

EQPA19/136

Panamá, 7 de junio de 2019.

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

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de asignar la categoría de riesgo de BBB.pa a las Series emitidas A, B, D, E, F, G, H e I de Bonos Corporativos Garantizados y J y K por emitir de Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$100.0 millones, así como la calificación BB.pa a la Serie A de Bonos Subordinados contemplada bajo el Programa Rotativo de Bonos Subordinados hasta por US\$50.0 millones. 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.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones (Serie A)	(nueva) BB.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimiento.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones (Series A, B, D, E, F, G, H e I emitidas)	(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
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones (Series J y K por emitir)	(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
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

La extensión “.pa” indica que está referida a una calificación local; 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.

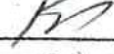
Atentamente,


Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá, EQPA19/136
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Bolsa de Valores de Panamá

Recibido por: 
Fecha: 7 Junio 2019
Hora: 12:15 PM



Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 7 de junio de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

María Gabriela Sedda
Analista
mседda@equilibrium.com.pa

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. En la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) se pueden consultar 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 de Inversiones Inmobiliarias Arrocha S.A. al 30 de junio de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como los Estados Financieros Interinos al 31 de diciembre de 2016, 2017 y 2018. Así también, se revisaron los Prospectos Informativos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$100.0 millones y de los Bonos Subordinados hasta por US\$50.0 millones. Al mismo tiempo, se analizaron los Suplementos Informativos de las todas las Series Calificadas, entre otra información relevante que incluye los Estados Financieros de Empresas Arrocha, S.A. Equilibrium 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. 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 otorgar la categoría BBB.pa a las Series A, B, D, E, F, G, H e I de Bonos Corporativos Garantizados emitidos por Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (en adelante, IIASA o el Emisor), las mismas que se encuentran contempladas bajo un Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US\$100.0 millones. Del mismo modo, aprobó otorgar la categoría BBB.pa a las Series J y K a ser emitidas bajo el mismo Programa de Bonos Corporativos Garantizados señalado anteriormente y la categoría BB.pa a la Serie A de Bonos Subordinados contemplada bajo un Programa de Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos de hasta US\$50.0 millones. La perspectiva asignada es Estable.

Las calificaciones otorgadas a las Series Garantizadas se sostienen en el respaldo que brindan las estructuras de las Emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por un Fideicomiso de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de Farmacias Arrocha, S.A. (FASA), empresa relacionada al Emisor, flujos que son depositados mensualmente en Cuentas de Concentración de manera que puedan ser administrados por los Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda. Sobre lo anterior, es importante señalar que el Programa de Bonos Corporativos Garantizados establece una cobertura mínima de 1.0 veces, la misma que es revisada anualmente y calculada en base a la información de los últimos 12 meses. En este sentido, cabe señalar que el 89% de los ingresos por alquiler de inmuebles de IIASA proviene de su relacionada Farmacias Arrocha, S.A., siendo esta última una de las cadenas de farmacias más grandes

Instrumento

Calificación*

Bonos Corporativos (nueva)
BBB.pa

Bonos Subordinados (nueva)
BB.pa

Perspectiva

Estable

(* Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos ver Anexo I y II en la última sección del informe.

y reconocida a nivel de marca en Panamá. Aporta igualmente el hecho que la ocupación del portafolio de inmuebles sea del 97% y las recientes adendas realizadas a los contratos de arrendamiento, a través de las cuales se extienden todos los contratos de alquiler pactados con la compañía relacionada por un plazo de 10 años, lo cual les garantiza una generación sostenida de flujos a largo plazo para IIASA y, además, incorporan a Empresas Arrocha, SA. como fiador solidario e ilimitado de todas y cada una de las obligaciones del arrendador y originador de flujos Farmacias Arrocha, S.A., lo cual fortalece la fuente de repago de las emisiones al incrementar el flujo de caja libre proveniente del grupo de empresas que consolidan con Empresas Arrocha, S.A. (el arrendatario Farmacias Arrocha, S.A., las compañías distribuidoras Cía. Astor, S.A. y César Arrocha Graell, S.A., y la inmobiliaria Pocoe, S.A.).

Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas, las mismas que deben representar en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados, a lo cual se suma la existencia de una Cuenta de Reserva que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda de los siguientes tres meses. Pondera igualmente en la calificación asignada a las Series Garantizadas la cobertura que ejerce el valor de los bienes inmuebles cedidos sobre el saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos, la misma que, según lo establecido en los Prospectos, debe superar en todo momento una cobertura de 130%, la misma que se cumple al corte de análisis. Sobre este punto, resulta importante señalar que las tasaciones de los bienes inmuebles cedidos se

realizan cada tres años, correspondiendo la última al ejercicio 2018.

Con respecto a la calificación asignada a la Serie de Bonos Subordinados, la misma recoge la naturaleza misma de estos instrumentos de subordinación frente al resto de pasivos del Emisor, a lo cual se suma que no se garantiza el pago de intereses sobre esta deuda y no cuenta con ningún tipo de garantía más que el patrimonio genérico del Emisor.

No menos importante resulta el soporte implícito que le brindan sus accionistas, los cuales poseen en adición a la inmobiliaria y las Empresas Arrocha, otros negocios complementarios, incluyendo la cadena de tiendas *retail* Félix B. Maduro, adquirida recientemente en conjunto con otros accionistas.

No obstante lo anterior, a la fecha limita a la Compañía poder contar con una mayor calificación, los ajustados indicadores de cobertura y solvencia que registra el Emisor, lo cual se sustenta en los altos niveles de apalancamiento que mantiene y que se plasman tanto en la Palanca Financiera (Deuda financiera/EBITDA LTM) como en la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio). En este sentido, es de señalar que IIASA presenta un ajustado patrimonio neto al compararlo con el volumen de pasivos, situación que muestra un mayor riesgo al estar conformado el patrimonio principalmente por utilidades retenidas de ejercicios anteriores y no contar con una política de dividendos establecida, ni restricciones o resguardos que limiten el pago de éstos. Adicionalmente, se considera que más del 85% de los Bonos Corporativos Garantizados emitidos y en proceso de emisión tienen una estructura *bullet* (se paga el 100% del principal en la fecha de redención del instrumento), lo que implica un riesgo de refinanciamiento, considerando que -de acuerdo a las proyecciones recibidas por parte del Emisor- los flujos derivados de los alquileres recibidos del Originador no serían suficientes para hacer frente a las obligaciones financieras provenientes de los servicios de deuda de los Bonos Corporativos Garantizados a lo largo de su vigencia.

Cabe indicar que, como parte del proceso de análisis, Equilibrium realizó una evaluación de las cifras de Empresas Arrocha, S.A. (EASA) al ser esta la compañía que garantiza las obligaciones de la originadora de los flujos de alquiler que ingresan a IIASA. En ese sentido, se toma en cuenta en la evaluación que EASA registra una consistente disminución en los indicadores de rentabilidad asociado a gastos producto de la apertura de nuevas tiendas de su subsidiaria Farmacias Arrocha, el aumento del salario mínimo y menores márgenes como consecuencia de la competencia existente en este sector y la coyuntura económica actual de desaceleración del consumo en Panamá. Para mitigar esta situación, el Emisor se encuentra tomando medidas para reducir sus niveles de inventario, mejorar los márgenes y controlar los gastos operativos, los cuales espera se vean reflejados en los siguientes ejercicios fiscales.

No menos importante, dentro de las limitaciones de las calificaciones asignadas, se encuentra el espacio de mejora que tiene IIASA en cuanto a la implementación de Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, toda vez que a la fecha no cuenta con Directores Independientes, Comités de Gestión ni con una política de dividendos establecida.

Finalmente, Equilibrium dará seguimiento a la evolución del desempeño financiero tanto del Emisor como del Originador de los flujos (FASA) y del fiador solidario (EASA), a fin de validar que el modelo financiero proyectado se cumpla. Igualmente, se dará seguimiento a que el Emisor revele al mercado los cambios recientes realizados en la estructura de los Bonos Corporativos Garantizados calificados, lo cual implica la incorporación del deudor solidario y la extensión del plazo de los contratos cedidos en garantía. Adicionalmente, se llevará un monitoreo sobre las condiciones económicas del país y de la industria *retail* local, con el propósito de identificar posibles factores de riesgo que surjan y puedan afectar indirectamente la estructura de la Emisión, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la calificación de riesgo asignada a las distintas Series de Bonos emitidas por IIASA.

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

- Mejora en la generación de flujos del Emisor que posibilite aumentar la cobertura al Servicio de Deuda.
- Disminución progresiva de la Palanca Financiera y Palanca Contable del Emisor.
- Mejora en las garantías o estructura propia del Programa de Bonos Corporativos Garantizados, incluyendo un mayor saldo en la Cuenta Reserva que permita cubrir más cuotas del Servicio de Deuda.
- Aumento en el canon de arrendamiento de los alquileres cedidos al Fideicomiso y/o cesión de nuevos contratos de alquileres y/o propiedades adicionales al Fideicomiso que aumenten las coberturas de alquileres cedidos sobre el Servicio de Deuda y de propiedades sobre saldo insoluto de los Bonos Corporativos Garantizados.
- Establecimiento de políticas de Buen Gobierno Corporativo en Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A.
- Aumento en la generación e indicadores de rentabilidad del Originador (FASA) y fiador solidario (EASA).

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

- Disminución relevante en los flujos generados por el Emisor y/o el Originador.
- Incremento sostenido de la Palanca Financiera que ajuste y comprometa el pago del Servicio de Deuda.
- Incremento en las tasas de interés, que tengan una repercusión en la cobertura del gasto financiero.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos y/o compromisos del Emisor.
- Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que afecten la cobertura del saldo de los Bonos Corporativos Garantizados.

Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS GARANTIZADOS

Antecedentes y Hechos Relevantes

IIASA es una sociedad anónima constituida de acuerdo a las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública N° 9962 del 9 de junio de 2006. La principal actividad del Emisor es la administración y el arrendamiento de bienes inmuebles, los cuales, en su gran mayoría, consisten en locales comerciales que son alquilados a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. (FASA).

El 8 de enero de 2015, IIASA celebró una fusión por absorción entre las sociedades Acelin, S.A., Arrochi, S.A., Arroalbro, S.A., Arroeste, S.A., Centennial Real State, S.A., Arrovista, S.A., Galtes Holding Inc., Bodega Chitré, S.A. y Molise Properties, S.A. Posteriormente, el 6 de febrero de 2015, IIASA adquiere el 100% de las acciones emitidas y en circulación de Unibay Corp., la cual era propietaria de 10 locales comerciales que, a la fecha, son alquilados a terceros.

Al 31 de diciembre de 2018, las propiedades inmobiliarias de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 61,888 m² con una ocupación del 97%, de los cuales aproximadamente el 89% está arrendado a Farmacias Arrocha, S.A. y el 8% restante a terceros.

El Emisor y su subsidiaria Unibay son regulados por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá.

Estructura de los Bonos Emitidos

Para financiar la adquisición de las propiedades de inversión, IIASA mantiene inscrito un Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US\$100.0 millones. Asimismo, mantiene en circulación un Programa de Bonos Subordinados de hasta US\$50.0 millones.

A continuación, se listan cada uno de los instrumentos en circulación de IIASA al 31 de diciembre de 2018:

Programa Rotativo de Bonos Garantizados (hasta por US\$100.0 millones)	Monto Emitido	Saldo en Circulación
Serie A	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones
Serie B	US\$18.0 millones	US\$8.55 millones
Serie D	US\$14.0 millones	US\$14.0 millones
Serie E	US\$6.5 millones	US\$4.79 millones
Serie F	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones
Serie G	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones
Serie H	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones
Serie I	US\$10.0 millones	US\$8.60 millones

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

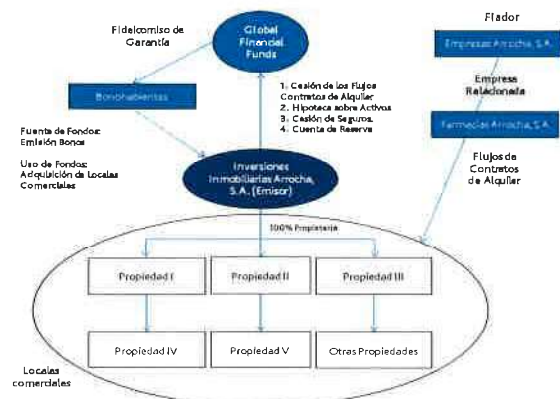
Programa Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos (hasta por US\$50.0 millones)	Monto Emitido	Saldo en Circulación
Serie A	US\$11.0 millones	US\$11.0 millones

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

El Emisor se encuentra en proceso de emitir las Series J y K de Bonos Corporativos Garantizados por US\$6.0 y US\$10.0 millones, respectivamente. Los fondos recaudados a través de estas Series serán utilizados para redimir anticipadamente la Serie E, la misma que mantiene a la fecha un saldo de US\$4.7 millones y redime en el mes de febrero de 2020. Así también, los fondos

serán destinados para adquirir dos propiedades valorizadas en aproximadamente US\$9.2 millones y amortizar US\$2.1 millones de deuda que mantienen con la relacionada Farmacias Arrocha, S.A.

En la estructura de los Bonos Corporativos Garantizados, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso administrado por Global Financial Funds Corp. (Subsidiaria de Global Bank). El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

El Fideicomiso de Garantía, que funge como mejorador para las Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas por IIASA, posee los siguientes activos que han sido cedidos por el Fideicomitente Garante:

- Primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre las fincas de propiedad del Emisor, cuyo valor de avalúo represente al menos el 130% del saldo insoluto de los Bonos Garantizados. El Emisor podrá reemplazar las fincas cedidas, sujeto a la aprobación del Fiduciario, para lo cual contará con un periodo de 90 días calendario para constituir la primera hipoteca y anticresis sobre las nuevas fincas. Dichas fincas deberán corresponder a un inmueble que sea utilizado por alguna empresa relacionada al Emisor. El reemplazo podrá incluir temporalmente dinero en efectivo su equivalente al 80% del valor de avalúo de las fincas a liberar. Al 31 de diciembre de 2018, IIASA mantiene siete propiedades cedidas al Fideicomiso con un valor de mercado (según último avalúo realizado en el año 2017) de US\$127.9 millones, lo cual le permite registrar una cobertura de 168.5% sobre el saldo insoluto de los Bonos Corporativos Garantizados emitidos de US\$86.9 millones.
- Cesión irrevocable e incondicional de los cánones de arrendamiento, los mismos que han sido cedidos en su totalidad a favor del Fiduciario, amparado en un Contrato de Cesión de Cánones de Arrendamiento. Dichos flujos de alquiler serán depositados en Cuentas de Concentración con el Agente Fiduciario y en una Cuenta de Reserva que permita cubrir los próximos tres meses siguientes del pago de intereses y capital amortizable de los Bonos Corporativos Garantizados emitidos. Al 31 de diciembre de 2018, el Emisor registra siete contratos de arrendamiento cedidos al Fideicomiso.

Cabe destacar que el Emisor incorporó, en el mes de mayo de 2019, una adenda a todos los contratos de arrendamiento cedidos al Fideicomiso, en la cual extiende por un plazo de 10 años (hasta el 14 de mayo de 2029) la fecha de vencimiento de todos los contratos de alquiler. Con esta enmienda se elimina el descuento que existía entre el vencimiento de los contratos cedidos (los cuales vencían entre 2023 y 2026) y la fecha de redención de la Serie K calificada por Equilibrium, la cual será emitida próximamente por un plazo de 10 años. La adenda realizada a los contratos de arrendamiento también incorpora la figura de Empresas Arrocha, S.A. (holding de las compañías operativas Farmacias Arrocha, S.A., César Arrocha Graell, S.A., Compañía Astor, S.A. y la inmobiliaria Poccoe, S.A.) como fiador solidario e ilimitado de todas y cada una de las obligaciones del arrendador y originador de flujos Farmacias Arrocha, S.A.

3. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas del Fideicomiso, las cuales mantienen un saldo, al 31 de diciembre de 2018, de US\$2.6 millones.
4. La cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso, las cuales deberán ser emitidas por una compañía aseguradora que sea aceptable al Agente Fiduciario y deberán cubrir en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre las fincas. La cobertura, al 31 de diciembre de 2018, es de 80.2%.

Los Contratos de Arrendamiento cedidos al Fideicomiso deberán cumplir en todo momento con las siguientes condiciones:

1. Tener un plazo mínimo de 10 años.
2. El canon se debe pagar de forma mensual e incluir penalidades por cuotas atrasadas.
3. Deben contar con una cláusula que prohíba la terminación anticipada del contrato por un periodo preestablecido de por lo menos tres años a partir de su firma. De cancelarse alguno de los contratos antes del plazo estipulado en cada contrato, el arrendatario deberá pagar una penalidad que considerará un mínimo de 12 meses de arrendamiento.
4. Deben mantener en todo momento una cobertura de flujos provenientes de los cánones de arrendamiento mayor a 1.0 vez los intereses y capital amortizable, calculado en base a los últimos 12 meses.

La Serie A del Programa de Bonos Subordinados No Acumulativos sólo se encuentra respaldada por el crédito general del Emisor, encontrándose subordinada a todo el resto de pasivos de IIASA.

Administración de los Flujos

La descripción de las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas se detalla a continuación:

Cuenta de Concentración: Los fondos en la Cuenta de Concentración serán distribuidos por el Agente Fiduciario para realizar los pagos de intereses y capital en forma de cascada de acuerdo con el orden de prioridades descritas en el Prospecto de cada Emisión, lo cual se detalla más adelante en el presente informe.

Cuenta Reserva: Dentro del Fideicomiso de Garantía se tiene una Cuenta de Reserva en la cual se realizan aportes trimestrales -

según la cascada de pagos descrita en la Cuenta de Concentración del Fideicomiso de Garantía- para cubrir tres meses de cuotas de Capital más Intereses de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas. Adicionalmente, se depositan en esta cuenta todos los fondos recaudados por concepto de penalidades por cancelación anticipada de cualquiera de los Contratos de Arrendamiento, hasta que el Emisor logre reemplazar dichos contratos con otro u otros de igual valor económico.

Mecanismo de Asignación de Flujos

La distribución de los pagos efectuada por el Agente Fiduciario de manera mensual, a través de la Cuenta de Concentración, se realiza según el siguiente orden de prelación:

- Pago de las comisiones del Fiduciario, del Agente Administrativo y/o cualquier otro gasto de la Emisión de los Bonos.
- Pago de los gastos operativos de las fincas y los locales comerciales que se encuentren debidamente presupuestados, y los impuestos que se causen sobre las fincas.
- Pago de intereses de los Bonos Garantizados.
- Pago del capital de los Bonos Garantizados.
- Depósito de los fondos a la Cuenta Reserva del Servicio de Deuda.
- Pago de inversiones de capital presupuestadas que sean necesarias para preservar el uso actual de las Fincas.
- Pago de las primas de las pólizas de seguro de las fincas hipotecadas.

Posteriormente, se depositarán en la Cuenta de Concentración los fondos provenientes de las futuras emisiones de Series de Bonos Corporativos Garantizados.

Destino de los Recursos

El Emisor utilizó los recursos captados de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas para financiar la adquisición y mantenimiento de bienes inmuebles. Asimismo, los recursos obtenidos de los Bonos Subordinados fueron utilizados para otorgar facilidades crediticias a empresas relacionadas, las cuales comparten accionistas en común.

Resguardos

Con el objetivo de mejorar el perfil de riesgo, la estructura establece las siguientes restricciones que IIASA está obligada a cumplir mientras se mantenga vigente alguna obligación a favor de los tenedores de los Bonos Corporativos Garantizados:

Programa de Bonos Corporativos Garantizados (hasta por US\$ 100.0 millones) Series A, B, D, E, F, G, H e I	
Fincas Hipotecadas / Saldo en Circulación de los Bonos	>130%
Cobertura de flujos de canon de arrendamiento sobre el capital e intereses amortizados en los últimos 12 meses	>1.0 vez
Pólizas de Seguro de las Fincas Hipotecadas	80% del valor de las mejoras sobre las fincas hipotecadas y cedidas
Cuenta Reserva	Cobertura de tres meses de intereses y capital de los Bonos Garantizados

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Los Bonos Subordinados, por su propia naturaleza, no mantienen garantías ni resguardos. Asimismo, el Programa establece que no existe obligación de pagar los intereses y los mismos no

son acumulativos.

Entidades Participantes en la Estructura de los Bonos Corporativos Garantizados

Los Fiduciarios

La estructura de los Bonos Corporativos Senior de IIASA involucra a la empresa Fiduciaria Global Financial Funds Corp., subsidiaria de Global Bank, S.A., quien reporta al 31 de diciembre de 2018 activos consolidados por US\$8,431.3 millones y un patrimonio de US\$766.0 millones. A continuación, se presentan las principales cifras del Fiduciario:

Global Financial Funds Corp.

US\$ Millones	Jun.17	Jun.18	Dic.18
Activos	1.4	2.3	2.7
Patrimonio	1.2	2.2	2.6
Utilidad	0.5	0.9	0.5 6 meses
ROAA	43.48%	48.65%	40.91%
ROAE	52.63%	52.94%	42.86%

Fuente: SBP / Elaboración: Equilibrium

Los Originadores

Farmacia Arrocha, S.A. (FASA) se constituyó en el año 1935 como una farmacia. A la fecha, es una de las más importantes tiendas por departamento con 44 sucursales ubicadas en las provincias de Panamá, Panamá Este, Chiriquí, Coclé, Colón, Herrera y Veraguas. Los principales departamentos de FASA son recetario, juguetería, bebé, cosméticos, cuidado personal, escolar y oficina, hogar y pastillería, los cuales en conjunto representan aproximadamente el 80% de las ventas de la compañía.

FASA es una subsidiaria del Grupo Empresas Arrocha (EASA), la cual posee además operaciones de distribución de medicamentos, mercancía seca a través de las subsidiarias Compañía Astor, S.A. y César Arrocha Graell, S.A.

Como parte del proceso de calificación de riesgo de IIASA y, considerando la reciente incorporación de EASA como deudor solidario ilimitado de las obligaciones mantenidas por FASA, Equilibrium realizó una revisión a las cifras financieras consolidadas de EASA con el fin de observar el comportamiento de su generación de flujos operativos, tanto histórica como esperada. Lo anterior se realizó a fin de determinar si existe capacidad, a mediano y largo plazo, de pagar los alquileres cobrados por IIASA, de los cuales algunos contratos de alquiler se encuentran cedidos a los Fideicomisos. Luego de analizar el desempeño del garante del Originador (FASA), se observa que los flujos de EASA le permiten cubrir los gastos financieros de manera adecuada, mientras que a nivel del Servicio de Deuda (EBITDA LTM / parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) se muestra un indicador más ajustado dada la menor generación exhibida a lo largo de los últimos dos ejercicios. Asimismo, de considerar en las cifras de EASA la carga financiera atribuible al pago del Servicios de Deuda de los Bonos Corporativos Garantizados de IIASA, la cobertura resultaría ajustada, al mismo tiempo que le generaría un aumento moderado en la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM). Es relevante tomar en consideración igualmente que, al estar inmersa la subsidiaria Farmacia Arrocha, S.A. en el negocio *retail*, su capacidad de pago podría verse afectada ante coyunturas de desaceleración económica del país que afecten la generación de las tiendas que operan.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de IIASA se muestran en el Anexo III del presente informe.

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA DE BONOS CORPORATIVOS GARANTIZADOS

Cada Emisión bajo el Programa de Bonos Corporativos Garantizados de IIASA puede verse negativamente afectada por diversos factores, los cuales han sido listados en el Prospecto Informativo. Entre los riesgos que merecen mayor atención y, de acuerdo con la situación actual de la estructura misma de las Emisiones, se encuentran los siguientes:

- **Riesgo de Desastre Natural:** La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan la cobertura de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor y del Originador (FASA), su condición financiera y sus resultados operativos.

- **Riesgo General del Emisor:** La principal fuente de ingresos de las subsidiarias del Emisor proviene del arrendamiento de sus activos a la empresa relacionada Farmacias Arrocha, S.A. Una baja en los ingresos o flujos de caja de esta compañía podría afectar la capacidad de pago de los arrendamientos y por tanto el desempeño del Emisor y el repago de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados.

- **Riesgo de la Industria:** El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en el comportamiento en las ventas al detal de FASA, las cuales están relacionadas al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de IIASA de arrendar los locales comerciales a la compañía relacionada FASA.

- **Riesgo de Garantías de la Emisión:** Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

- **Riesgo del Entorno:** Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes en el tiempo en Panamá.

En cuanto al Programa de Bonos Subordinados, en adición a los riesgos mencionados del Programa de Bonos Corporativos Garantizados, se incluyen los siguientes:

- **Limitación a la Obligación de Pagar Intereses:** El Emisor no está obligado a pagar intereses sobre los Bonos, y dichos intereses no se acumularán si ocurren un evento de liquidación o insolvencia, un evento de incumplimiento con respecto a cualquier otra obligación del Emisor o si el Emisor opta por suspender el pago y acumulación de intereses por otros motivos extraordinarios.

ANÁLISIS FINANCIERO DE IIASA

En base a los acuerdos de confidencialidad firmados entre IIASA y Equilibrium, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes al Originador de los flujos que es Farmacias Arrocha, S.A., sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor únicamente. Lo anterior no implica que Equilibrium haya hecho un análisis exhaustivo de la generación de FASA y su capacidad para pagar el Servicio de Deuda.

Activos y Liquidez

Al cierre fiscal 30 de junio de 2018, los activos de IIASA ascendieron a US\$97.6 millones, registrando un crecimiento interanual de 2.18%, sustentado principalmente en los mayores saldos mantenidos en los depósitos en Fideicomiso. El Emisor debe mantener en la Cuenta Reserva el saldo requerido para cubrir los próximos tres meses de pago de intereses y capital de los Bonos Corporativos Garantizados. Dado que el día 30 de junio de 2018 fue sábado, y el Contrato de Fideicomiso estipula que, en caso el día de pago de intereses sea un día no hábil, los mismos serán pagaderos al siguiente día hábil (en este caso, el 2 de julio de 2018), motivo por el cual el importe de US\$1.4 millones correspondiente al pago trimestral de intereses de los Bonos Corporativos Garantizados se mantuvo en la Cuenta Reserva.

Al cierre del semestre terminado el 31 de diciembre de 2018, IIASA reporta activos totales por US\$94.3 millones, los cuales exhiben una disminución de 5.68% con respecto a los US\$99.9 millones registrados en el mismo periodo de 2017, producto de la disminución en los saldos de los depósitos mantenidos en las Cuentas del Fideicomiso, aunado a una disminución de 65.50% en la partida de adelantos para la compra de activos. Mientras la disminución en las Cuentas del Fideicomiso obedece principalmente al efecto de que el 31 de diciembre de 2017 cayó en día no laborable y acumuló el importe de intereses por US\$1.4 millones, la disminución en adelanto para la compra de activos es atribuible principalmente al traslado de US\$4.7 millones al rubro de propiedades de inversión, correspondiente a la adquisición del local en Boulevard Penonomé alquilado a FASA.

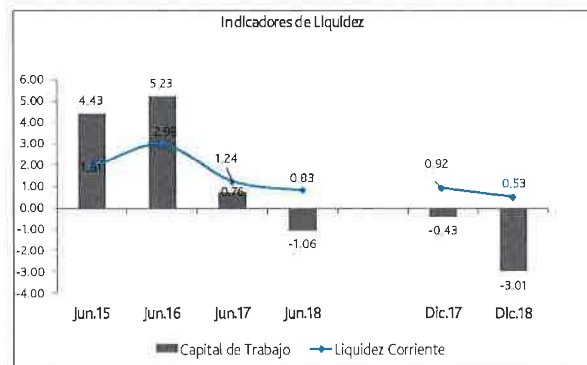
Debido a la naturaleza de las operaciones de IIASA, el mayor activo lo constituyen las propiedades de inversión, rubro que representa el 91.00% de los activos totales al 30 de junio de 2018 y 92.7% al 31 de diciembre de 2018. Cabe resaltar que dicha partida aumenta en 1.85% al 30 de junio de 2018 y en 1.84% al 31 de diciembre de 2018, producto de la incorporación de una nueva propiedad ubicada en Boulevard Penonomé con un valor de US\$4.7 millones.

Es de señalar que todas las propiedades que posee el Emisor son registradas a su costo de adquisición o de construcción. El Emisor realiza avalúos cada tres años a las propiedades otorgadas en garantía al Fideicomiso para estimar el respaldo de las mismas y del cumplimiento del resguardo financiero establecido de Cobertura de Inmuebles sobre el saldo insoluto de los Bonos Corporativos Garantizados en circulación. El incremento en las propiedades de inversión se mantiene influenciado por la adquisición de nuevos inmuebles para la apertura de nuevas tiendas Farmacias Arrocha. A la fecha de análisis, IIASA y su subsidiaria Unibay cuentan con 27 propiedades de inversión, de las cuales siete están cedidas en garantía al Fideicomiso de Garantía que ampara las Emisiones de Bonos Corporativos Garantizados. Al

31 de diciembre de 2018, el valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso es de US\$127.9 millones.

A pesar del incremento de 35.80% en los activos corrientes al 30 de junio de 2018, sustentado en los mayores saldos de los depósitos mantenidos por el Emisor en las Cuentas de Concentración para el pago del Servicio de Deuda, los niveles de Liquidez de IIASA disminuyen con respecto a junio de 2017, debido a un aumento de 103.26% en los pasivos corrientes, lo cual recoge una mayor porción circulante de Bonos Corporativos Garantizados por pagar (US\$4.8 millones contra US\$3.0 millones en el mismo periodo del ejercicio anterior), aunado al registro de US\$1.4 millones en intereses por pagar. Como consecuencia, IIASA reporta un capital de trabajo negativo y una disminución en la liquidez corriente de 1.24 a 0.83 veces entre ejercicios.

En línea con lo señalado anteriormente, al 31 de diciembre de 2018, se observa un aumento de 19.05% en los pasivos corrientes producto del incremento en la porción corriente de los Bonos Corporativos Garantizados por pagar, mientras que los activos corrientes disminuyen en 31.46%, lo cual da como resultado un ajuste en la razón corriente de liquidez que pasa de 0.92 a 0.53 veces entre ejercicios, según se muestra en la siguiente gráfica:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

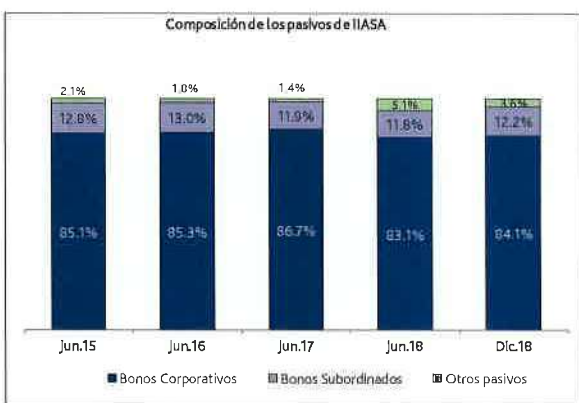
Cabe resaltar que es común que las empresas inmobiliarias presenten indicadores de liquidez ajustados y registren capital de trabajo negativo, toda vez que su principal activo productivo lo conforman las propiedades de inversión, por lo que su capacidad de afrontar sus obligaciones a corto plazo es medida a partir de los flujos operativos provenientes del alquiler de las propiedades.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de junio de 2018, los pasivos de IIASA totalizaron US\$93.5 millones, mostrando un incremento de 1.51% con respecto al mismo periodo de 2017, producto principalmente del aumento de US\$2.1 millones (+181.18%) en los saldos de cuentas por pagar a relacionadas, lo cual se atribuye a un financiamiento recibido de Empresas Arrocha para financiar el adelanto realizado para la compra de un local en Federal Mall en Chiriquí, en donde se abrirá un local de Farmacias Arrocha. Al 31 de diciembre de 2018, se observa una disminución de 6.63% en los pasivos totales de IIASA, producto de la amortización de las Series B, E e I de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US\$3.6 millones.

El principal pasivo de IIASA lo constituye la deuda financiera, la misma que representa el 94.97% de los pasivos totales al 30 de junio de 2018 y el 96.38% al 31 de diciembre de 2018. Al 31 de diciembre de 2018 la deuda financiera asciende a US\$86.6 millones y se encuentra compuesta en 87.30% por las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas y 12.70% por los Bonos Subordinados.

Al cierre del ejercicio fiscal 30 junio de 2018, el pasivo de IIASA también incorporaba un saldo de intereses por pagar por US\$1.4 millones correspondientes a los intereses por pagar de los Bonos Corporativos Garantizados, los cuales son acumulados y pagados al cierre de cada trimestre. Dado que el cierre de trimestre de junio de 2018 y diciembre de 2017 resultó en un día no laborable, los intereses se pagaron al siguiente día hábil. La gráfica a continuación detalla la composición de los principales pasivos del Emisor:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

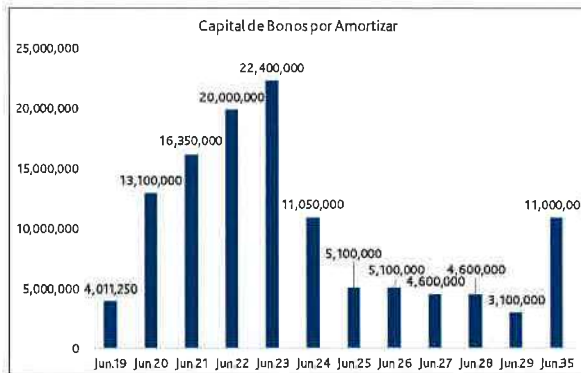
Para financiar la adquisición de terrenos y locales comerciales, IIASA utiliza el Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados. Los Bonos Subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y fueron colocados a un plazo de 20 años (redención en el 2035). Cabe resaltar que el Programa de Bonos Subordinados no contiene cláusulas que restrinjan el pago de estos, motivo por el cual podrían redimirse total o parcialmente a opción del Emisor. Lo anterior conlleva a que no sean computados por Equilibrium como quasi-capital.

Para garantizar el pago del Servicio de Deuda de los Bonos Corporativos Garantizados emitidos por IIASA, las Series A, B, D, E, F, G, H e I cuentan con el respaldo de un Fideicomiso de Garantía. Dicho Fideicomiso cuenta con la hipoteca de bienes inmuebles que respaldan la Emisión y el prospecto establece que el valor de mercado de los inmuebles hipotecados debe cumplir con una cobertura mínima de 130% sobre el saldo en circulación de la deuda. A continuación, se detalla el cumplimiento de dicho resguardo para las Series en circulación:

	Límite	Jun.17	Jun.18	Dic.18
Fincas Hipotecadas / Saldo en Circulación	>130%	151%	165%	168%

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Con relación a los vencimientos de las distintas Series emitidas, en el gráfico a continuación se muestra la amortización de capital para los siguientes años, incluyendo tanto las Series de Bonos Corporativos Garantizados, así como la Serie Subordinada:



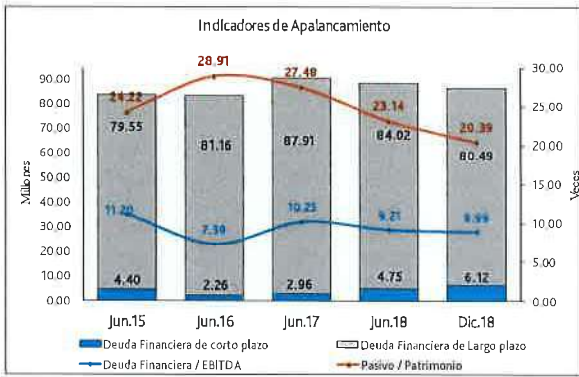
Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Según se desprende de la gráfica anterior, el Emisor se encuentra expuesto a un riesgo de refinanciamiento, dado que las Series A, D, F, G y H de Bonos Corporativos Garantizados y la Serie A de Bonos Subordinados tienen una estructura de pago que es *bullet*, es decir, amortiza el 100% al vencimiento. De acuerdo a las proyecciones recibidas por parte del Emisor, IIASA estima refinar parcialmente los vencimientos de los Bonos *bullet* mediante nuevas emisiones.

En cuanto al patrimonio de IIASA, el mismo asciende a US\$4.0 millones al cierre fiscal 30 de junio de 2018, reflejando un incremento de 20.53% entre ejercicios, como resultado de la retención de las utilidades del periodo. Se observa la misma tendencia al 31 de diciembre de 2018, al registrar un aumento de 19.08% con respecto al mismo periodo de 2017, sustentado en la retención de utilidades. Cabe señalar que el patrimonio de IIASA se encuentra conformado principalmente por las utilidades retenidas, toda vez que el capital social se sitúa apenas en US\$1,000. Lo anterior representa un riesgo para los indicadores de solvencia del Emisor en vista que este último no mantiene una política de dividendos establecida, ni resguardos financieros que restrinjan el pago de estos.

Al 30 de junio de 2018, el Emisor exhibe un Apalancamiento Contable (pasivo / patrimonio) de 23.14 veces, el mismo que resulta muy elevado. Al 31 de diciembre de 2018, dicho indicador se sitúa en 20.39 veces y recoge la amortización de las Series B, E e I de los Bonos Corporativos Garantizados, así como la retención de utilidades.

Con respecto a la Palanca Financiera de IIASA (deuda financiera total / EBITDA LTM), la misma se sitúa en 9.21 y 8.99 veces al 30 de junio de 2018 y 31 de diciembre de 2018, respectivamente, ubicándose en niveles elevados. La evolución de los niveles de apalancamiento de IIASA se detallan a continuación:



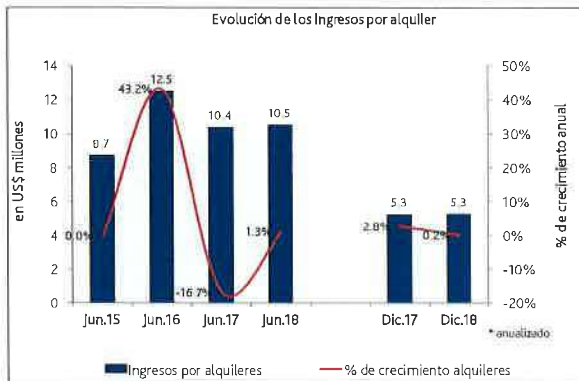
Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Rentabilidad y Eficiencia

Al cierre fiscal 30 de junio de 2018, IIASA reporta un incremento de 41.94% en la utilidad neta al totalizar la misma US\$981 mil, lo cual se sustenta en un efecto combinado de mayores ingresos por alquileres y una disminución en los gastos operativos.

Al cierre del primer semestre terminado el 31 de diciembre de 2018, la utilidad neta del Emisor aumenta en 6.28% al situarse la misma en US\$530 mil, lo cual se sustenta principalmente en una disminución del gasto de intereses producto de la amortización de las Series B, E e I de Bonos Corporativos Garantizados por US\$3.6 millones.

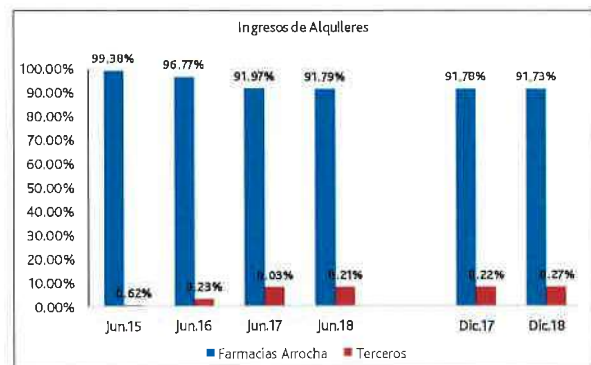
Al 30 junio de 2018, los ingresos de IIASA ascienden a US\$10.5 millones, siendo superior en 1.28% al registrado en el mismo periodo de 2017, lo cual recoge principalmente un incremento en el canon de arrendamiento de algunos arrendatarios. Al 31 de diciembre de 2018, no se observa mayor variación (+0.20%) en los ingresos de alquileres con respecto a diciembre de 2017.



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Los ingresos generados por el Emisor provienen de los contratos de alquiler de los bienes inmuebles mantenidos por IIASA (93%) y su subsidiaria Unibay (7%), de los cuales el 72% se encuentra cedido al Fideicomiso que garantiza las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas. Todos los contratos cedidos al Fideicomiso fueron pactados a 10 años. En este sentido, es señalar que el Emisor enmendó recientemente todos los contratos, extendiendo el plazo de estos por 10 años adicionales, es decir hasta mayo de 2029, lo cual garantiza la generación futura del flujo operativo necesario para el pago del Servicio de Deuda.

Resulta importante señalar que más del 90% de las propiedades de IIASA son arrendadas por la cadena de tiendas Farmacias Arrocha (perteneciente al mismo Grupo Económico), quien actúa como el Originador de los flujos. Dadas las condiciones establecidas en el Programa y en las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados emitidas y, considerando la reciente incorporación de Empresas Arrocha, S.A. como fiador solidario ilimitado de todas las obligaciones de Farmacias Arrocha, Equilibrium realizó una revisión detallada de los estados financieros de Empresas Arrocha, S.A, analizando su capacidad de cubrir las obligaciones provenientes de los Bonos Corporativos Garantizados. Al respecto, cabe mencionar que EASA reporta una disminución en sus utilidades e indicadores de rentabilidad, tanto al cierre fiscal 30 de junio 2018 como al 31 de diciembre de 2018, producto del efecto combinado de una caída en los márgenes sobre ventas de su subsidiaria Farmacias Arrocha (especialmente de medicinas, cosméticos, juguetes), asociado a una mayor competencia, aumento en el salario mínimo efectivo a partir de enero de 2018 y gastos asociados a la apertura de ocho tiendas. El efecto positivo en las ventas relacionado a la apertura de las nuevas tiendas de Farmacias Arrocha debería plasmarse en los siguientes ejercicios fiscales. En este escenario, la Empresa se encuentra tomando medidas para la reducción de los niveles de inventario mediante compras más frecuentes por menores volúmenes y compras de algunas líneas en el exterior para mejorar los márgenes.



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de junio 2018, el margen operativo de IIASA se sitúa en 62.62% (59.40% al mismo periodo de 2017) como resultado del efecto combinado del incremento en los ingresos por alquiler y una reducción de 6.31% en los gastos operativos. Sin embargo, al 31 de diciembre de 2018, el margen operativo disminuye a 61.29%, producto de un incremento de 5.11% en el gasto de depreciación, luego de la incorporación de la nueva propiedad ubicada en Penonomé, la cual es arrendada a FASA.

A pesar de que el saldo de la deuda financiera total disminuye en 2.31% al 30 de junio de 2018, el gasto de intereses aumenta 3.01% producto del efecto de 12 meses de intereses de la Serie I, la cual fue colocada en noviembre de 2016. Al 31 de diciembre de 2018, el gasto de intereses disminuye en 3.86% como resultado de la amortización de las Series B, E e I.

El incremento en la utilidad neta del Emisor se tradujo en una mejora en los indicadores de rentabilidad. Tal como se observa en la siguiente gráfica, al 30 de junio de 2018, el retorno promedio de los activos (ROAA) aumenta de 0.55% a 0.74% entre ejercicios, mientras que el retorno promedio para el accionista

(ROAE) pasa de 16.05% y 19.38% en el mismo rango de tiempo. Al 31 de diciembre de 2018, el ROAA anualizado mejora ligeramente al situarse en 0.76%, mientras que el ROAE anualizado disminuye a 18.26%, dado que el incremento en el patrimonio (+19.08%) fue mayor al aumento en las utilidades del periodo (+6.28%).

Generación y Capacidad de Pago

Al analizar la generación de IIASA a través del EBITDA, se registra un incremento interanual de 8.78% al 30 de junio de 2018 al situarse en US\$9.6 millones, mientras que, de analizar el EBITDA al 31 de diciembre de 2018, el incremento sería de 25.12% al totalizar US\$9.6 millones. La evolución del EBITDA se comporta de manera muy similar a los ingresos, por lo que se espera que su tendencia se mantenga en los siguientes ejercicios con el aumento anual de los cánones de arrendamiento y con la adquisición de nuevos inmuebles.

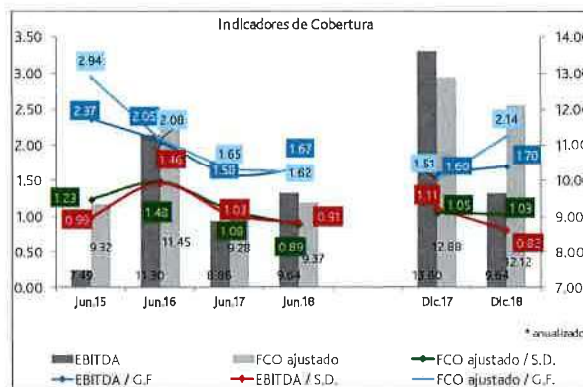
Con referencia a los indicadores de cobertura con el EBITDA, al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2018, si bien se muestra una cobertura del gasto financiero superior al 100% al situarse la misma en 1.67 veces, la generación no logra cubrir el Servicio de Deuda, al situarse la cobertura en 0.91 veces producto de mayores amortizaciones de capital requeridas durante el 2019. El mismo comportamiento se exhibe al 31 de diciembre de 2018, toda vez que la cobertura de los gastos financieros con el EBITDA anualizado se ubica en 1.70 veces, mientras que la del Servicio de Deuda lo hace en 0.82 veces, existiendo la necesidad de refinanciar el vencimiento de parte de los pasivos financieros de corto plazo.

Al analizar el Flujo de Caja Operativo (FCO), al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2018, el mismo se sitúa en US\$315 mil, lo cual compara de manera favorable con el FCO negativo registrado en el mismo periodo de 2017 por US\$10.6 millones, causado principalmente por la incorporación de tres nuevas propiedades de inversión por un valor total de US\$14.2 millones. Asimismo, al 31 de diciembre de 2018, el FCO se ubica en US\$2.1 millones, lo cual permite inferir una mayor generación al cierre del siguiente ejercicio fiscal del Emisor.

Cabe resaltar que el FCO negativo señalado anteriormente, obedece principalmente al registro, por parte del Auditor Externo (Deloitte), de los cambios en las propiedades de inversión como parte del FCO en lugar del Flujo de Inversión. De acuerdo a confirmación recibida por parte del Auditor, la NIIF permite que dichos cambios sean reportados bajo el FCO o bajo el Flujo de Inversión de acuerdo a solicitud de la empresa y, con la confirmación del Emisor de que estará solicitando reflejar los mismos bajo el Flujo de Caja de Inversión a partir del cierre fiscal junio 2019, Equilibrium procedió a devolver al FCO los cambios en las propiedades de inversión, conllevando a que el FCO ajustado mejore significativamente en los periodos evaluados, situándose en US\$9.4 millones al 30 de junio de 2018 y US\$12.1 millones al 31 de diciembre de 2018.

Al 30 de junio de 2018, el FCO ajustado cubriría en 1.62 veces los gastos financieros y en 0.89 veces el Servicio de Deuda, mientras que, al 31 de diciembre de 2018, la cobertura mejoraría y se ubicaría en 2.14 veces para el gasto financiero y en 1.03 veces para el Servicio de Deuda.

La evolución de las coberturas de intereses y del Servicio de Deuda de IIASA se muestran en el siguiente gráfico:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Uno de los principales retos a los que se enfrenta IIASA es el de hacer frente a sus compromisos de corto plazo, dado que tiene la obligación de pagar interés y amortizar capital de forma trimestral a los tenedores de las Series B, E e I de Bonos Corporativos Garantizados.

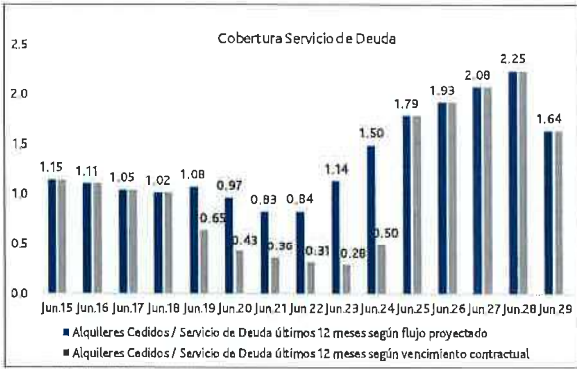
Para garantizar el pago del Servicio de Deuda, la estructura de los Bonos Corporativos Garantizados establece que los flujos de los cánones de arrendamiento cedidos al Fideicomiso deben brindar una cobertura de por lo menos 1.00 vez. Este resguardo se mide una vez al año con información al cierre fiscal 30 de junio y ha venido cumpliéndose, aunque de forma ajustada, a lo largo de los últimos ejercicios evaluados, según información proporcionada por la empresa Fiduciaria Global Financial Funds Corp., quien es responsable de hacer la medición anual de dicho indicador.

	Límite	Jun.16	Jun.17	Jun.18
Cobertura del Servicio de Deuda	≥1.00 vez	1.11	1.05	1.02

*Los términos y condiciones para los cálculos del Flujo disponible para el Servicio de Deuda y el Total Servicio de Deuda están establecidos en el Prospecto de cada Emisión de Bonos.

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a las proyecciones recibida del Emisor, se contempla el refinanciamiento parcial de las Series con un esquema *bullet* en sus respectivos vencimientos. Asimismo, será necesario entre los ejercicios 2020 y 2022, ya sea aumentar el canon de alquiler de los contratos cedidos o la cesión de un contrato adicional de alquiler a fin de poder cumplir con la cobertura requerida del Servicio de Deuda de los Bonos Corporativos Garantizados. Cabe resaltar que el Emisor cuenta actualmente con varios contratos de alquiler disponibles y ha manifestado su intención de cederlos al Fideicomiso, según sea necesario. A continuación, se detalla la evolución del Servicio de Deuda a lo largo del periodo de vigencia de cada Emisión:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Jun 15	Jun.16	Jun.17	Dic.17	Jun.18	Dic.18
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,208	3,348	143	471	407	89
Depósitos en fideicomiso	3,083	2,549	3,191	4,390	4,368	2,558
Cuentas por cobrar - clientes			9	25	49	132
Cuentas por cobrar - compañías relacionadas		1,959			166	271
Gastos e impuestos pagados por anticipado			524	52	260	334
ACTIVOS CORRIENTES	9,291	7,856	3,866	4,939	5,250	3,385
Propiedades de inversión	63,893	75,136	87,205	85,785	88,817	87,362
Cuentas por cobrar - compañías relacionadas						
Adelanto a compra de activo	15,412	4,054	3,710	8,090	2,791	2,791
Plusvalía	649	649	649	649	649	649
Otros activos	59	175	83	481	84	79
ACTIVOS NO CORRIENTES	80,013	80,015	91,647	95,005	92,341	90,881
TOTAL DE ACTIVOS	89,304	87,871	95,514	99,944	97,592	94,266
PASIVOS						
Porción circulante de préstamos bancarios por pagar						
Porción circulante de bonos corporativos por pagar	4,400	2,255	2,955	3,694	4,750	6,124
Cuentas por pagar	64	336	151	203	161	269
Intereses por pagar				1,421	1,402	
Cuentas por pagar - compañías relacionadas				52		
Impuesto sobre la renta por pagar	395	33				
PASIVOS CORRIENTES	4,858	2,624	3,106	5,370	6,313	6,393
Préstamo bancario por pagar, excl porción circulante						
Bonos corporativos por pagar a largo plazo, excl. porción circula	68,547	70,158	76,909	75,491	73,017	69,487
Bonos subordinados	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
Cuentas por pagar - compañías relacionadas	1,358	1,151	1,145	4,382	3,218	2,980
Cuentas por pagar accionistas						
Impuesto sobre la renta diferido						
PASIVOS NO CORRIENTES	80,904	82,309	89,054	90,874	87,236	83,467
TOTAL DE PASIVOS	85,763	84,933	92,160	96,244	93,549	89,860
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Capital social	1	1	1	1	1	1
Utilidades del periodo	1,886	2,688	505	374	717	398
Utilidades retenidas de periodos anteriores	1,719	3,605	2,972	3,477	3,477	4,194
Impuesto complementario	(65)	(23)	(124)	(152)	(152)	(186)
Dividendos		(3,333)				
TOTAL PATRIMONIO	3,541	2,938	3,354	3,700	4,043	4,406
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	89,304	87,871	95,514	99,944	97,592	94,266

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Jun.15	Jun.16	Jun.17	Dic.17	Jun.18	Dic.18
INGRESOS OPERATIVOS	8,701	12,463	10,378	5,256	10,511	5,267
Ingresos por alquileres	8,701	12,463	10,378	5,256	10,511	5,267
Costo de ventas	0	0	0	0	0	0
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	8,701	12,463	10,378	5,256	10,511	5,267
Gastos de ventas, generales y administrativos	2,914	3,613	4,193	1,939	3,929	2,039
Alquileres						
Honorarios profesionales	374	186	157	30	73	81
Impuestos	606	380	393	281	394	248
Seguros	94	96	95	50	102	51
Salarios y prestaciones laborales		57	78	40	75	41
Reparación y mantenimiento		96	81		18	8
Otros gastos	18	134	599	57	90	41
Gastos bancarios	117	211	115	61	121	61
Depreciación y Amortización	1,706	2,454	2,676	1,420	3,056	1,508
UTILIDAD OPERATIVA	5,787	8,849	6,185	3,318	6,582	3,228
Otros ingresos, neto	19	91	153	84	183	93
Pérdida en inversión						
Otros ingresos	19	91	153	84	183	93
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTO	5,806	8,940	6,339	3,402	6,766	3,321
Gastos de financiamiento	3,165	5,507	5,616	2,903	5,785	2,791
Gasto de intereses sobre bonos	3,165	5,507	5,616	2,903	5,785	2,791
Gasto de intereses sobre préstamos						
Amortización de costos diferidos por emisión de deuda						
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	2,641	3,433	722	499	981	530
Impuesto sobre la renta, neto	755	744	217	125	264	133
UTILIDAD/ PÉRDIDA NETA	1,886	2,688	505	374	717	398

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Jun.15	Jun.16	Jun.17	Dic.17	Jun.18	Dic.18
SOLVENCIA						
Pasivos / Patrimonio	24.22	28.91	27.48	26.01	23.14	20.39
Deuda Financiera / Pasivo	0.98	0.98	0.99	0.94	0.95	0.96
Deuda Financiera / Patrimonio	23.70	28.39	27.09	24.37	21.96	19.66
Pasivo / Activo	96.0%	96.7%	96.5%	96.3%	95.9%	95.3%
Pasivo Corriente / Pasivo total	5.7%	3.1%	3.4%	5.6%	6.7%	7.1%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	94.3%	96.9%	96.6%	94.4%	93.3%	92.9%
Deuda Financiera / EBITDA	11.20	7.38	10.25	6.63	9.21	8.99
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.91	2.99	1.24	0.92	0.83	0.53
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x	1.91	2.99	1.08	0.91	0.79	0.48
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	1.91	2.25	1.07	0.91	0.76	0.41
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	4,433	5,232	760	(431)	(1,063)	(3,008)
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	33.49%	28.99%	40.40%	36.88%	37.38%	38.71%
Gastos Financieros / Ingresos	36.37%	44.19%	54.11%	55.23%	55.04%	53.00%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	66.51%	71.01%	59.60%	63.12%	62.62%	61.29%
Margen Neto	21.67%	21.57%	4.86%	7.12%	6.82%	7.55%
ROAA*	n.d	3.03%	0.55%	0.76%	0.74%	0.76%
ROAE*	n.d	82.98%	16.05%	22.38%	19.38%	18.26%
GENERACIÓN						
FCO	-24,763	1,172	-10,560	-2,255	315	2,112
FCO anualizado	-24,763	1,172	-10,560	-12,815	315	4,681
FCO ajustado**	9,318	11,451	9,275	3,607	9,367	6,358
FCO ajustado anualizado	9,318	11,451	9,275	12,883	9,367	12,118
EBITDA	7,493	11,303	8,861	4,738	9,639	4,737
EBITDA anualizado	7,493	11,303	8,861	13,599	9,639	9,637
Margen EBITDA	86.1%	90.7%	85.4%	90.1%	91.7%	89.9%
COBERTURAS (datos anualizados)						
EBITDA / Gastos Financieros	2.37	2.05	1.58	1.60	1.67	1.70
EBITDA / Servicio de Deuda	0.99	1.46	1.03	1.11	0.91	0.82
FCO / Gastos Financieros	-6.82	1.21	-0.88	-0.67	0.81	2.08
FCO / Servicio de Deuda	-2.86	0.86	-0.58	-0.47	0.45	1.00
FCO ajustado / Gastos Financieros	2.94	2.08	1.65	1.51	1.62	2.14
FCO ajustado / Servicio de Deuda	1.23	1.48	1.08	1.05	0.89	1.03

*Anualizados

**FCO Ajustado = FCO + gasto de intereses + Cambios en las propiedades de inversión

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual (Al 31.12.18)	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones Serie A (Hasta por US\$11.0 millones)	-	(nueva) BBB.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimiento.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie A (Hasta por US\$10.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie B (Hasta por US\$18.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie D (Hasta por US\$14.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie E (Hasta por US\$6,5 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie F (Hasta por US\$10.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie G (Hasta por US\$10.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie H (Hasta por US\$10.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie I (Hasta por US\$10.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie J (Hasta por US\$6.0 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.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta por US\$100.0 millones Serie K (Hasta por US\$10.0 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.

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM - INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.
Oferta Pública de Bonos Corporativos (hasta por US\$100.0 millones)

	Serie A	Serie B	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Colocado	US\$10.0 millones	US\$18.0 millones	US\$14.0 millones	US\$6.5 millones	US\$10.0 millones
Saldo en Circulación (31.12.2018)	US\$10.0 millones	US\$8.55 millones	US\$14.0 millones	US\$4.79 millones	US\$10.0 millones
Fecha de Colocación	Mayo 2013	Septiembre 2013	Septiembre 2014	Febrero 2015	Junio 2015
Plazo	7 años	10 años	7 años	5 años	8 años
Tasa de Interés	5.5% fija	5.25% fija	Año 1: 4.75%, Año 2: 5.00%, Año 3: 5.25%, Año 4: 5.50%, Año 5: 5.75%, Año 6: 6.0%, Año 7: 6.25%	Año 1 y 2: 4.75%, Años 3 al 5: 5.25%	6.00% fija
Pago de Capital	Al vencimiento	Trimestrales y una cuota <i>balloon</i> al vencimiento	Al vencimiento	Trimestrales y una cuota <i>balloon</i> al vencimiento	Al vencimiento
Fiduciario	Global Financial Funds Corp.				
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva				
Resguardos	130% de cobertura del colateral sobre saldo insoluto de los Bonos, 1.00 vez de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda				
Redención Anticipada	A partir del año 3 al 102%; Año 4 al 101%; Años 5-7: 100%	A partir del Año 4 al 102%; Año 5: 101% y Años 6-10: 100%	A partir del Año 4 al 101% y Años 5-7: 100%	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%

Fuente IIASA / Elaboración: Equilibrium

**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM - INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.
Oferta Pública de Bonos Corporativos (hasta por US\$100.0 millones)**

	Serie G	Serie H	Serie I	Serie J	Serie K
Monto Colocado	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$6.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en Circulación (31.12.2018)	US\$10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$8.60 millones	---	---
Fecha de Colocación	Mayo 2016	Junio 2016	Noviembre 2016	---	---
Plazo	5 años	7 años	5 años	10 años	5 años
Tasa de Interés	5.0% fija	5.75% fija	5.50% fija	7.25% fija	6.25% fija
Pago de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Abonos trimestrales de US\$175 mil años 1-4 y US\$1.8 millones en año 5	40 abonos trimestrales por US\$150 mil correspondientes al 2.50% del monto emitido	Al vencimiento.
Fiduciario	Global Financial Funds Corp.				
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva				
Resguardos	130% de cobertura del colateral sobre saldo insoluto de Bonos, 1.00 vez de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda				
Redención Anticipada	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%	Año 3: 102%, Año 4: 101% a partir del año 5: 100%	A partir del año 2

Fuente IIASA / Elaboración: Equilibrium

**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM - INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.
Oferta Pública de Bonos Subordinados No Acumulativos (hasta por US\$50.0 millones)**

	Serie A
Monto Colocado	US\$ 11.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.2018)	US\$ 11.0 millones
Fecha de Colocación	Mayo 2015
Plazo	20 años
Tasa de Interés	12.0% fija
Pago de Capital	Al vencimiento
Redención Anticipada	Podrá ser redimida total o parcialmente a opción del Emisor en cualquier momento.

Fuente IIASA / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III
DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

Directorio al 31.12.2018

Directorio	
Bolívar Vallarino	Presidente
Melissa Vansice	Vicepresidente
Nicolás Vallarino	Tesorero
Juan José Vansice	Secretario
Marisol Vallarino	Vocal
Juan David Vansice	Vocal

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.12.2018

Plana Gerencial	
Bolívar Vallarino	Gerente General
Juan José Vansice	Gerente de Finanzas
Maiker Chang	Auditoría
Walkiria Barría	Contabilidad
Yanis Lara	Legal
César Correa	Tecnología

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

© 2019 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 RECOMENDACION 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, DIFUNDIR, 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.