup> EBITDA Ajustado = Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization, Ventas – Costo de ventas - Gastos generales y administrativos + Depreciación + Gastos de alquiler.

<sup>2</sup> Palanca Financiera = Deuda financiera (sin bonos subordinados) tanto de Tova como de Arrow / EBITDA ajustado del Originador.

subordinados) por parte de los flujos operativos de la estructura. En ese sentido, se observa que los niveles históricos de EBITDA ajustado han mantenido una cobertura estable del servicio de deuda, sin embargo, las proyecciones financieras muestran que para los años 2020 y 2021 los flujos operativos generados no serán suficientes para cubrir el servicio de deuda, considerando que para estos periodos el Emisor debe cumplir con una amortización significativa de capital. Dicho lo anterior, si bien, dentro de los contratos de alquiler entre el Originador de los flujos y los Fideicomitentes Garantes se han establecido cláusulas de aumento de los cánones de arrendamiento para estos periodos, el modelo financiero contempla que el déficit de cobertura puede contrarrestarse utilizando medidas externas que faciliten la generación de flujos, ya sea por medio del refinanciamiento de los instrumentos de deuda a través de la emisión de nuevas series -considerando que Arrow puede emitir de manera rotativa series hasta por US\$500 millones-, o bien por la venta de bienes inmuebles. Cabe destacar que, para hacer frente a escenarios de estrés

financiero, el Originador de los flujos (Tova, S.A.) cuenta con la disponibilidad de líneas de crédito con diversas entidades bancarias, factor que también actúa como mitigante de riesgo. Pese a lo mencionado anteriormente, dichas fuentes son susceptibles a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que pudiesen restringir el acceso al crédito en determinados momentos. Finalmente, Equilibrium realizará el seguimiento oportuno a la evolución del desempeño financiero tanto del Emisor como del Originador de los flujos, a fin de validar que el modelo financiero proyectado se mantenga en cumplimiento de las estimaciones realizadas. Adicionalmente, se llevará a cabo un monitoreo sobre las condiciones económicas del país, así como a la industria local *retail*, con el propósito de identificar posibles factores de riesgo que surjan en el camino y que indirectamente puedan afectar la estructura de la Emisión, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la calificación de riesgo asignada a las series de bonos corporativos evaluados.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:**

- Disminución progresiva en el nivel de deuda financiera del Emisor.
- Aumento progresivo del Flujo de Caja Operativo, de manera que sea suficiente para cubrir el Servicio de Deuda.
- Cumplimiento de los refinanciamientos estipulados que, en conjunto con el mejoramiento en los términos y condiciones de los bonos, permitan aligerar los pagos anuales del servicio de deuda para las Emisiones presentes y futuras.
- Certificación o fianza emitida por una entidad bancaria que asegure el otorgamiento en firme del refinanciamiento al momento que se acerque la fecha de redención anticipada de los bonos corporativos.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Calificación:**

- Disminución significativa en los flujos operativos del Originador, ya sea por condiciones normales relacionadas a su actividad o por el surgimiento no esperado de riesgo de índole reputacional.
- Aumento significativo en los niveles de deuda del Emisor y compromisos de repago del Originador que agreguen presión sobre la cobertura del gasto de intereses y sobre las amortizaciones programadas de los instrumentos de deuda.
- Pérdida en el valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos vinculados a la cobertura de flujos devengados por arrendamiento.
- Ajuste en los términos y condiciones de los bonos que termine afectando el respaldo de la estructura.
- La no obtención de refinanciamiento en un periodo de alto servicio de deuda de los bonos corporativos que a su vez coincida con un déficit en el flujo de caja operativo comprometiendo así el pago del bono.

**Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS

### Antecedentes

Arrow Capital Corp. (en adelante, Arrow o el Emisor) se constituyó el 20 de septiembre de 2012, con el objetivo de servir como un vehículo jurídico para emitir valores de deuda en el mercado público de valores, por lo que no tiene operaciones comerciales. En este sentido, su actividad consiste en extenderle facilidades de crédito a empresas relacionadas, quienes tienen como negocio el arrendamiento de inmuebles (tiendas y locales comerciales) a la empresa relacionada Tova, S.A., así como a otras empresas dentro del mismo Grupo Económico.

Arrow ha emitido bonos por cerca de US\$180 millones entre corporativos y subordinados. El primer programa de bonos por US\$150 millones fue efectuado con la intención de realizar inversiones y cubrir necesidades de expansión corporativa. En cambio, las series del segundo programa de bonos mantienen como objetivo el pago de los vencimientos de las series contempladas dentro del primer programa y a su vez financiar expansiones futuras del Grupo Tova.

### Estructura de los Bonos Emitidos

Arrow Capital ha colocado en el mercado dos programas de bonos, cada uno de los cuales cuenta con distintas Series emitidas, entre bonos corporativos y bonos subordinados. Los bonos calificados por Equilibrium corresponden a las Series A y B emitidas bajo el segundo programa. A continuación, se listan cada uno de los instrumentos colocados en el mercado, según el monto de la emisión:

#### Programa de US\$150 millones:

- Serie A, por US\$40.0 millones.
- Serie B (Subordinada), por US\$20.0 millones.
- Serie C, por US\$34.0 millones.
- Serie D (Subordinada), por US\$18.0 millones.
- Serie E, por US\$8.0 millones.
- Serie F (Subordinada), por US\$30.0 millones.

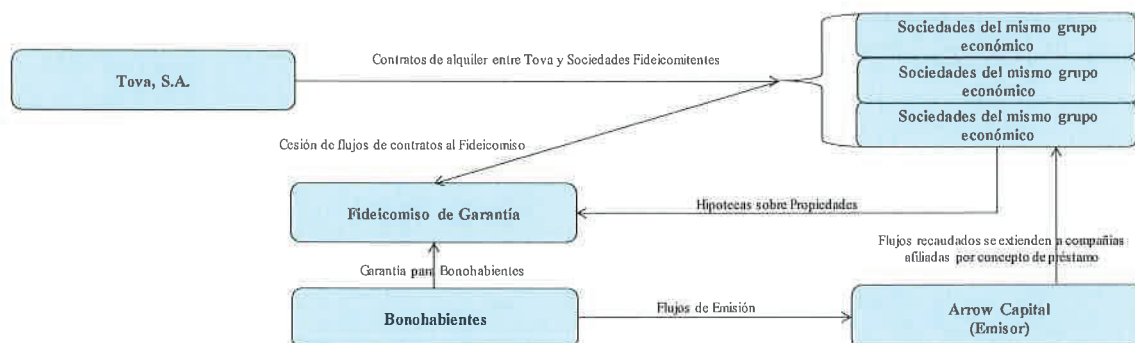
#### Programa Rotativo por hasta US\$500 millones:

- Serie A, por US\$10.0 millones.
- Serie B, por US\$10.0 millones.
- Serie C (Subordinada), por US\$12.0 millones.

Las series de bonos emitidos bajo el primer y el segundo programa, exceptuando aquellas que corresponden a bonos subordinados, cuentan con estructuras muy similares entre sí. En primer lugar, los inversionistas (tenedores de los bonos) proveen de recursos al Emisor al momento de adquirir los mismos. Luego, Arrow distribuye los fondos recaudados hacia sociedades del mismo grupo económico bajo la figura de Préstamo a Partes Relacionadas. Estas mismas compañías son las que han cedido sus derechos de recibir los cánones de arrendamiento por aquellas propiedades que le arrienda a Tova, S.A., razón por la cual estas compañías se convierten en los Fideicomitentes Garantes.

Resulta positivo dentro de la estructura el hecho que existe un Fideicomiso de Garantía que administra y custodia todos los bienes hipotecados por las compañías afiliadas, para beneficio de los tenedores de los bonos en caso de que exista algún tipo de incumplimiento por parte del Emisor. A continuación, se presenta de forma gráfica la estructura de la Emisión:

Flujograma de las Emisiones de Bonos Corporativos emitidos por Arrow Capital



Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Equilibrium

### Garantías de las Emisiones

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las series de bonos corporativos emitidas por Arrow, bajo el primer y segundo programa, poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes:

- Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de los Fideicomitentes Garantes. Las

propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de la Serie emitida.

- Cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los flujos provenientes de uno o varios contratos de arrendamiento que han sido cedidos a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento.
- El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas de los distintos fideicomisos.



- La cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las mejoras que existan o se incorporen a futuro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso.
- Los intereses y demás créditos que generan los activos que conformen el Fideicomiso.

#### Administración de los Flujos

La descripción de las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las series de bonos corporativos emitidos, se detalla a continuación:

- **Cuenta de Concentración:** es en donde se depositan los fondos provenientes de la cesión de los cánones de arrendamiento que recibe trimestralmente y cualquier otro fondo que sea aportado por el Emisor o por los Fideicomitentes Garantes. Asimismo, esta cuenta se utiliza para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia el monto necesario para cubrir los pagos de intereses y capital de las series de bonos corporativos.
- **Cuenta Reserva:** corresponde a la partida en la cual el Emisor mantiene la suma dineraria que debe cubrir un pago del servicio de deuda (intereses + capital). Es de señalar que dichos fondos podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósito a plazo fijo y/o en títulos valores líquidos que sean aceptables para el Fiduciario y para el Emisor.

#### Mecanismo de Asignación de Flujos

Esta sección aplica para el primer y segundo programa de bonos corporativos emitidos por el Emisor y corresponde a la cascada de pagos que se realizan con los flujos recaudados producto del alquiler de propiedades por parte de los Fideicomitentes Garantes. Una vez que estos alquileres son transferidos a los Fideicomisos, se procede a distribuir los pagos, de forma trimestral, de la siguiente manera:

- Pago de capital e intereses de las series de bonos corporativos, según el cronograma de pago respectivo.
- Depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de servicio de deuda.
- Pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario.
- Pago de intereses de las series subordinadas, siempre y cuando se haya realizado el pago de intereses y de capital correspondientes a cada una de las series de bonos corporativos, y, además, de haber cubierto los gastos generales y administrativos del Emisor.

#### Destino de los Recursos

Dado que Equilibrium califica las Series A, B y C (Subordinada) bajo el segundo programa rotativo de bonos, a continuación, se muestra el uso de los fondos recaudados bajo dicho programa en orden de prioridad:

- Amortizar deuda, bien sea del Emisor o de empresas afiliadas a su mismo Grupo Económico, específicamente, aquellas que se relacionen a las emisiones anteriores de bonos corporativos y subordinados. Cabe resaltar que esto se realizará de manera gradual, conforme el Emisor va colocando las

series correspondientes al programa rotativo. Esto no obedecerá a un cronograma específico, sino que dependerá de las necesidades de financiamiento que tenga el Emisor.

- Expandir las inversiones de las empresas que, junto con el Emisor, forman parte de un mismo Grupo Económico.
- Otorgar facilidades crediticias, garantizadas o no, a empresas relacionadas.

#### Cesión de Activos

Los activos cedidos a los Fideicomisos se constituyen como respaldo de los bonos emitidos por Arrow, con excepción de las series subordinadas.

#### Resguardos Financieros (Covenants)

Los siguientes resguardos aplican sólo para las series de bonos corporativos emitidos por Arrow, aunque debe tomarse en cuenta que el flujo dependerá de los ingresos que generen sus compañías afiliadas:

- Mantener una cobertura de flujos igual o mayor a 1.20 veces para las series emitidas bajo el programa rotativo de hasta US\$500 millones, mientras que para el programa de US\$150 millones aplica una cobertura de 1.0 vez. La cobertura de flujos se calcula de la siguiente forma: suma de los ingresos brutos anualizados de los contratos de arrendamiento cedidos a los Fideicomisos / suma anualizada de gastos por intereses y la porción corriente de la deuda a largo plazo para próximos 12 meses.
- Que el valor de mercado de los bienes inmuebles hipotecados a los Fideicomisos represente en todo momento al menos 135% del saldo en circulación de los bonos corporativos emitidos. Dicho valor de mercado deberá ser validado por un evaluador independiente aceptable al Fiduciario, quien realizará avalúos periódicos cada tres años. En el anexo III se puede observar el detalle de las garantías de los inmuebles hipotecados al Fideicomiso.
- Que las pólizas de seguro cedidas a los Fideicomisos permitan cubrir al menos el 80% del valor de reposición de las mejoras sobre las fincas hipotecadas y cedidas, presente y futuras.
- Que la Cuenta Reserva permita cubrir por lo menos una vez el servicio de deuda, en todo momento.
- Como condición especial aplicable solamente a los bonos subordinados, sólo se podrá realizar el pago de intereses y capital a dichos instrumentos cuando se haya pagado el total de los intereses y capital correspondiente a las series de bonos corporativos.

#### Eventos de Incumplimiento

Se podrá solicitar el vencimiento anticipado de los bonos emitidos por Arrow bajo las siguientes circunstancias, salvo cuando más del 51% de los tenedores de los bonos expresen lo contrario:

- Si el Emisor incumple en el pago de intereses. En este escenario, Arrow tendrá un plazo de cinco días hábiles para subsanar dicho incumplimiento.
- Incumplimiento en el pago de una cuota de capital para cada una de las series emitidas.

- Cualquier incumplimiento en los términos y condiciones de los contratos de arrendamiento en caso de que estos garanticen una o varias series de los bonos referidos en el Prospecto Informativo.
- Si Arrow incumpliere cualquiera de las Garantías, Condiciones Financieras, Obligaciones de Hacer, Obligaciones de No hacer o Contratos de Arrendamiento en caso de que una o varias series sean garantizadas por el flujo de ingresos de dichos contratos.
- Si cualquiera de las declaraciones y garantías del Emisor resulte ser falta o inexacta en algún aspecto de importancia.
- Si se produce algún evento de incumplimiento cuyo efecto sea acelerar o permitir el aceleramiento del pago de deudas a cargo del Emisor que conjuntamente sumen más de US\$1.0 millón.
- Si cualquier documento de garantía dejase de ser válido como colateral de la Emisión.
- Si cualquiera de las garantías otorgadas o que se lleguen a otorgar a favor del Fideicomiso de Garantía sufriera desmejoras o depreciación que la hagan insuficiente para los fines que se constituyó y que simultáneamente el Emisor no aportara garantías adicionales en monto y forma aceptables al Fideicomiso.
- Si las fincas cedidas resultan ser secuestradas, embargadas o en cualquier otra forma perseguida.
- Si se nacionaliza, expropia o confisca las fincas, las acciones de los Fideicomitentes Garantes o las acciones del Emisor.
- Si se decreta la quiebra del Emisor.
- Si se produce un cambio de control del Emisor o de cualquier arrendatario que represente más del 51% del arrendamiento mensual de la totalidad de los contratos de arrendamiento de las fincas.
- Si alguna autoridad facultada revoca alguna licencia, permiso o concesión que sea material para el desarrollo de las operaciones del Emisor.
- Si se produce algún cambio sustancial adversos en los negocios, en la condición financiera o en las operaciones del Emisor o si ocurre alguna circunstancia de naturaleza financiera, política o económica, ya sea nacional o internacional, que le dé al Agente de Pago, Registro y Transferencia fundamentos razonables para concluir que el Emisor no podrá, o será capaz de pagar el capital e intereses de las emisiones colocadas.

#### Entidades Participantes

##### El Fiduciario

La estructura de la primera y segunda emisión de Arrow involucra a Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank Corporation) como Fiduciario de las series de bonos corporativos. Como tal, dicha empresa se encarga de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes. A continuación, se muestran las principales cifras financieras de Global Bank Corporation, empresa propietaria del Fiduciario. Cabe destacar que este banco mantiene una alta participación de mercado en la industria bancaria local.

#### Global Bank Corporation y Subsidiarias

US\$ millones	Jun.16*	Jun.17*	Sep.17
Activos	6,041.4	6,624.9	6,598.8
Patrimonio	511.9	576.5	589.0
Utilidad	80.1	76.4	16.9
ROAA	1.40%	1.21%	1.14%
ROAE	16.64%	14.03%	12.89%

\*Cierre de año fiscal.

Fuente: Global Bank / Elaboración: Equilibrium

#### El Originador

Tova, S.A. es una compañía que se dedica principalmente a la compra y venta de mercancía seca al detal. Específicamente, mantiene como *core* de negocio la venta de ropa, calzados, cosméticos, artículos para el hogar, perfumes, juguetes, accesorios, mueblería, entre otros productos, todos orientados a diversos segmentos de la población. Además, Tova cuenta con cadenas de tiendas por departamento, las cuales venden todos los productos señalados anteriormente.

Como parte del proceso de calificación de riesgo de las series de bonos emitidos por Arrow, Equilibrium realizó una revisión de cifras financieras de Tova, S.A., con el objetivo de validar la capacidad de pago que existe detrás del Emisor. Adicionalmente, Equilibrium realizó un proceso de debida diligencia completo a esta compañía para determinar su sostenibilidad hacia futuro, así como para comprobar la fortaleza financiera detrás de las garantías cedidas al Fideicomiso. Lo anterior resulta necesario debido a que Tova, S.A. es la que realiza el pago de los arrendamientos cedidos a los Fideicomisos.

Como resultado de la revisión, Equilibrium valida que Tova, S.A. cuenta con una adecuada fortaleza financiera, y un modelo de negocio sostenible en el tiempo. También existen algunos riesgos para esta operación como, por ejemplo, la sensibilidad del sector *retail* ante cambios adversos en las condiciones económicas.

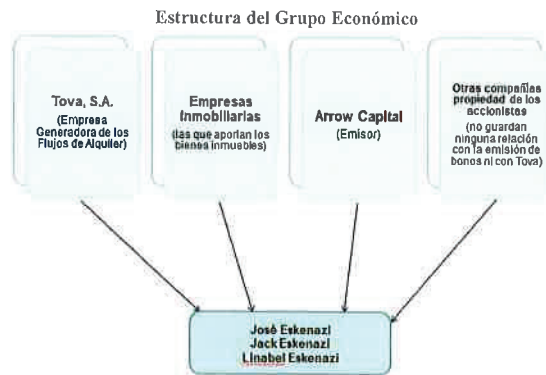
Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow y Equilibrium, no se revelarán cifras correspondientes a Tova, S.A. o alguna de sus compañías afiliadas.

#### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado y Directorio de Arrow se presentan en el Anexo II del presente informe. El Emisor no cuenta con una administración propia, dada la naturaleza de su creación, por lo que la misma es ejercida por Tova, S.A.

#### Grupo empresarial

El Emisor es propiedad de un equipo de profesionales que mantiene una trayectoria en el sector *retail* panameño y que pertenecen a la familia Eskenazi, la cual tiene participación importante sobre diversos negocios a nivel local. El cuadro a continuación muestra la composición del grupo económico:



Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

## ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Cada serie de bonos emitida por Arrow puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los mismos que se encuentran debidamente listados en el Prospecto Informativo de los Bonos. En este sentido, los riesgos que merecen mayor atención son los siguientes:

- **Riesgo de Ausencia de Garantías:** Todas las series subordinadas estarán respaldadas únicamente con el crédito general del Emisor, toda vez que no cuentan con garantías reales para el pago de capital e intereses. En cuanto a las series corporativas garantizadas, los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado y por consiguiente su valor de realización podría ser inferior al porcentaje requerido de cobertura.
- **Riesgo de Repago de Capital:** La fuente principal para el pago de capital de los bonos provendrá de los cánones de arrendamiento de los arrendatarios de las empresas relacionadas al Emisor. Si el flujo de arrendamientos se viese interrumpido, disminuido o afectado en alguna forma, existe riesgo de incumplir con los pagos de intereses y capital de los bonos corporativos y subordinados. Además, algunos *covenants* aplicables a los bonos corporativos establecen una cobertura mínima de los flujos de alquiler de 1.0 vez y de 1.20 veces, respectivamente, dependiendo del Programa sobre el cual se emitan los instrumentos.
- **Riesgo de Subordinación al Pago de Capital e Intereses:** Debido a que el Emisor aún mantiene bonos corporativos en circulación pertenecientes a su primer programa, específicamente bajo las series A, C y E, se considera como riesgo el hecho que dichos instrumentos puedan tener prelación sobre una o varias de las series corporativas que se emitan bajo el nuevo programa de bonos rotativos.
- **Riesgo de Emisiones en Circulación:** Aquellos bonos que no estén garantizados estarán subordinados al pago de capital e intereses de aquellos valores que sí cuentan con garantías. Este apartado aplica específicamente a los bonos subordinados.
- **Riesgo de Obligaciones de Hacer y No Hacer:** El incumplimiento por parte del Emisor de cualquiera de las Obligaciones de Hacer o de las Obligaciones de No Hacer, o de cualquier término y condición de los bonos conllevará al vencimiento anticipado de las obligaciones del Emisor bajo los bonos, siempre que dicho incumplimiento dé lugar al derecho que se declare el vencimiento anticipado de la deuda.
- **Riesgo de Modificación de Términos y Condiciones:** El Emisor podrá modificar los términos y condiciones de las series garantizadas ya emitidas en cualquier momento con el voto favorable de los tenedores de los bonos que representen más del 75% del capital adeudado de la Serie a la cual se le pretenda hacer modificaciones. En el caso que se requiera hacer cambios sobre los bonos no garantizados o subordinados, se deberá tener una aprobación superior al 51% de los tenedores de dichos instrumentos.
- **Riesgo General del Emisor:** El Emisor no cuenta con operaciones que pudiesen representar una fuente de repago adicional, dado que es una sociedad de propósito especial cuyo principal objetivo de negocio es el extender facilidades de crédito a empresas relacionadas, que en conjunto poseen accionistas en común, las cuales se dedican al negocio de arrendamiento de locales comerciales a Tova, S.A. y a otras empresas no relacionadas. Además, esto también constituye una dependencia del Emisor hacia flujos que reciben las empresas afiliadas, es decir, los Fideicomitentes Garantes. No menos importante resulta que el Emisor ha acumulado pérdidas desde su registro en el año 2013, y que no ha recibido ningún tipo de ingresos dada su naturaleza de negocio, lo que causa que su patrimonio sea negativo.
- **Riesgo de Dependencia de Clientes:** Cierta porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago del capital e intereses de los bonos provienen de las operaciones normales de Tova, S.A. De igual manera, la principal fuente de repago de capital e intereses también provendrá de ingresos producto de contratos de arrendamiento entre Tova y los Fideicomitentes Garantes. Las fluctuaciones en la economía nacional podrían incidir en alguna medida en las fuentes de ingresos identificadas.
- **Riesgo País:** Debido a que las operaciones del Emisor, Fideicomitentes Garantes, Originador y otras empresas relacionadas al grupo económico al que pertenece Arrow desarrollan sus actividades en Panamá, la capacidad de pago de los intereses y del capital están ligados al comportamiento de la economía local. Debido al tamaño reducido y a la diversificación de la economía panameña, la ocurrencia de acontecimientos adversos en Panamá podría tener un impacto más pronunciado que si se dieran en el contexto de una economía más diversificada y extensa. La condición financiera de Tova también podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño, el cual ha ejercido y continúa ejerciendo influencia sobre muchos aspectos



del sector privado. Por lo tanto, no pueden darse garantías de que el crecimiento en la economía de Panamá continuará en un futuro o que futuros acontecimientos políticos, económicos o regulatorios no afectarán adversamente al Originador de los flujos.

- **Riesgo de Desastres Naturales, Caso Fortuito o Fuerza Mayor:** El acaecimiento de un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Originador o causar la interrupción de su capacidad de generar ingresos. Adicionalmente, Tova no puede asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural no excederá los límites de cobertura de sus pólizas de seguro. Por otra parte, los efectos de un desastre natural en la economía panameña podrían ser severos y prolongados, causando una disminución en la actividad comercial del Originador. Por lo tanto, ante dicho escenario, se podría tener un efecto adverso significativo en el negocio de Tova, su condición financiera y resultados operativos.
- **Riesgo de Competencia:** Debido a que una porción considerable de los flujos para el pago de intereses y capital de los bonos provienen de las operaciones de Tova, S.A. y compañías relacionadas, existe cierta sensibilidad a que una competencia desleal por parte de otras compañías en su giro de negocio pueda afectar de forma negativa sus ingresos.

#### ANÁLISIS FINANCIERO DE ARROW CAPITAL, CORP.

Debido a un acuerdo de confidencialidad firmado entre Equilibrium y el Emisor, esta sección se ceñirá únicamente a las cifras presentadas por Arrow Capital, Corp. y no se relevará ningún tipo de información relacionada a las compañías afiliadas, quienes fungen como compañías originadoras de los ingresos devengados por el Emisor, salvo aquellos que hayan sido puestos a conocimiento público por medio del Prospecto Informativo de los Bonos calificados.

Cabe precisar que, para la debida evaluación de los bonos, Equilibrium ha revisado toda la información disponible sobre las compañías afiliadas, además de los datos relacionados a los locales comerciales cedidos en garantía al Fideicomiso; todo esto con la finalidad de observar la fortaleza financiera detrás del Emisor, lo cual actúa como mitigante a la estructura.

#### Activos y Liquidez

Al 30 de septiembre de 2017, los activos de Arrow ascienden a US\$179.0 millones, registrando un incremento de 6.0% en comparación al mismo periodo del ejercicio anterior. El incremento mencionado se debe principalmente al crecimiento de los préstamos por cobrar (+6.4%), rubro que representa el 98.7% de la totalidad de los activos.

En relación a lo anterior, la función del Emisor consiste en brindar facilidades de financiamiento a compañías pertenecientes a su mismo grupo económico, por lo que los fondos que genera por la emisión de sus bonos

corporativos son transferidos a compañías relacionadas en concepto de Préstamos por Cobrar. A su vez, dichas compañías relacionadas son las que en la estructura de la emisión actúan como los Fideicomitentes Garantes y cada una de ellas tiene bajo su propiedad un bien inmueble que es arrendado por el Originador de los flujos, Tova, S.A. Además, dichos inmuebles son hipotecados al fideicomiso de garantía para respaldar las emisiones de bonos en circulación.

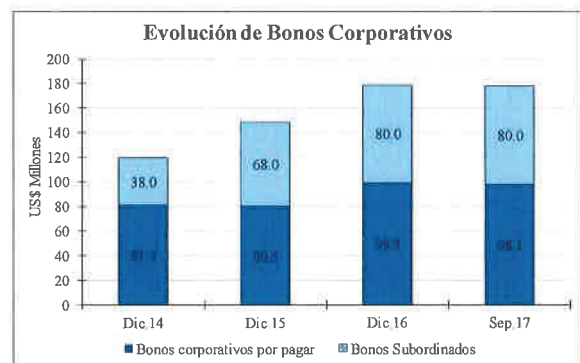
En línea con lo anterior, cabe señalar que, los flujos recibidos por las compañías relacionadas en calidad de Fideicomitentes Garantes, en concepto de Préstamos por Cobrar, son utilizados ya sea para el refinanciamiento de deuda existente o para facilitar actividades de expansión del grupo.

Por otro lado, el resto de los activos de Arrow están compuestos básicamente por el Fondo Fiduciario de Reserva, que a fecha de este análisis asciende a US\$2.3 millones. Dicho rubro se alimenta de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento entre los Fideicomitentes Garantes y el Originador.

#### Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de septiembre de 2017, los pasivos de Arrow totalizaron US\$179.2 millones, registrando un incremento de 6.0% en comparación al mismo periodo del ejercicio anterior. La deuda financiera correspondiente a los bonos corporativos por pagar asciende a US\$178.1 millones y representa el 99.5% de los pasivos totales. Dicho crecimiento se debe principalmente a la salida al mercado de la Serie C (Subordinada) del Programa de Bonos Rotativos por hasta US\$500 millones.

Destaca que el Emisor contempla una desaceleración en el crecimiento de la deuda financiera, toda vez que las series futuras que se emitan bajo el Programa Rotativo estarán destinadas al refinanciamiento de las Series emitidas bajo la primera Emisión (US\$150 millones), con excepción de las Series Subordinadas. La gráfica a continuación muestra la evolución de la deuda financiera del Emisor:



Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

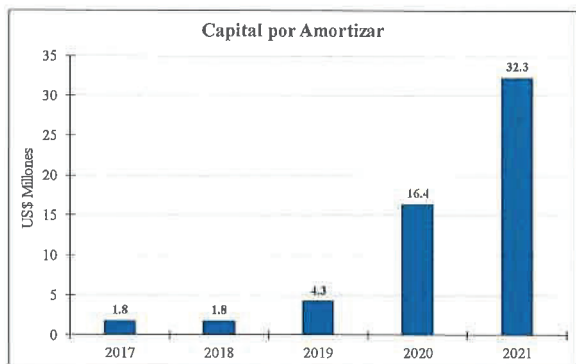
Arrow ha emitido dos programas de Bonos, el primero por un monto de hasta US\$150 millones No Rotativo, mientras que el segundo corresponde a un programa rotativo de hasta US\$500 millones. Los bonos subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y su amortización se encuentra condicionada a una serie de términos



establecidos en el prospecto informativo de la emisión. En línea con lo anterior, cabe indicar que la tasa de interés de las series correspondientes a bonos subordinados -los mismos que por su propia naturaleza no poseen ningún tipo de garantía- es de 12%. Estas características los convierten en cuasi-capital desde un punto de vista de solvencia. Adicionalmente, dichos bonos se incluyen como parte de los fondos de capital para los cálculos de indicadores de apalancamiento. Las características de los Bonos Corporativos emitidos bajo el programa calificado se muestran en detalle en el anexo IV.

Para garantizar el pago del servicio de deuda, los Bonos Corporativos emitidos por Arrow cuentan con el respaldo de Fideicomisos de Garantía, que aseguran que el Emisor cumpla una serie de garantías y resguardos financieros. Dichos Fideicomisos cuentan con la hipoteca de bienes inmuebles que respaldan la emisión y los prospectos establecen que el valor de mercado de los inmuebles hipotecados debe cumplir con una cobertura mínima de 135% sobre el saldo en circulación de la deuda. Al 30 de septiembre de 2017, los bienes inmuebles que respaldan las series del programa de bonos corporativos rotativos hasta por US\$500 millones registran una cobertura de 203%. Adicionalmente, la estructura establece que el valor de mercado de los bienes inmuebles debe actualizarse cada 3 años.

Por otro lado, con relación a los vencimientos de las distintas series, el gráfico a continuación muestra la amortización de capital de los próximos años, asumiendo que no se ejecute la opción de redimir los bonos de manera anticipada:



Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

Es claro que para los años 2020 y 2021 se espera una mayor amortización de capital por parte del Emisor, toda vez que para estos años la estructura de la emisión contempla el repago de la serie A del primer programa de bonos, así como también el repago de las series A y B correspondientes al segundo programa de bonos corporativos rotativos. Con el fin de mitigar el impacto que esto tendría sobre los flujos provistos por Tova, el Emisor ha manifestado que estaría refinanciando los bonos mediante la emisión de nuevas series incorporadas dentro de dicho programa, aprovechando que los reguladores han autorizado la emisión por un monto de hasta US\$500 millones.

Por otro lado, cada una de las series de bonos corporativos emitidos presenta una fecha de redención anticipada específica. Arrow contempla aprovechar dicha opción para redimir sus bonos antes del vencimiento de manera que pueda obtener mayor holgura para el pago de intereses y capital a futuro. Las fechas de redención anticipada para cada Serie se presenta en el cuadro a continuación:

#### Fechas de Redención Anticipada por Serie Emitida

Programa	Serie	Fecha de Redención Anticipada	Período de redención antes del vencimiento
US\$150 MM	Serie A	15-ene-18	5 años
	Serie C	04-dic-18	5 años
	Serie E	18-nov-19	5 años
Rotativo de US\$500 MM	Serie A	19-may-21	15 días
	Serie B	05-ago-20	11 meses

Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de septiembre de 2017, el patrimonio neto del Emisor es negativo, totalizando -US\$194.6 mil, producto de la acumulación de pérdidas en periodos anteriores, las cuales han sobrepasado el bajo monto de acciones comunes de Arrow (US\$10 mil). A esto se suma el hecho que Arrow no genera ningún tipo de ingreso -debido a su naturaleza de vehículo de propósito especial- toda vez que los flujos que se generan por concepto de los Préstamos por Cobrar son utilizados directamente por los Fideicomitentes Garantes para realizar el pago de intereses y de capital de los bonos emitidos.

No obstante, debido a que los propios accionistas de Arrow han adquirido los bonos subordinados emitidos y que el patrimonio neto es negativo, se considera que estos instrumentos pueden ser deducidos de la deuda financiera, mas no incluirlos dentro del patrimonio del Emisor. Por lo tanto, este ajuste en el criterio permite evaluar índices de apalancamiento financiero que no toman en cuenta el efecto de los bonos subordinados.

Al revisar las cifras del Originador y combinar su deuda financiera con la emitida por Arrow, se observa un nivel de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA ajustado) relativamente alto si se incluyen los bonos subordinados (7.31 veces), sin embargo, dichos niveles se encuentran en valores más regulares que los observados en Arrow de forma individual. De utilizarse el criterio de apalancamiento ajustado<sup>3</sup>, las cifras del Originador, en conjunto con las de Arrow, muestran un nivel relativamente moderado, considerando que no se están incluyendo los bonos subordinados, debido al alto peso que ejercen sobre la estructura de capital.

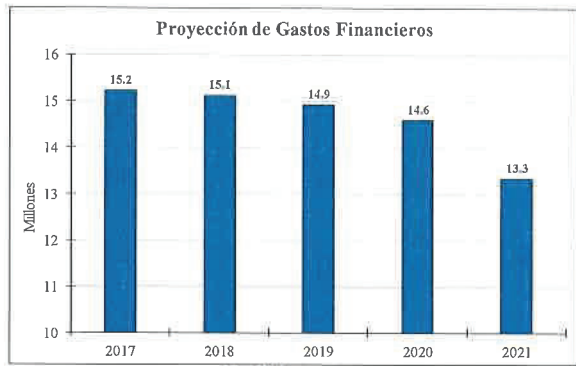
#### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Propio de las características del Emisor como vehículo de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés), Arrow no ha registrado ingresos en los últimos periodos. Al 30 de septiembre de 2017, el Emisor registra ingresos operativos que ascienden a US\$13.0 mil, provenientes de los intereses

<sup>3</sup> Apalancamiento ajustado = (Deuda Financiera - Bonos Subordinados) / EBITDA ajustado

que han devengado sus préstamos por cobrar. Ante la ausencia de cifras representativas, esta sección hará referencia a los flujos de alquiler que han sido cedidos a los Fideicomisos, en conjunto con la información del Servicio de Deuda que puede ser extraída de los Prospectos Informativos emitidos por Arrow.

El gráfico a continuación muestra el pago de intereses según los cronogramas de amortización:



Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

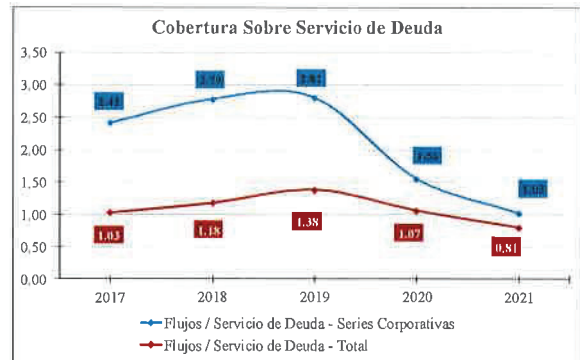
Por la propia naturaleza de los bonos subordinados, la mayor parte del desembolso que realiza el Emisor en concepto de gasto de interés se encuentra destinada hacia dichos instrumentos.

Por otro lado, el pago de los intereses no es realizado directamente por Arrow, sino por parte de los Fideicomitentes Garantes que, a su vez, reciben los flujos derivados de los contratos de arrendamiento de los inmuebles alquilados por Tova, S.A. En ese sentido, la cobertura del servicio de deuda de la emisión proviene de una porción de los pagos en concepto de alquiler que reciben mensualmente los Fideicomitentes Garantes y que es depositada en las cuentas de concentración de cada Fideicomiso. En línea con lo anterior, los flujos de alquiler mencionados que son cedidos a los Fideicomisos deben cumplir con el resguardo financiero (covenant) descrito en

el prospecto informativo que establece una cobertura mínima de 1.20 veces el servicio de deuda para el programa calificado.

Otra característica importante dentro de la estructura de flujos futuros es que cada uno de los contratos pactados entre Tova y los Fideicomitentes Garantes tiene una duración que coincide con el plazo de las series de bonos corporativos y subordinados emitidos.

En relación a las coberturas sobre el servicio de deuda, el gráfico a continuación muestra en detalle la estructura del modelo financiero suministrado por el Emisor:



Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

Tal como se puede observar, la porción de los flujos de alquiler proyectada mantendría el cumplimiento del resguardo financiero en donde se establece una cobertura mínima del servicio de deuda de 1.20 veces para las series corporativas (A y B), sin embargo, la cobertura es más ajustada para las series subordinadas, toda vez que dichas series se encuentran en el último nivel de prioridad de la cascada de pagos. Por otro lado, para los años 2020 y 2021 la cobertura se estrecha, debido a que, como se ha mencionado en puntos anteriores, para este periodo el Emisor debe cumplir con una amortización de capital importante que asciende a US\$16.4 millones para el 2020 y US\$32.3 millones para el 2021.

ARROW CAPITAL CORP.  
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA  
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	3	1	580	573	23
Préstamos por cobrar	118,282	147,487	166,053	177,608	176,688
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>118,284</b>	<b>147,489</b>	<b>166,634</b>	<b>178,181</b>	<b>176,712</b>
Fondo Fiduciario de reserva	2,289	1,934	2,289	2,300	2,337
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>2,289</b>	<b>1,934</b>	<b>2,289</b>	<b>2,300</b>	<b>2,337</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>120,573</b>	<b>149,423</b>	<b>168,923</b>	<b>180,481</b>	<b>179,049</b>
<b>PASIVOS</b>					
Cuentas por pagar - otras	1	0	.0	.1	.0
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>1</b>	<b>.0</b>	<b>.0</b>	<b>.1</b>	<b>.0</b>
Bonos corporativos por pagar	119,250	148,500	167,688	179,250	178,070
Bonos corporativos por pagar	81,250	80,500	99,688	99,250	98,070
Bonos Subordinados	38,000	68,000	68,000	80,000	80,000
Cuentas por pagar accionistas	10	10	10	10	25
Interes sobre bonos por pagar	1,307	961	1,347	1,355	1,149
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>120,567</b>	<b>149,471</b>	<b>169,044</b>	<b>180,615</b>	<b>179,243</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>120,568</b>	<b>149,471</b>	<b>169,044</b>	<b>180,615</b>	<b>179,243</b>
<b>POSICIÓN DE LOS ACCIONISTAS</b>					
Capital social	10	10	10	10	10
Utilidades del periodo	(4)	(53)	(73)	(86)	(60)
Utilidades retenidas de periodos anteriores	(1)	(5)	(58)	(58)	(144)
<b>TOTAL POSICIÓN</b>	<b>5</b>	<b>(48)</b>	<b>(121)</b>	<b>(134)</b>	<b>(195)</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y POSICIÓN</b>	<b>120,573</b>	<b>149,423</b>	<b>168,923</b>	<b>180,481</b>	<b>179,049</b>

ARROW CAPITAL CORP.  
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO  
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>
Ingresos por intereses	0	0	0	0	13
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>4</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>73</b>
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>(4)</b>	<b>(53)</b>	<b>(73)</b>	<b>(86)</b>	<b>(60)</b>
Gasto de intereses sobre bonos	0	0	0	0	0
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>(4)</b>	<b>(53)</b>	<b>(73)</b>	<b>(86)</b>	<b>(60)</b>



## ANEXO I

## HISTORIA DE CALIFICACIÓN – ARROW CAPITAL, CORP.

Instrumento	Calificación Anterior (31.03.2017) *	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500 millones (Series A y B)	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.

\*Informe publicado el 21 de agosto de 2017

## ANEXO II

## Accionistas al 30.09.2017

Accionistas	Participación
José Eskenazi	40.0%
Jack Eskenazi	40.0%
Linabel Eskenazi	20.0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

## Directorio al 30.09.2017

Directorio	
José Eskenazi	Presidente
Jack Eskenazi	Secretario
Linabel Eskenazi	Tesorera

Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

## ANEXO III

## DETALLE DE LAS GARANTÍAS INMUEBLES CEDIDOS POR ARROW A LOS FIDEICOMISOS

Emisión	Fincas Hipotecadas	Nombre de la Sociedad Arrendataria	Tienda	Ubicación	Valor de Mercado	Fecha de último avalúo
Programa US\$500 millones Series A y B	77554	Conéctate, S.A.	Tecnicell	Albrook Mall	383,378	Enero 17
	77555		Cerrado		383,378	
	77556		Giga		383,378	
	77557		Bésame		383,378	
	77558	Cerrado	383,378			
	77559	Samybet, S.A.	Piruetas		433,635	
	77563		Candy Land		399,473	
	4964	Inversiones Toar, S.A.	El Campeón	Calidonia	5,300,000	Agosto 2015
	F5974		El Campeón	Avenida Central	5,360,000	Agosto 2015
	99079	Metro Store Properties	Steven's	Metro Mall	24,560,000	Septiembre 2015
	99328					
	99225					
					<b>37,970,000</b>	

Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium



## ANEXO IV

## DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS COLOCADOS CALIFICADOS – ARROW CAPITAL, CORP.

Programa Rotativo de US\$500 millones		
Serie	A	B
Monto máximo de la Serie	US\$10 millones	US\$10 millones
Monto en circulación	US\$9.4 millones	US\$9.4 millones
Plazo	5 años	5 años
Tasa de interés	5.30%	5.30%
Fecha de colocación	Junio 2016	Agosto 2016
Periodo de gracia	Ninguno	Ninguno
Pago de Capital	5.0% (vigencia), 75.0% (al vencimiento)	5.0% (vigencia), 75.0% (al vencimiento)
Garantía	Fideicomiso de Garantía	Fideicomiso de Garantía
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro
Resguardos	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.20 veces de cobertura de flujos sobre S.D.	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.20 veces de cobertura de flujos sobre S.D.
Condición Especial	Ninguna	Ninguna
Fiduciario	Global Financial Funds	Global Financial Funds
Calificación de riesgo	BBB+.pa por Equilibrium	BBB+.pa por Equilibrium

Fuente: Arrow / Elaboración: Equilibrium

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.