

**ARROW CAPITAL CORP.**

**Calle Aquilino De La Guardia y Esquina con Calle 50**

**T: + 507 228-2222**

Panamá, 29 de octubre de 2024

Licenciado

**Julio Javier Justiniani**

Superintendente

Superintendencia del Mercado de Valores

República de Panamá

Estimado Licdo. Justiniani:

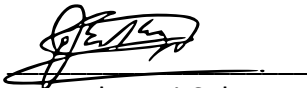
Adjunto publicamos el Informe de fecha 29 de octubre de 2024 donde Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. afirma la calificación A-.pa asignada a las Series F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S de Bonos Corporativos Garantizados, y la calificación BBB-.pa a las Series C, L y M de Bonos Subordinados No Acumulativos de Arrow Capital, Corp. Adicionalmente, Moody's Local Panamá asigna la calificación A-.pa a la Serie T de Bonos Corporativos Garantizados a ser emitidas, y retira la calificación A-.pa a la Serie E de Bonos Corporativos Garantizados, producto de su redención anticipada.

Calificaciones Públicas Actuales:

Bonos Corporativos	<b>A-.pa</b>
Bonos Subordinados	<b>BBB-.pa</b>

Esperamos que reciban la información a su entera satisfacción.

Atentamente,



José Eskenazi Cohen

Cédula 6-53-874

Presidente

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

Sesión de comité:

29 de octubre de 2024

# Arrow Capital Corp.

**RESUMEN**

**CALIFICACIÓN PÚBLICA**

**Actualización**

CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

	Calificación	Perspectiva
Bonos Corporativos	A-.pa	N.A.
Bonos Subordinados	BBB-.pa	N.A.

(\*) La nomenclatura 'pa' refleja riesgos solo comparables en Panamá.  
Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. ("en adelante, Moody's Local Panamá") afirma la calificación A-.pa asignada a las Series F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S de Bonos Corporativos Garantizados, y la calificación BBB-.pa a las Series C, L y M de Bonos Subordinados No Acumulativos de Arrow Capital, Corp. (en adelante, Arrow Capital o el Emisor). Adicionalmente, Moody's Local Panamá asigna la calificación A-.pa a la Serie T de Bonos Corporativos Garantizados a ser emitidas, y retira la calificación A-.pa a la Serie E de Bonos Corporativos Garantizados, producto de su redención anticipada.

Las calificaciones asignadas a los Bonos Corporativos Garantizados se sustentan en la estructura de emisión, que incluye la cesión de bienes inmuebles custodiados por un Fideicomiso de Garantía, que deben cubrir en todo momento por lo menos 1.35x el saldo en circulación de las Series Garantizadas de Bonos emitidas por Arrow Capital, a lo que se suma la cesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantes por parte del Originador Tova S.A., flujos que son depositados en Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del pago de la deuda.

Las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguros sobre las fincas hipotecadas, que deben representar en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados, así como una Cuenta de Reserva que debe cubrir el pago de intereses del siguiente trimestre.

Al 30 de junio de 2024, el Fideicomiso de Garantía -manejado por Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank)- reportó fondos en la Cuenta de Concentración y en la Cuenta de Reserva por US\$2.1 millones, los mismos que permitieron cubrir el Servicio de Deuda (Series Garantizadas) de Arrow Capital del siguiente trimestre, mientras que el pago de los intereses de las Series Subordinadas se cubrieron con transferencias directas en modalidad *pass-through*.

El Fideicomiso de Garantía correspondiente a las Series Garantizadas F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S cuenta con un valor de fincas cedidas que ha mantenido el cumplimiento del ratio mínimo establecido de 135%, siendo que al 30 de junio de 2024 la cobertura sobre el saldo insoluto de las Series Garantizadas fue de 156%, mostrando holgura.

La calificación asignada a las Series Subordinadas recoge la naturaleza de subordinación frente al resto de los pasivos de Arrow Capital, siendo Bonos no acumulativos que no cuentan con ningún tipo de garantía.

Del mismo modo, las calificaciones otorgadas a las Series de Bonos Corporativos Garantizados de Arrow Capital consideran la buena performance exhibida por las ventas de Tova, S.A., quien es el originador de los flujos

**CONTACTOS**

Fernando Cáceres +511.616.0401  
Associate Director Credit Analyst  
[Fernando.caceres@moodys.com](mailto:Fernando.caceres@moodys.com)

Juan Carlos Alcalde +511.616.0410  
Director Credit Analyst  
[juancarlos.alcalde@moodys.com](mailto:juancarlos.alcalde@moodys.com)

Jaime Tarazona +511.616.0417  
Ratings Manager  
[Jaime.tarazona@moodys.com](mailto:Jaime.tarazona@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Panamá  
+507.214.3790

cedidos a los Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda de Arrow Capital. Las ventas del Originador al cierre del primer semestre de 2024, superaron los ingresos en el mismo corte del 2023, y se espera un crecimiento en las ventas para el cierre de este año con respecto al 2023.

También se considera favorable que Tova nunca dejó de atender sus obligaciones financieras durante el periodo de mayor restricción de movilidad y cierre de distintos sectores de la economía a raíz de la pandemia COVID-19, incluyendo el pago de los cánones de arrendamiento a las Sociedades Fideicomitentes, a pesar de que sus ingresos y generación se vieron afectados. Lo anterior se reflejó en el cumplimiento del resguardo financiero de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda de las Series Garantizadas (1.0x), según consta en la certificación proporcionada por parte del Fiduciario.

A pesar de lo indicado previamente, al corte de análisis, limita poder otorgar una mayor categoría a las distintas Series de Bonos Garantizados de Arrow Capital, el riesgo de refinanciamiento que ostenta el Emisor, considerando que al 30 de junio de 2024 el 79.03% de los Bonos Corporativos Garantizados vigentes mantienen un esquema de amortización *bullet* (el 100% del capital se paga al vencimiento).

Suma a lo anterior, los riesgos inherentes al Originador de los flujos (Tova, S.A.), quien se desenvuelve en el sector *retail* asociado principalmente a productos no esenciales o discrecionales, que tiene una elevada correlación con los ciclos económicos.

#### **Fortalezas crediticias**

- Continuo crecimiento de las ventas de Tova, S.A.
- Estructura de garantías de las Series Senior de Bonos Corporativos.
- Cuenta de Reserva que cubre los intereses del siguiente trimestre.

#### **Debilidades crediticias**

- Riesgo de refinanciamiento en las Series con esquema de amortización *bullet*.
- Susceptibilidad del sector *retail* a los ciclos económicos.

#### **Factores que pueden generar una mejora de la calificación**

- Mejora sostenida en la capacidad de pago del Originador, Tova, S.A., que se vea traducida en un aumento en los ratios de cobertura del Servicio de Deuda (incluyendo el arrendamiento operativo) y en una disminución de los ratios de apalancamiento.

#### **Factores que pueden generar un deterioro de la calificación**

- Disminución sostenida de la generación de Tova, S.A. y/o aumento en los niveles de deuda de este último que mermen los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (incluyendo el arrendamiento operativo) y ajusten la solvencia.
- Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que conlleve a que se incumpla el ratio establecido en las emisiones de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados.

#### **Principales aspectos crediticios**

Debido a un acuerdo de confidencialidad firmado entre Moody's Local 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. Para la debida evaluación de las distintas Series de Bonos calificadas, Moody's Local 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 que respalda al Emisor y mitiga los riesgos de la estructura.

**Los activos se mantienen estables, con fondos de reserva siempre suficientes para el siguiente trimestre**

Arrow capital registró activos totales por US\$251.0 millones al 30 de junio de 2024, sin cambio significativo respecto al cierre del 2023 (-0.18%). Se resalta que 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 (garantizadas y no garantizadas) son transferidos a compañías relacionadas en concepto de Préstamos por Cobrar, los cuales al 30 de junio de 2024 ascendieron a US\$248.9 millones.

**Estabilidad de los pasivos y patrimonio es recurrentemente negativo**

El 99.19% del pasivo total se compone de las emisiones de Bonos Corporativos y Subordinados, siendo el saldo de Bonos Corporativos por pagar US\$123.9 millones y el saldo de Bonos Subordinados US\$125.0 millones. Los Bonos Subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y su amortización se encuentra condicionada al cumplimiento de ciertos términos establecidos en el prospecto informativo de la Emisión. Debido a esta característica, esta deuda se considera cuasi-capital desde un punto de vista de solvencia. Al cierre del primer semestre de 2024, no se registraron variaciones significativas.

El patrimonio neto del Emisor históricamente se ha mantenido en terreno negativo, producto de la acumulación de pérdidas propias de su naturaleza como vehículo especial con un único propósito de emitir deuda. Arrow Capital no genera ningún tipo de ingreso, dado que los flujos que se generan por concepto de los Préstamos por Cobrar son utilizados para realizar el pago de intereses y capital de las distintas Series de Bonos emitidas. En tal sentido, al 30 de junio de 2024 el patrimonio se situó en -US\$78.5 mil (vs -US\$55.9 mil a diciembre de 2023) relacionado a la pérdida del periodo.

**Resultados interanuales a junio de 2024 en terreno negativo, en línea con el resultado a junio de 2023**

Propio de las características del Emisor como vehículo de propósito especial, los ingresos corresponden únicamente a los intereses que han devengado sus Préstamos por Cobrar. El pago de los intereses a los bonistas no es realizado directamente por Arrow Capital, sino por los Fideicomitentes Garantes, quienes a su vez reciben los flujos derivados de los contratos de arrendamiento de los inmuebles alquilados por Tova, S.A. (exceptuando las Series Subordinadas). Al cierre de junio de 2024, el Emisor registró ingresos operativos por US\$47.7 mil y una pérdida neta de US\$22.6 mil (vs una pérdida de US\$25.8 mil a junio de 2023).

La cobertura del Servicio de Deuda de las Series de Bonos proviene de una porción de los pagos en concepto de alquiler que reciben mensualmente -de Tova- los Fideicomitentes Garantes, la cual es depositada en las Cuentas de Concentración de cada Fideicomiso. Los flujos de alquiler cedidos a los Fideicomisos deben cumplir con el resguardo financiero descrito en el Suplemento Informativo de cada Serie, el mismo que establece una cobertura mínima del Servicio de Deuda de 1.0x para las Series vigentes F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S. Dichos resguardos son de cumplimiento obligatorio únicamente para las Series de Bonos Corporativos Garantizados, mas no para los Bonos Subordinados, por lo que los mismos no se consideran en el cálculo de dicho resguardo financiero. Al 30 de junio de 2024, según las cartas firmadas por el fiduciario, Arrow Capital cumple adecuadamente con los límites de cobertura de flujos establecidos.

**Otras Consideraciones****Limitantes**

No se tuvieron limitantes de información en la presente revisión.

**Hechos de importancia**

El 3 de septiembre de 2024, Arrow Capital notificó que el 15 de octubre de 2024 se realizaría una redención anticipada total de la Serie E por US\$17 millones. Esta Serie será redimida con la emisión de dos nuevas Series: R y S.

El 14 de octubre de 2024, Arrow Capital anunció que el 18 de noviembre de 2024 se realizará una redención anticipada parcial de la Serie F por la suma de US\$4 millones.

El 15 de octubre de 2024, Arrow Capital redimió totalmente la Serie E por US\$17 millones con recursos de la emisión de las Series R y S.

## Los activos subyacentes de los instrumentos clasificados

### Descripción de la Estructura

Arrow Capital mantiene registrados dos Programas de Bonos, los cuales cuentan con distintas Series emitidas, entre Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados. Los Bonos Garantizados calificados por Moody's Local corresponden a las Series F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S del Segundo Programa y las Series Subordinadas C, L y M del Primer Programa, cuyas características se detallan en el Anexo II del presente informe. Las Series de Bonos emitidas bajo el Primer y Segundo Programa, exceptuando aquellas que corresponden a los Bonos Subordinados, cuentan con estructuras similares. En primer lugar, los inversionistas (tenedores de los Bonos) proveen de recursos al Emisor al momento de adquirir los mismos. Luego, Arrow Capital distribuye los fondos recaudados hacia sociedades del mismo Grupo Económico bajo la figura de un 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 la existencia de 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 de Arrow Capital (ver Anexo III para más información de la estructura).

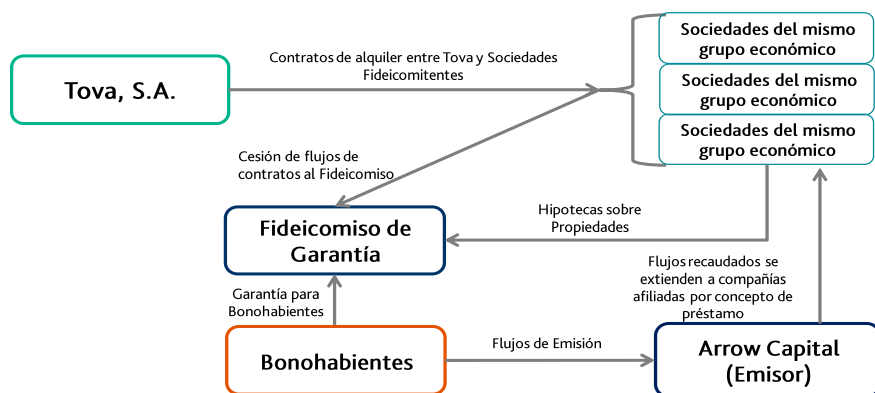
Al 30 de junio de 2024, el Emisor registró Bonos por US\$248.9 millones, entre Corporativos Garantizados y Subordinados. El Primer Programa de Bonos, hasta por US\$150.0 millones, fue efectuado con la intención de realizar inversiones y cubrir necesidades de expansión corporativa del Grupo Tova. A la fecha el Emisor únicamente mantiene tres Series subordinadas emitidas bajo dicho Programa por un total de US\$68 millones, no calificadas por Moody's Local. En cambio, las Series emitidas bajo el Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos, hasta por US\$500.0 millones, mantienen como objetivo el pago de los vencimientos de las Series contempladas dentro del Primer Programa y a su vez financiar expansiones futuras.

### Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos Garantizados de Arrow Capital poseen las siguientes garantías y bienes que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes: i) primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de los Fideicomitentes Garantes. Las propiedades y Fideicomitentes Garantes varían dependiendo de la Serie emitida, ii) la 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, iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas de los distintos Fideicomisos, iv) 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, y v) los intereses y demás créditos que generan los activos que conformen el Fideicomiso.

### Mecanismo de Asignación de Flujos

La estructura de Emisión constituyó las siguientes cuentas para atender el pago de las obligaciones señaladas: Cuenta de Concentración y Cuenta Reserva. Una vez que los flujos recaudados producto del alquiler de propiedades por parte de los Fideicomitentes Garantes son transferidos a los Fideicomisos, se procede a distribuir los pagos, de forma trimestral, de la siguiente manera: i) pago de capital e intereses de las Series de Bonos Corporativos Garantizados, según el cronograma de pago respectivo, ii) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda, iii) pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario, y iv) pago de intereses de las Series Subordinadas, siempre y cuando se haya realizado el pago de intereses y de capital correspondiente a cada una de las Series de Bonos Corporativos Garantizados y, además, que se hayan cubierto los gastos generales y administrativos del Emisor. El siguiente diagrama representa el esquema de la Titulización:



Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local Panamá

## Los riesgos a los que están expuestos los activos que sirven de respaldo de los valores

### Riesgo de Ausencia o Pérdida de Valor de las Garantías

Todas las Series Subordinadas estarán respaldadas únicamente con el crédito general del Emisor, dado que no cuentan con garantías reales para el pago de capital e intereses en caso fallen los flujos del Originador. 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 del Capital

La fuente principal para el pago del capital de los Bonos proviene de los cánones de arrendamiento de los arrendatarios de las empresas relacionadas al Emisor (específicamente Tova, S.A.). Si el flujo de arrendamientos se ve interrumpido, disminuido o afectado en alguna forma, existe riesgo de que se incumpla con los pagos de intereses y capital de los Bonos Corporativos Garantizados y de los Bonos Subordinados.

### Riesgo de Refinanciamiento

Dado que el Emisor contempla redimir parte de los Bonos en circulación a través de la emisión de nuevas Series, existe la posibilidad de que el refinanciamiento de la deuda se de en condiciones desfavorables en términos de costo o del plazo.

### 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 represente más del 75% del capital adeudado de la Serie a la cual se le pretenda hacer modificaciones. En caso 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 (SPV) cuyo objetivo de negocio es el extender facilidades de crédito a empresas relacionadas, 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, de 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 ingreso dada su naturaleza de negocio, lo que causa que su patrimonio sea negativo.

### Riesgo de Dependencia de Clientes

Cierto 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 del 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.

## Descripción y análisis de originador y fiduciario

### El Emisor – Arrow Capital Corp.

Arrow Capital Corp. 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 (SPV), por lo que no tiene operaciones comerciales. En este sentido, su actividad consiste en extenderle facilidades de crédito a las 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.

### El Fiduciario – Global Financial Funds

La estructura de la Segunda Emisión de Arrow Capital 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 las inmobiliarias del Grupo, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de estos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

### El Originador – Tova, S.A.

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 prendas de vestir, calzado, cosméticos, artículos para el hogar, perfumes, juguetes, accesorios, mueblería, entre otros productos, 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 Capital, Moody's Local revisó las cifras financieras de Tova, S.A., con el objetivo de validar la capacidad de pago que existe detrás del Originador de los flujos. Lo anterior resulta necesario debido a que Tova, S.A. es quien realiza el pago de los arrendamientos cedidos a los Fideicomisos. Como resultado de la revisión, Moody's Local validó que Tova, S.A. cuenta con una adecuada fortaleza financiera y un modelo de negocio sostenible en el tiempo. Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow Capital y Moody's Local, no se revelan las cifras correspondientes a Tova, S.A. o de alguna de sus compañías afiliadas.

## Anexo

**TABLA 1** Indicadores Clave - Arrow Capital, Corp.

Indicadores	Jun-24 LTM	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Activos (US\$ Miles)	250,977	251,422	251,918	198,260	200,644
Utilidad Neta (US\$ Miles)	(23)	11	17	26	42

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local Panamá

**TABLA 2** Indicadores Clave - Global Financial Funds

Indicadores	Jun-24	Jun-23	Jun-22	Jun-21	Jun-20
Activos (US\$ Miles)	14,874	13,751	12,385	11,306	10,432
Utilidad Neta (US\$ Miles)	1,734	1,002	1,096	449	847
ROAA	12.12%	7.66%	9.25%	4.13%	8.55%
ROAE	12.97%	8.32%	9.93%	4.56%	8.76%

Fuente: Global Financial Funds / Elaboración: Moody's Local Panamá

**TABLA 3** Resguardos de la Emisión (sobre las Series Garantizadas)

Indicadores	Jun-24 LTM	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital > 135%	156%	156%	149%	160%	155%
Cobertura de Flujos sobre el Servicio de Deuda >1.0x*	>1.0x	>1.0x	>1.0x	>1.0x	>1.0x
Pólizas cedidas / Valor de reposición de inmuebles > 80%*	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%

\*El Fiduciario no proporciona el detalle del cálculo, sólo certifica que Arrow Capital se encuentra en cumplimiento del resguardo.

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local Panamá

### Información Complementaria

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Arrow Capital, Corp.				
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Series F, G, I, J, K, N, O, P, Q, R y S</b> (hasta por US\$129.5 millones)	A-.pa	N.A.	A-.pa	N.A.
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Serie T</b> (hasta por US\$4 millones)	(nueva) A-.pa	N.A.	-	-
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Serie E</b> (hasta por US\$20 millones)	RET	N.A.	A-.pa	N.A.
Bonos Subordinados del Programa Rotativo por hasta US\$ 500.0 millones <b>Serie C, L y M</b> (hasta por US\$57.0 millones)	BBB-.pa	N.A.	BBB-.pa	N.A.

### Información considerada para la calificación.

La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2020, 2021, 2022 y 2023, y los Estados Financieros Interinos al 30 de junio de 2023 y 2024 de Arrow Capital, Corp., así como la documentación respectiva sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US\$500 millones. De igual forma, se utilizaron los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2020, 2021, 2022 y 2023, y los Estados Financieros Interinos al 30 de junio de 2023 y 2024 de Tova, S.A. Moody's Local Panamá comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han



realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local Panamá no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella.

**Definición de las calificaciones asignadas.**

Consulte el documento Escalas de Calificaciones de Panamá, disponible en <https://www.moodyslocal.com/country/pa>, para obtener más información sobre las definiciones de las calificaciones asignadas.

*Moody's Local Panamá agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA.pa a CCC.pa y de ML A-1.pa a ML A-3.pa. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

**Metodología Utilizada.**

→ Metodología de Calificación de Bonos Titulizados de Flujos Futuros - (12/9/2019), disponible en <https://www.moodyslocal.com/country/pa>

**Declaración de importancia.**

La calificación de riesgo de la entidad constituye únicamente una opinión profesional e independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar sus riesgos.

© 2024 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 LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES 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 PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualquier persona o entidad 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

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

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total 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. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

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

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.