

Panamá, 6 de noviembre de 2019.

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

Atención: Licda. Olga Cantillo  
Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General

Estimados Señores:

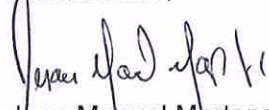
Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera auditada al 30 de junio de 2019, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., decidió ratificar la calificación **BBB+.pa** a las Series A, B, D, E y F de los Bonos Corporativos, y asignar la calificación **BBB+.pa** a las Series G, H e I próximas a ser emitidas, todas contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US\$500 millones de Arrow Capital, Corp.

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

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos (Serie A, B, D, E y F)	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.
Bonos Corporativos (Serie G, H e I)	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.

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,



Juan Manuel Martans  
Gerente General

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
06 de noviembre de 2019

### Actualización

#### CALIFICACIÓN\*

Arrow Capital, Corp

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB+.pa

(\* *La nomenclatura ".pa"* refleja riesgos solo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo  
VP – Senior Analyst / Manager  
[ana.carrizo@moodys.com](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Roberto Vallejo  
Associate Analyst  
[roberto.vallejo@moodys.com](mailto:roberto.vallejo@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

## Arrow Capital, Corp

### Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante Moody's Local PA) ratifica la categoría BBB+.pa a las Series A, B, D, E y F de Bonos Corporativos, todas contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US\$500.0 millones de Arrow Capital, Corp. (en adelante, Arrow Capital o el Emisor). Asimismo, el Comité de Calificación decidió asignar la calificación BBB+.pa a las series G, H e I próximas a ser emitidas, también contempladas en el Programa Rotativo de hasta US\$500.0 millones.

Las calificaciones asignadas se sustentan en la fortaleza financiera Tova, S.A., Originador de los flujos cedidos a los Fideicomisos para el pago del servicio de deuda, así como en la estructura misma de las Series calificadas. Cabe señalar que Tova, S.A. es una empresa que pertenece al mismo Grupo Económico del Emisor, manteniendo como core de negocio la venta de mercancía seca al detal (retail). En ese sentido, según las proyecciones remitidas por el Emisor, los flujos transferidos trimestralmente al Fideicomiso derivados de las operaciones del Originador serían suficientes para el pago del Servicio de Deuda (excluyendo la cuota balloon contemplada al final del cronograma de las distintas Series de Bonos calificadas). Cabe mencionar que Moody's Local 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 se presenten escenarios de estrés de liquidez. Aporta igualmente de manera positiva el respaldo que le proporcionan los bienes inmuebles cedidos al Fideicomisos de Garantía; el cual deberá cubrir en todo momento por lo menos 1.35 veces el saldo en circulación de la deuda. De igual manera, la estructura establece la cesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantes de parte del Originador, los mismos que son depositados en Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del repago de la deuda. Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos calificadas cuentan con la garantía de las pólizas de seguro que deben representar en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados.

No obstante lo señalado anteriormente, la calificación se encuentra limitada por la elevada palanca financiera que registran de manera conjunta tanto el Emisor como el Originador, toda vez que la carga financiera propiciada por los Bonos en circulación es alta en comparación a la generación de flujos operativos. Asimismo, en línea con la coyuntura del sector retail se observa un retroceso en las ventas del Originador. En ese sentido, la cobertura del Servicio de Deuda se ajusta en los ejercicios 2020 y 2021 producto de las cuotas balloon a pagar por algunas Series de Bonos Corporativos, conllevando a que los flujos operativos del Originador no sean suficientes, propiciando un riesgo de refinanciación. Al respecto, adicional a las series G, H e I próximas a emitirse, Arrow mantiene el desafío de seguir buscando alternativas en el mercado de valores y con instituciones financieras nuevas deudas, cuyo destino de fondos será exclusivamente el refinanciamiento de deuda.

Es importante señalar que existe un acuerdo de confidencialidad entre Moody's Local PA y Arrow Capital a fin de no revelar las cifras de Tova, S.A., por lo que las mismas no han sido incluidas dentro del presente informe de calificación. Moody's Local PA seguirá realizando el monitoreo al desempeño de los principales indicadores y capacidad de pago del Emisor, comunicando al mercado de forma oportuna cualquier variación en la percepción del riesgo.

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

- » Disminución progresiva en el nivel de deuda financiera del Emisor.
- » Aumento del Flujo de Caja Operativo del Originador, de manera que sea suficiente para cubrir el Servicio de Deuda en los años 2020 y 2021.
- » 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 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 Servicio de Deuda.
- » Pérdida de 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 del refinanciamiento en un periodo de alto Servicio de Deuda, comprometiendo así el pago de las Series de Bonos Corporativos.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

### Indicadores Clave

Tabla 1

#### Arrow Capital, Corp

	Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$ Miles)	192,619	193,306	179,472	180,481
Utilidad Neta (US\$ Miles)	(54)	22	(41)	(86)

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

Tabla 2

#### Global Financial Funds

	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$ Miles)	9,363.3	2,352.4	1,432.5	885.0
Utilidad Neta (US\$ Miles)	574.0	933.8	508.6	262.9
ROAA	9.80%	48.65%	43.38%	33.72%
ROAE	10.04%	52.94%	52.63%	42.19%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 3

#### Resguardos de la Emisión

	Jun-19	Dic-18	Dic-17
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series A y B >135%	225%	218%	205%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series D, E y F >135%	168%	168%	-

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

## Generalidades

### Descripción de la Estructura

Arrow Capital mantiene registrados dos Programas de Bonos, los cuales cuentan con distintas Series emitidas, entre Bonos Corporativos y Bonos Subordinados. Los Bonos calificados por Moody's Local corresponden a las Series A, B, C, D, E, F, G, H e I del Segundo Programa, cuyas características se detallan en el Anexo II. Las Series de Bonos emitidas bajo el Primer y el 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 del Emisor. Mayor detalle sobre la estructura se detalla en el Anexo III.

Al 30 de junio de 2019, el Emisor registra Bonos por US\$189.9 millones, entre Corporativos y Subordinados. El Primer Programa de Bonos por US\$150.0 millones fue efectuado con la intención de realizar inversiones y cubrir necesidades de expansión corporativa del Grupo Tova. En cambio, las Series del Segundo Programa de Bonos Rotativos, hasta por US\$500.0 millones, mantiene como objetivo el pago de los vencimientos de las Series contempladas dentro del Primer Programa y a su vez financiar expansiones futuras.

### Entidades Participantes

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, 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.

El Fiduciario – Global Financial Funds

La estructura de la Primera y 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 el Emisor, 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 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 Capital, Moody's Local PA 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. Adicionalmente, Moody's Local PA realizó un proceso de debida diligencia 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 quien realiza el pago de los arrendamientos cedidos a los Fideicomisos. Como resultado de la revisión, Moody's Local PA valida que Tova, S.A. cuenta con una adecuada fortaleza financiera y un modelo de negocio sostenible en el tiempo. Sin embargo, se mantiene como un riesgo inherente a la operación la sensibilidad del sector retail ante cambios adversos en las condiciones económicas, riesgo que se ha materializado en las cifras del Originador, resultando en un detrimento de las ventas. Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow Capital y Moody's Local PA, no se revelarán cifras correspondientes a Tova, S.A. o de alguna de sus compañías afiliadas.

### Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia, Arrow realizó la emisión de la Serie F en el marco del Segundo Programa de Bonos Corporativos por US\$13.0 millones el 27 de setiembre de 2019, utilizando los fondos obtenidos para la amortización parcial de la serie C del Primer Programa de Bonos Corporativos. Asimismo, el Emisor se encuentra próximo a emitir las series G, H e I en el marco del Segundo Programa de Bonos Rotativos, cuyos fondos serán utilizados para la amortización total de las series C y E del Primer Programa de Bonos Corporativos, así como para mejoras y ampliaciones de ciertas tiendas del Grupo. Las condiciones de esta serie se detallan en el Anexo II.

## Análisis financiero del Deudor – Arrow Capital, Corp<sup>1</sup>

Debido a un acuerdo de confidencialidad firmado entre Moody's Local PA 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 PA 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.

### Activos y Liquidez

#### RETROCESO EN LOS ACTIVOS EN LÍNEA CON LAS AMORTIZACIONES DE LOS BONOS

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, los mismos que al 30 de junio de 2019 representan el 98.90% del total de activos. Cabe señalar que los activos de Arrow Capital ascienden a US\$192.6 millones, exhibiendo un ajuste de 0.40% respecto al primer semestre del 2018 en línea con la amortizaciones realizadas. Por otro lado, el resto de los activos de Arrow Capital lo compone el Fondo Fiduciario de Reserva que, a junio 2019, asciende a US\$2.0 millones. Dicho rubro se alimenta de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento entre los Fideicomitentes Garantes y el Originador.

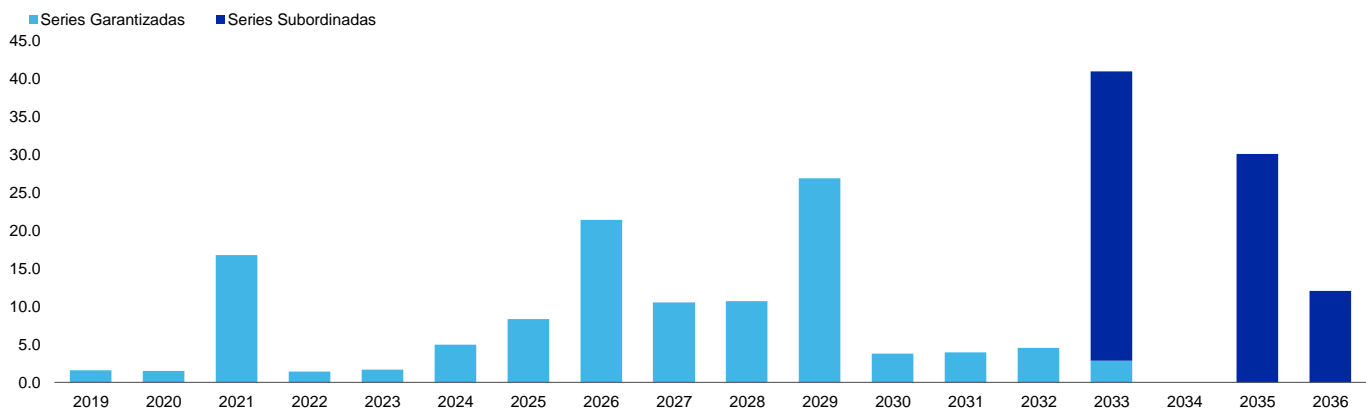
### Estructura Financiera y Solvencia

#### PASIVO COMPUESTO POR EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS Y SUBORDINADOS

Al 30 de junio de 2019, el 98.47% de los pasivos estaba compuesto por las emisiones de Bonos Corporativos y Subordinados calificados por Moody's Local PA. Al primer semestre del 2019, los pasivos de Arrow Capital ascienden a US\$192.8 millones, retrocediendo en 0.39% respecto a junio 2018 debido a la amortización de las series garantizadas. A la fecha de análisis, el saldo de Bonos Corporativos por pagar asciende a US\$109.9 millones, mientras los Bonos Subordinados se sitúan en US\$80.0 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. Esta característica convierte esta deuda 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 los indicadores de apalancamiento. El patrimonio neto del Emisor se mantiene en terreno negativo, producto de la acumulación de pérdidas propias de su naturaleza como vehículo para emitir deuda. Arrow Capital no genera ningún tipo de ingreso, 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 capital de las distintas Series de Bonos emitidas. Los fondos de la emisión de la Serie F, por US\$13.0 millones, fueron utilizados para amortizar parcialmente la Serie C del Primer Programa, la cual contempla aumento en la cuota de capital a partir del 2021. Los fondos de las emisiones G, H e I serán utilizados para la amortización total de las series C y E del primer programa, reduciendo el capital por pagar de los años próximos. Las cuotas balloon de las Series A y B calificadas con vencimiento en 2021 serán refinanciadas mediante la emisión de nuevas Series.

Gráfico 1

Capital por Pagar\* – US\$ millones



\*Considera la emisión de las Series G, H e I

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

<sup>1</sup> La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 y los Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2018 y 2019 de Arrow Capital, Corp

Al revisar las cifras del Originador y combinar su deuda financiera con la emitida por Arrow Capital, al 31 de julio de 2019, se observa un nivel de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA ajustado<sup>2</sup>) elevado si se incluyen los Bonos Subordinados (11.83 veces). De utilizarse el criterio de apalancamiento ajustado y excluir los Bonos Subordinados, las cifras del Originador, en conjunto con las de Arrow Capital mantienen un apalancamiento financiero de 6.81 veces.

### Rentabilidad y Eficiencia

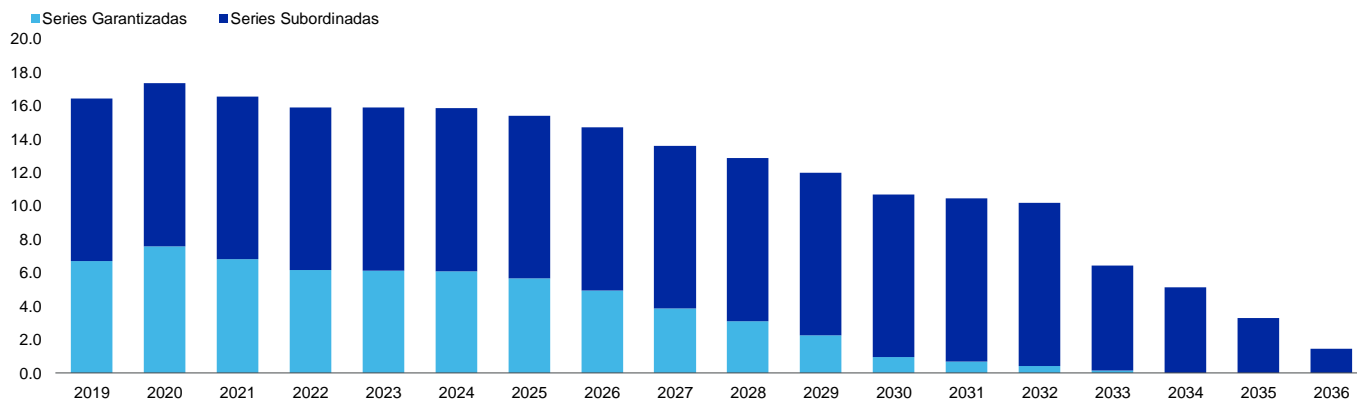
DADA LA CONDICION DE VEHÍCULO DE PRÓPOSITO ESPECIAL, EL EMISOR CONTINÚA PRESENTANDO PÉRDIDAS.

Propio de las características del Emisor como vehículo de propósito especial, los ingresos de Arrow Capital corresponden únicamente a los intereses que han devengado sus Préstamos por Cobrar. El pago de los intereses a los bonohabientes 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. Los gastos administrativos de Arrow duplican los ingresos de intereses, por lo que el Emisor genera pérdidas. En el primer semestre del 2019, el Emisor registró ingresos operativos por US\$45.9 mil y una pérdida neta de US\$54 mil.

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 los Fideicomitentes Garantes y que 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 de 1.20 veces el Servicio de Deuda para las Series A y B y una cobertura mínima de 1.0 vez para las Series D, E y F. Dichos resguardos son de cumplimiento obligatorio únicamente para las Series de Bonos Corporativos, más no para los Bonos Subordinados, por lo que los mismos no se consideran en el cálculo del covenant. A la fecha de análisis, de acuerdo con las cartas firmadas por el fiduciario, Arrow Capital cumple adecuadamente con los límites de cobertura de flujos establecidos.

Gráfico 2

Intereses por Pagar\* – US\$ millones



\* Considera la emisión de las Series G, H e I

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

<sup>2</sup> EBITDA Ajustado = Resultado Operativo + Depreciación y Amortización + Gastos de Alquiler



## ARROW CAPITAL, CORP

## Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Jun-19	Dic-18	Jun-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>ACTIVOS</b>						
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5	17	37	42	573	1
Préstamos por Cobrar	190,508	191,108	190,569	176,992	177,608	147,487
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>190,513</b>	<b>191,125</b>	<b>190,606</b>	<b>177,034</b>	<b>178,181</b>	<b>147,489</b>
Fondo Fiduciario de Reserva	2,106	2,181	2,786	2,438	2,300	1,934
<b>Activo No Corriente</b>	<b>2,106</b>	<b>2,181</b>	<b>2,786</b>	<b>2,438</b>	<b>2,300</b>	<b>1,934</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>192,619</b>	<b>193,306</b>	<b>193,392</b>	<b>179,472</b>	<b>180,481</b>	<b>149,423</b>
<b>PASIVOS</b>						
Cuentas por Pagar	.0	.3	1.5	.0	.1	0
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>.0</b>	<b>.3</b>	<b>1.5</b>	<b>.0</b>	<b>.1</b>	<b>.0</b>
Bonos Corporativos por Pagar	109,875	110,750	111,625	97,632	99,250	80,500
Bonos Subordinados por Pagar	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	68,000
Cuentas por pagar a Accionistas	62	27	25	25	10	10
Intereses sobre Bonos por Pagar	2,889	2,682	1,938	1,990	1,355	961
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>192,826</b>	<b>193,459</b>	<b>193,588</b>	<b>179,647</b>	<b>180,615</b>	<b>149,471</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>192,826</b>	<b>193,459</b>	<b>193,590</b>	<b>179,647</b>	<b>180,615</b>	<b>149,471</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>						
Capital Emitido	10	10	10	10	10	10
Resultado del Ejercicio	(54)	22	(22)	(41)	(86)	(53)
Resultado Acumulados	(164)	(185)	(185)	(144)	(58)	(5)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>(207)</b>	<b>(154)</b>	<b>(198)</b>	<b>(175)</b>	<b>(134)</b>	<b>(48)</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>192,619</b>	<b>193,306</b>	<b>193,392</b>	<b>179,472</b>	<b>180,481</b>	<b>149,423</b>

## ARROW CAPITAL, CORP

## Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Jun-19	Dic-18	Jun-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>46</b>	<b>87</b>	<b>42</b>	<b>32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>99</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>86</b>	<b>53</b>
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>(54)</b>	<b>22</b>	<b>(22)</b>	<b>(41)</b>	<b>(86)</b>	<b>(53)</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(54)</b>	<b>22</b>	<b>(22)</b>	<b>(41)</b>	<b>(86)</b>	<b>(53)</b>

## Anexo I

## Historia de Calificación

## Arrow Capital, Corp

Instrumento	Calificación Anterior Con información financiera al 30.06.19 <sup>1</sup>	Calificación Actual Con información financiera al 30.06.19	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Series A, B, D, E y F</b> (hasta por US\$88.0 millones)	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.
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Series G, H e I</b> (hasta por US\$35.0 millones)	---	(nueva) 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.

<sup>1</sup>Sesión de Comité del 20 de septiembre de 2019.



## Anexo

## Detalle del Instrumento Calificado

## Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$500.0 millones

	Serie A	Serie B	Serie D	Serie E	Serie F
Monto colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 30.0 millones	US\$ 25.0 millones	US\$13.0 millones
Saldo en circulación (30.06.19):	US\$ 8.5 millones	US\$ 8.5 millones	US\$ 30.0 millones	US\$ 25.0 millones	-
Fecha de colocación	Junio 2016	Agosto 2016	Junio 2018	Junio 2018	Setiembre 2019
Plazo:	5 años	5 años	10 años	15 años	7 años
Periodo de Gracia:	Ninguno	Ninguno	2 años	2 años	Bullet al vencimiento
Tasa:	5.30%	5.30%	Libor 3M + 2.75%, mínimo 5.75%. A partir del 2024 Libor 3M + 3%, mínimo 6%	Primeros 3 años: 6.25% Años 4 y 5: 6.50% Años 6 y 7: 6.75% Años 8-15: Libor 3M + 3.25%, mínimo 6.75%	Años 1 – 5: 6.00%, años 6 y 7: Libor 3M + 3%, mínimo 6%
Pago de capital:	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro			Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro	
Resguardos	135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles 1.20 veces de cobertura de flujos sobre S.D		135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D		

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

## Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$500.0 millones – Series a ser emitidas

	Serie G	Serie H	Serie I
Monto colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$20.0 millones
Fecha de colocación tentativa	Noviembre 2019	Noviembre 2019	Noviembre 2019
Plazo:	10 años	15 años	10 años
Periodo de Gracia:	1 año	1 año	Bullet al vencimiento
Tasa:	5.75%. Años 3-10: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5%, máximo 7.50%	6.0%. Años 3-15: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5.25%, máximo 7.75%	6.25%
Pago de capital:	Trimestral, amortizaciones crecientes	Trimestral, amortizaciones crecientes	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro		
Resguardos	135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D		

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

## Anexo III

### Detalle de la Estructura

#### Riesgos de la Estructura

##### 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 DEL CAPITAL

La fuente principal para el pago del 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 (dependiendo la Serie) establecen una cobertura mínima de los flujos de alquiler de 1.0 vez y de 1.20 veces, respectivamente.

##### RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

Dado que el Emisor contempla redimir gran 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 plazo.

##### RIESGO DE EMISIONES EN CIRCULACIÓN

Aquellos Bonos que no estén garantizados estarán subordinados al pago de capital e intereses de aquellos valores que sí cuenten con garantías. Este apartado aplica específicamente a los Bonos Subordinados.

##### 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

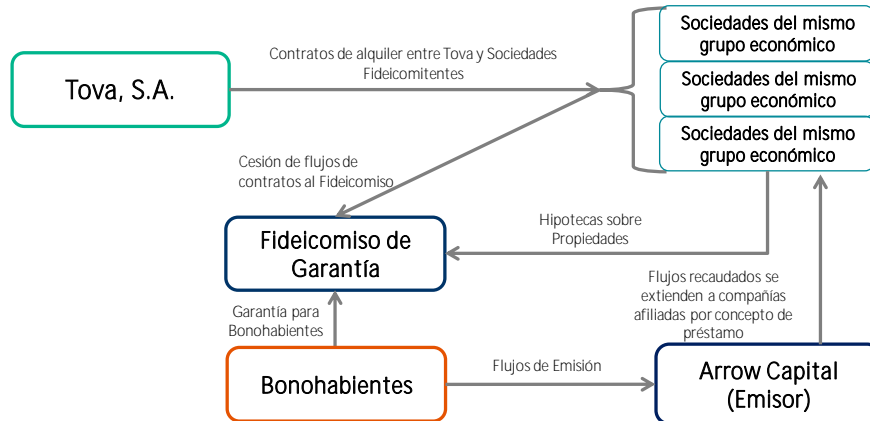
Cierto porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago del capital e intereses de los Bonos provienen de las operaciones normales de Tova, S.A. De igual manera, la principal fuente de repago del capital e intereses también provendrá de ingresos producto de contratos de arrendamiento entre Tova y los Fideicomitentes Garantes. Las fluctuaciones en la economía nacional podrían incidir en alguna medida en las fuentes de ingresos identificadas.

### Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por Arrow Capital bajo el Primer y Segundo Programa, 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) 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, 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 emitidas, y, además, de haber cubierto los gastos generales y administrativos del Emisor. El siguiente diagrama representa el esquema de la titulización:



Fuente: Arrow Capital. / Elaboración: Moody's Local PA

## Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moody.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 y los Estados Financieros Interinos al 30 de junio de 2018 y 2019 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 2015, 2016, 2017 y 2018 y los Estados Financieros Interinos al 31 de julio de 2019 de Tova, S.A. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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