

MLPA20/0197

Panamá, 10 de febrero de 2020

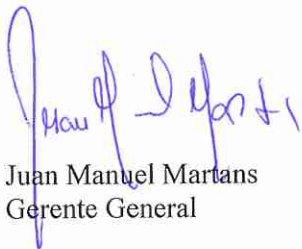
Licda.  
Olga Cantillo  
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General  
**BOLSA DE VALORES DE PANAMA**

Estimada Lcda. Cantillo:

Sirva la presente para saludarle y a su vez adjuntarle el Informe Final de Clasificación de Riesgo de Inversiones Inmobiliaria Arrocha, S.A. y Subsidiarias (bonos corporativos y bonos subordinados), el mismo que ha sido elaborado con información financiera al 30 de septiembre de 2019.

Sin otro particular, nos despedimos.

Atentamente,



Juan Manuel Martans  
Gerente General

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

Sesión de Comité:  
7 de febrero de 2020

**Actualización**

**CALIFICACIÓN\***

**Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A.**

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB.pa
Bonos Subordinados	BB.ps

(\*) La nomenclatura "pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de la calificación asignada, ver Anexo I.

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

María Gabriela Sedda  
Associate Analyst  
[linda.tapia@moodys.com](mailto:linda.tapia@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Panamá +507 214 3790

# Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. y Subsidiaria

**Resumen**

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante, Moody's Local PA) ratifica la categoría BBB.pa a las Series B, D, F, G, H, I, J, K, L y M de Bonos Corporativos Garantizados, contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US\$100.0 millones de Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (en adelante, IIASA o el Emisor). De igual manera, ratifica la categoría BB.pa a la Serie A de Bonos Subordinados, la misma que se encuentra contemplada bajo un Programa Rotativo de hasta US\$50.0 millones.

La calificación otorgada a las Series de Bonos Corporativos Garantizados recoge de manera positiva una serie de activos y flujos cedidos a un Fideicomiso de Garantía (FD). En este sentido, la estructura contempla la cesión al FD de bienes inmuebles que deben cubrir en todo momento por lo menos 1.30x el saldo en circulación de la deuda. Asimismo, la estructura establece la cesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantes por parte del Originador -la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A (en adelante, FASA)-, los mismos que son depositados en Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del repago de la deuda, debiendo cubrir por lo menos 1.0x el Servicio de Deuda (principal e intereses). Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas calificadas por Moody's Local PA cuentan con la garantía de las pólizas de seguro que deben cubrir en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados. Aporta igualmente el hecho que la ocupación de los inmuebles se sitúe en 96.0% al corte de análisis, que la duración de los contratos de arrendamiento pactados con la compañía relacionada FASA sea de 10 años -lo cual garantiza una generación sostenida de flujos a largo plazo para IIASA-, así como la incorporación de Empresas Arrocha, S.A. como fiador solidario e ilimitado de cada una de las obligaciones del arrendador y originador de flujos (EASA), lo cual fortalece la fuente de repago de las emisiones. Cabe mencionar que Moody's Local PA 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. Se considera igualmente de forma positiva la mejora en los indicadores de liquidez luego del refinanciamiento anticipado de los saldos *bullet* de las Series E y A con vencimiento en febrero y mayo de 2020, respectivamente, al igual que la disminución significativa de la Palanca Contable (Pasivo / Patrimonio) como resultado de la adopción de la NIC 40, que conllevó a registrar las propiedades de inversión a valor de mercado, lo cual generó a IIASA un importante superávit por revaluación en el patrimonio. Con respecto a la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados, la misma recoge la naturaleza 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.

No obstante lo anterior, a la fecha la calificación asignada a las Series de Bonos Corporativos Garantizados se encuentra limitada por la alta Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) y los ajustados indicadores de cobertura de deuda y gastos financieros con el Flujo de Caja Operativo de IIASA. A esto se suma el riesgo de refinanciamiento que ostenta el Emisor, considerando que más del 74.0% de los Bonos emitidos mantienen una estructura *bullet* (amortización del 100% al vencimiento). Sobre este punto, cabe mencionar que el Emisor refinanció anticipadamente durante el último semestre las series A y E de Bonos Corporativos Garantizados, y abonó US\$5.0 millones al vencimiento de la Serie D, eliminando el riesgo de refinanciamiento para el año 2020 y bajando el mismo en US\$5.0 millones para el año 2021. Resulta relevante señalar igualmente dentro de las limitantes que IIASA modificó recientemente

sus proyecciones, señalando ajustes en los activos y patrimonio producto de la revaluación, así como en los indicadores de apalancamiento y coberturas a través del Flujo de Caja Operativo y EBITDA, al igual que una disminución en los ingresos producto de la exoneración del canon de arrendamiento a un tercero, donde los accionistas de IIASA tienen participación.

Moody's Local PA seguirá realizando el monitoreo al desempeño de los principales indicadores y capacidad de pago del Emisor (IIASA), del Originador de flujos (FASA) y del fiador solidario (EASA), comunicando al mercado de forma oportuna cualquier variación en la percepción del riesgo.

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

- » Aumento en la generación e indicadores de rentabilidad del Originador (FASA) y fiador solidario (EASA).
- » Establecimiento de políticas de Gobierno Corporativo en Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A.
- » 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 sobre el Servicio de Deuda y de propiedades sobre el saldo insoluto de los Bonos Corporativos Garantizados.
- » Mejora en la generación de flujos del Emisor que posibilite aumentar la cobertura del Servicio de Deuda.
- » Disminución progresiva de la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM) y Palanca Contable (pasivo / patrimonio) del Emisor.
- » Mejora en la estructura propia del Programa de Bonos Corporativos Garantizados, incluyendo cambios en los esquemas de amortización de las distintas Series emitidas.

### Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

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

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

### Indicadores Clave

Tabla 1

#### INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

	sep-19 LTM	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$/Miles)	173,191	108,459	97,592	95,514	87,871
Ingresos (US\$/Miles)	10,349	10,366	10,511	10,378	12,463
EBITDA (US\$/Miles)	9,500	9,443	9,638	8,861	11,303
Deuda Financiera / EBITDA	10.60x	10.79x	9.21x	10.25x	7.38x
EBITDA / Gastos Financieros	1.65x	1.70x	1.67x	1.58x	2.05x
FCO ajustado / Servicio de la Deuda	0.47x	0.07x	0.92x	1.08x	1.48x

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2

#### GLOBAL FINANCIAL FUNDS (FIDUCIARIO)

	sep-19 LTM	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$ Miles)	9,637.4	9,363.3	2,352.4	1,432.5	885.0
Utilidad Neta (US\$ Miles)	508.8	574.0	933.8	508.6	262.9
ROAA	8.26%	9.80%	48.65%	43.38%	33.72%
ROAE	8.56%	10.05%	52.94%	52.63%	42.19%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 3

**Resguardos de las Series Garantizadas\***

	sep-19 LTM	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Rentas / Servicio de Deuda* > 1.00	1.01x	1.08x	1.02x	1.05x	1.11x
Fincas Cedidas / Saldo de la Deuda > 130%	144%	150%	165%	151%	152%
Pólizas Cedidas / Valor Reconstrucción de Inmuebles > 80%	80.0%	80.0%	80.1%	82.5%	84.2%

\*El indicador se mide anualmente.

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

## Generalidades

### Descripción de la Estructura

IIASA mantiene un Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$100.0 millones y de Bonos Subordinados hasta por US\$50.0 millones. Al 30 de septiembre de 2019, el Emisor tiene emitidas 10 Series (B, D, F, G, H, I, J, K, L y M) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos por un total de US\$90.1 millones. Bajo el Programa de Bonos Subordinados, únicamente se tiene emitida una Serie A por US\$11.0 millones.

Resulta positivo dentro de la estructura la existencia de un Fideicomiso de Garantía que administra y custodia todos los bienes hipotecados por IIASA para beneficio de los tenedores de los Bonos en caso exista algún tipo de incumplimiento por parte del Emisor (mayor detalle sobre la estructura se presenta en el Anexo III).

### Entidades Participantes

#### El Emisor – Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA)

Sociedad anónima constituida el 9 de junio de 2006, cuya principal actividad es la administración y el arrendamiento de bienes inmuebles. El 6 de febrero de 2015, IIASA adquirió el 100% de las acciones de Unibay Corp., la cual es propietaria de 10 locales comerciales. Al 30 de septiembre de 2019, las propiedades de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 62,897 m<sup>2</sup> con una ocupación del 96.00%, de los cuales aproximadamente el 88.00% está arrendado a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. y el 8.00% restante a terceros.

#### El Fiduciario – Global Financial Funds

La estructura de las emisiones de Series Bajo el Programa de Bonos Corporativos Garantizados 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 – Farmacias Arrocha, S.A.(FASA)

FASA es una de las más importantes tiendas por departamento con 45 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 subsidiaria del grupo Empresas Arrocha, S.A. (EASA), que posee además operaciones de distribución de medicamentos y 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 las Series de Bonos Garantizados emitidas por IIASA y, considerando la reciente incorporación de EASA como fiador solidario de las obligaciones mantenidas por FASA, Moody's Local PA revisó las cifras financieras consolidadas de EASA, con el objetivo de observar el comportamiento de su generación de flujos operativos, tanto histórica como esperada, y de esta manera determinar si existe capacidad a mediano y largo plazo, de pagar los alquileres cobrados por IIASA, toda vez que algunos contratos se encuentran cedidos al Fideicomiso. Como resultado de la revisión, Moody's Local PA validó que EASA 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, cuyo crecimiento en las ventas se ha visto afectado a pesar de la apertura de nuevas sucursales, y el consistente aumento en gastos por la apertura de las nuevas tiendas y el aumento en el salario mínimo, situaciones que EASA ha mitigado en el último periodo fiscal terminado el 30 de junio de 2019 mediante mejoras en el margen sobre ventas y aumentos en otros ingresos no operativos. Debido a acuerdos de confidencialidad entre IIASA y Moody's Local PA, no se revelarán cifras correspondientes a EASA o de su subsidiaria FASA en el presente informe.

## Desarrollos Recientes

Como hecho de relevancia del periodo, el Emisor emitió las Series J, K, L y M por un total de US\$31.0 millones bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos. Dichas Series fueron parcialmente utilizadas para redimir anticipadamente las Series E y A por un total de US\$14.7 millones y abonar US\$5.0 millones a la Serie D. Las condiciones de dichas Series se detallan en el Anexo II.

Hasta el 30 de junio de 2019, IIASA utilizaba el modelo del costo para medir sus propiedades de inversión. El 1 de julio del mismo año cambió de modelo al de valor razonable. Dado que las propiedades de inversión tenían un valor en libros de US\$89.2 millones y un valor razonable de US\$159.2 millones, el cambio en el modelo implicó un aumento de US\$66.6 millones en el patrimonio (reflejado en la partida de utilidades retenidas), variación que recoge tanto el incremento en el valor de las propiedades, como un pasivo diferido por impuesto sobre la renta por US\$5.8 millones.

## Análisis Financiero del Deudor – IIASA

### Activos y Liquidez

#### AUMENTO EN ACTIVOS POR LA REVALUACION DE PROPIEDADES DE INVERSION Y MEJORA EN LOS INDICADORES DE LIQUIDEZ

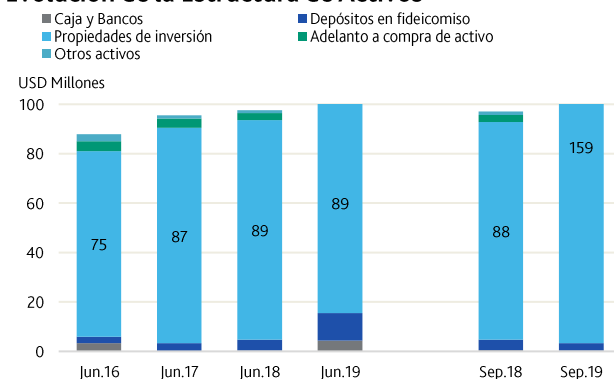
Los activos de IIASA aumentaron en 11.14% al cierre del ejercicio fiscal terminado el 30 de junio 2019 como resultado del incremento en los saldos mantenidos en efectivo y en depósitos en el Fideicomiso por US\$10.7 millones, lo cual obedece a las emisiones de las Series J y K por un total de US\$16.0 millones, fondos que fueron utilizados el 2 de julio de 2019 para redimir anticipadamente la Serie E por US\$4.7 millones. Al 30 de junio de 2019, se observa una disminución de US\$1.3 millones en el saldo de adelanto a compra de activos producto del traslado de US\$0.5 millones al rubro de propiedades de inversión, correspondiente a la incorporación de la propiedad de Terrazas de Sabanitas y de US\$0.7 millones a cuentas por cobrar a FASA relacionada al proyecto Versalles.

Al 30 de septiembre de 2019, los activos de IIASA reportaron un incremento de 78.34%, sustentado principalmente en el cambio en el modelo para medir las propiedades de inversión, el cual -a partir del 1 de julio de 2019- pasa de modelo de costo a valor razonable. El cambio en el modelo de medición de las propiedades trajo como consecuencia un superávit por revaluación de US\$66.6 millones, el cual recoge el efecto neto de la valuación inicial de las propiedades y el reconocimiento de un pasivo diferido correspondiente a impuesto sobre la renta por pagar por el superávit. Cabe señalar que las propiedades de inversión incorporan 28 propiedades, de las cuales siete están cedidas en garantía al Fideicomiso de Garantía que ampara las Emisiones de Bonos Corporativos Garantizados.

El crecimiento del pasivo corriente, de la mano de una mayor porción corriente de obligaciones financieras que recoge el vencimiento de las Series E (US\$4.79 millones) y A (US\$10 millones) en febrero y mayo de 2020, respectivamente, y las amortizaciones de las Series B e I, se tradujo en un ajuste en los niveles de liquidez. Sin embargo, dado que ambas Series fueron canceladas mediante nuevas emisiones de Bonos (Series J y M) las cuales fueron efectivas en julio y septiembre de 2019, aunado a un aumento en cuentas por cobrar a la compañía relacionada FASA por US\$5.5 millones, los indicadores de liquidez, al 30 de septiembre de 2019, mejoran significativamente, reflejando por primera vez capital de trabajo positivo y un índice de liquidez superior a 3.00x. Cabe resaltar que, de acuerdo a lo señalado por el Emisor, al 31 de diciembre de 2019, las cuentas por cobrar a FASA disminuyeron en US\$5.0 millones, flujos que fueron utilizados para amortizar parcialmente la Serie D de Bonos Corporativos Garantizados con vencimiento septiembre de 2021.

Gráfico 1

### Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 2

### Indicadores de liquidez



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

## Estructura Financiera y Solvencia

### DISMINUCION DE LA PALANCA CONTABLE DE IIASA POR SUPERAVIT DE REVALUACION DE PROPIEDADES DE INVERSION.

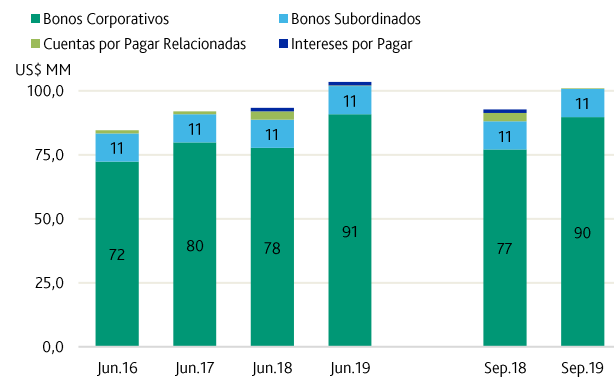
Al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio 2019, los pasivos de IIASA aumentaron en 10.80%, sustentado principalmente en las emisiones de las Series J y K de Bonos Corporativos Garantizados por US\$16.0 millones. El aumento en la deuda financiera fue parcialmente contrarrestado por una disminución en las cuentas por pagar a compañías relacionadas, atribuido al repago de US\$3.0 millones a la compañía relacionada FASA correspondiente al fondeo para el pago de un adelanto realizado para la compra de un local en Federal Mall en Chiriquí, donde se abrirá un local de Farmacias Arrocha. Al 30 de septiembre de 2019, los pasivos de IIASA registraron un aumento interanual de 15.06%, como resultado del efecto combinado de la emisión de las Series J, K, L y M y un pasivo diferido de impuesto sobre la renta ocasionado por la revaluación de las propiedades de inversión.

Al 30 de septiembre de 2019, la deuda financiera se encuentra conformada por las Series de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados. La mayor parte de las Series emitidas tienen una estructura de pago *bullet*, lo cual expone al Emisor al riesgo de refinanciamiento. De acuerdo con las proyecciones recibidas por parte de IIASA, los vencimientos de los Bonos *bullet* serán refinanciados parcialmente mediante nuevas Series. Las Series J, K, L y M emitidas en los últimos meses por un total de US\$31.0 millones, fueron utilizadas parcialmente para redimir anticipadamente el vencimiento de las Series A y E por un total de US\$14.7 millones. Además, durante el mes de diciembre de 2019, el Emisor abonó US\$5.0 millones a la Serie D con vencimiento en septiembre 2021, reduciendo de esta manera el riesgo de refinanciamiento a corto plazo.

A pesar del mayor nivel de endeudamiento, el Apalancamiento Contable (pasivo / patrimonio neto) de IIASA, al 30 de junio de 2019, disminuyó con respecto a los periodos anteriores como resultado de la retención total de utilidades. Al 30 de septiembre de 2019, pese al pago de dividendos por US\$5.1 millones correspondiente al 62% de las utilidades de los años 2014 al 2019, la Palanca Contable disminuye significativamente producto de un incremento importante en el patrimonio causado por el superávit por revaluación de las propiedades de inversión. En cuanto a la Palanca Financiera (deuda financiera / EBITDA LTM), la misma se mantiene en niveles elevados e inclusive aumenta tanto al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2019, como al 30 de septiembre de 2019, debido al efecto combinado de una mayor deuda financiera y una disminución en el EBITDA.

Gráfico 3

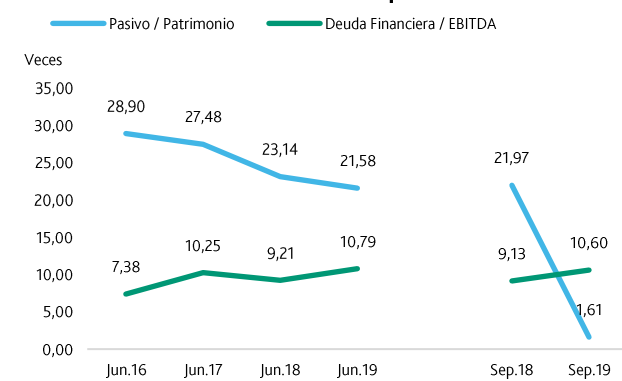
### Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

### Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

## Rentabilidad y Eficiencia

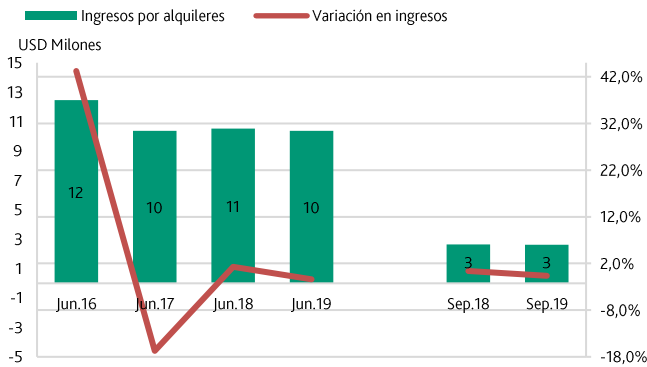
### INGRESOS POR ALQUILERES DISMINUYEN, PERO AUMENTA EL MARGEN NETO POR MENORES GASTOS FINANCIEROS, INCREMENTO DE OTROS INGRESOS Y POR MENOR DEPRECIACION POR NIC 40

Los ingresos de IIASA se componen de las rentas del alquiler que cobra a sus locatarios, de los cuales siete contratos -que representan el 73% de los ingresos de IIASA- se encuentran cedidos al Fideicomiso que garantiza las distintas Series emitidas de Bonos Corporativos Garantizados. Los contratos cedidos son a 10 años con vencimiento en el 2029, lo cual garantiza la generación futura del flujo necesario para el pago del Servicio de Deuda. Al 30 de junio de 2019, los ingresos por alquileres experimentaron disminución interanual de 1.38%, lo cual está asociado principalmente a la exoneración del alquiler a un tercero donde la familia Arrocha tiene participación accionaria (desde noviembre de 2018). La disminución en los ingresos de alquiler fue compensada por una reducción en los gastos financieros producto de la amortización de las Series B, E e I, y un incremento en otros ingresos, trayendo como resultado una mejora en el margen neto. Al 30 de septiembre de 2019, continúa la disminución en los ingresos de alquiler, como consecuencia de menores ingresos de terceros debido a la cancelación de contratos, lo cual fue parcialmente contrarrestado con ajustes en el canon de alquiler cobrado a terceros y nuevos contratos de alquiler cerrados con la relacionada FASA (nuevas propiedades incorporadas de Sabanitas y Penonomé). A pesar de la disminución en ingresos y el aumento de 14.70% en los gastos financieros, como resultado del mayor nivel de deuda luego de la emisión de las Series J, K, L y M, el margen neto mejora significativamente, como consecuencia de una importante disminución en

el gasto de depreciación, luego de la adopción de la NIC 40, la cual requiere que las propiedades de inversión sean reportadas a valor de mercado y los cambios en el valor de las mismas reportadas como utilidades o pérdidas por revaluación.

Gráfico 5

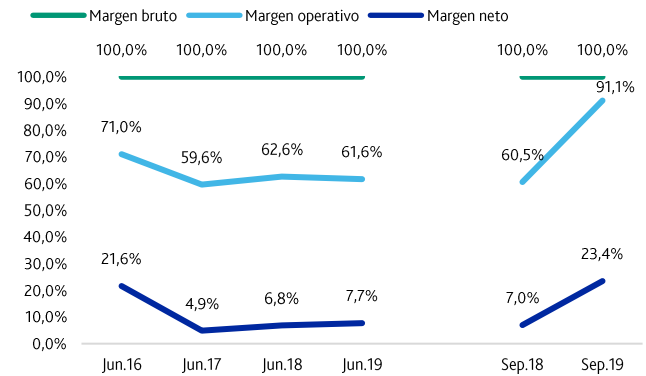
**Ingresos por Rubro**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

**Evolución de los Márgenes**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

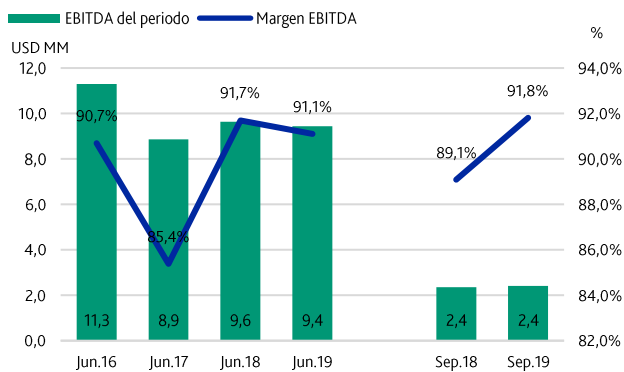
**Generación y Capacidad de Pago**

**COBERTURA DEL SERVICIO DE DEUDA MEJORA PRODUCTO DEL REFINANCIAMIENTO ANTICIPADO DE DOS SERIES GARANTIZADAS**

Al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2019, el EBITDA de IIASA registró una ligera disminución interanual, debido a menores ingresos de alquiler y mayor gasto de administración. Por su lado, la mayor porción corriente de obligaciones financieras señalada previamente resultó en un ajuste en la cobertura del Servicio de Deuda. Asimismo, se exhibió una mejora en la cobertura de los gastos financieros asociada al menor nivel de deuda a través de la colocación de bonos producto de la amortización a capital de las Series B, E e I. Al 30 de septiembre de 2019, se mantiene la disminución en el EBITDA al comprar con el mismo periodo del ejercicio anterior; sin embargo, la cobertura del Servicio de Deuda mejora como resultado del refinanciamiento anticipado de las Series E y A con vencimientos *bullet* en febrero y mayo de 2020, respectivamente. En cuanto al Flujo de Caja Operativo (FCO), el mismo fue negativo al cierre fiscal junio 2019 producto del aumento en los fondos mantenidos en las cuentas del Fideicomiso que fueron utilizados en los siguientes días para cancelar la Serie E de Bonos Corporativos, lo cual, aunado a la mayor porción corriente de obligaciones, trajo como resultado un importante ajuste en la cobertura del Servicio de Deuda. Al 30 de septiembre de 2019, pese al aumento en el FCO del periodo, el indicador anualizado resultó en una disminución, dado que toma en consideración el resultando negativo reportado al 30 de junio de 2019.

Gráfico 7

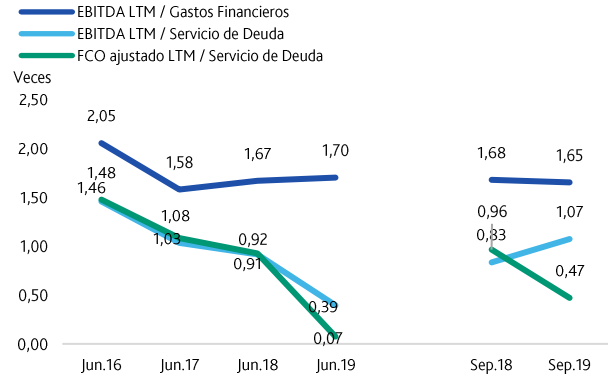
**Evolución del EBITDA (US\$/ MM) y Margen EBITDA (%)**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8

**Evolución de los Indicadores de Cobertura**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

**INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)****Principales Partidas del Estado de Situación Financiera**

<b>(Miles de Dólares)</b>	<b>sep-19</b>	<b>Jun-19</b>	<b>sep-18</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Jun-16</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>173,191</b>	<b>108,459</b>	<b>97,112</b>	<b>97,592</b>	<b>95,514</b>	<b>87,871</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	392	4,349	415	407	143	3,348
Depósitos en Fideicomiso	2,888	11,137	4,360	4,368	3,191	2,549
Cuentas por Cobrar, Compañías Relacionadas	5,976	869	366	166	0	1,959
<b>Activo Corriente</b>	<b>9,918</b>	<b>16,788</b>	<b>5,526</b>	<b>5,250</b>	<b>3,866</b>	<b>7,856</b>
Propiedades de Inversión	159,200	89,249	88,063	88,817	87,205	75,136
Adelanto a compra de activo	1,684	1,684	2,791	2,791	3,710	4,054
<b>Activo No Corriente</b>	<b>163,274</b>	<b>91,670</b>	<b>91,587</b>	<b>92,341</b>	<b>91,647</b>	<b>80,015</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>106,873</b>	<b>103,656</b>	<b>92,885</b>	<b>93,549</b>	<b>92,160</b>	<b>84,933</b>
Porción Corriente Bonos Corporativos	3,100	18,405	5,806	4,750	2,955	2,255
Intereses por Pagar	0	1,379	1,400	1,402	0	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>3,203</b>	<b>19,938</b>	<b>7,386</b>	<b>6,313</b>	<b>3,106</b>	<b>2,624</b>
Bonos Corporativos	86,622	72,446	71,252	73,017	76,909	70,158
Bonos Subordinados	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
Cuentas por Pagar Relacionadas	272	272	3,247	3,218	1,145	1,151
Impuesto sobre la Renta por Pagar Diferido	5,776	0	0	0	0	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>103,670</b>	<b>83,718</b>	<b>85,499</b>	<b>87,236</b>	<b>89,054</b>	<b>82,309</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>66,318</b>	<b>4,803</b>	<b>4,227</b>	<b>4,043</b>	<b>3,354</b>	<b>2,939</b>
Capital Social	1	1	1	1	1	1
Utilidades Acumuladas	(517)	4,836	4,378	4,194	3,477	2,960
Revaluación de Propiedades de Inversión	66,649	0	0	0	0	0

**Principales Partidas del Estado de Resultados**

<b>(Miles de Dólares)</b>	<b>sep-19</b>	<b>Jun-19</b>	<b>sep-18</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Jun-16</b>
Ingresos totales	2,623	10,366	2,640	10,511	10,378	12,463
Costos de Servicios	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Margen Bruto</b>	<b>2,623</b>	<b>10,366</b>	<b>2,640</b>	<b>10,511</b>	<b>10,378</b>	<b>12,463</b>
Gastos Generales y Administrativos	(215)	(923)	(288)	(873)	(1,517)	(1,159)
Depreciación	(19)	(3,055)	(754)	(3,056)	(2,676)	(2,454)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>2,389</b>	<b>6,389</b>	<b>1,598</b>	<b>6,582</b>	<b>6,185</b>	<b>8,850</b>
Gastos Financieros	(1,606)	(5,552)	(1,400)	(5,785)	(5,616)	(5,507)
<b>Utilidad Antes del Impuesto a la Renta</b>	<b>820</b>	<b>1,059</b>	<b>246</b>	<b>980</b>	<b>723</b>	<b>3,433</b>
Impuesto a la Renta, Neto	(205)	(264)	(62)	(264)	(217)	(744)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>615</b>	<b>795</b>	<b>185</b>	<b>717</b>	<b>505</b>	<b>2,689</b>



## INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

INDICADORES FINANCIEROS	sep-19	Jun-19	sep-18	Jun-18	Jun-17	Jun-16
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	1.61x	21.58x	21.97x	23.14x	27.48x	28.90x
Deuda Financiera / Pasivo	0.94x	0.98x	0.95x	0.95x	0.99x	0.98x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.52x	21.20x	20.83x	21.96x	27.09x	28.39x
Pasivo / Activo	0.62x	0.96x	0.96x	0.96x	0.96x	0.97x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.03x	0.19x	0.08x	0.07x	0.03x	0.03x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.97x	0.81x	0.92x	0.93x	0.97x	0.97x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	10.60x	10.79x	9.13x	9.21x	10.25x	7.38x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	3.10x	0.84x	0.75x	0.83x	1.24x	2.99x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	3.09x	0.83x	0.71x	0.79x	1.08x	2.99x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.02x	0.78x	0.65x	0.76x	1.07x	2.25x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	6,714	(3,149)	(1,860)	(1,063)	760	5,232
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	8.91%	38.37%	39.48%	37.38%	40.40%	28.99%
Gastos Financieros / Ingresos	61.23%	53.55%	53.05%	55.04%	54.11%	44.19%
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	100%	100%	100%	100.00%	100.00%	100%
Margen Operativo	91.09%	61.63%	60.52%	62.62%	59.60%	71.01%
Margen Neto	23.44%	7.67%	7.00%	6.82%	4.87%	21.58%
ROAA (LTM)	0.91%	0.77%	0.74%	0.74%	0.55%	3.04%
ROAE (LTM)	3.47%	17.97%	17.38%	19.37%	16.06%	82.99%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO ajustado (US\$ Miles)**	5,111	1,793	2,090	8,447	9,275	11,451
FCO ajustado anualizado (US\$ Miles)	4,813	1,793	11,166	8,447	9,275	11,451
EBITDA (US\$ Miles)	2,408	9,443	2,352	9,638	8,861	11,303
EBITDA LTM (US\$ Miles)	9,500	9,443	9,647	9,638	8,861	11,303
Margen EBITDA	91.81%	91.10%	89.08%	91.70%	85.38%	90.70%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.65x	1.70x	1.68x	1.67x	1.58x	2.05x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.07x	0.39x	0.83x	0.91x	1.03x	1.46x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	0.67x	0.32x	1.93x	1.93x	1.65x	2.08x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	0.47x	0.07x	0.96x	0.92x	1.08x	1.48x

\*Indicadores anualizados

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

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

## Anexo I

## Historia de Calificación

## Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA)

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.03.19) <sup>1</sup>	Calificación Actual (al 30.06.19 y 30.09.19)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones	BB.pa	BB.pa	Poseen capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero esta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos
<b>Serie A</b> (hasta por US\$11.0 millones)			
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta US\$100.0 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.
<b>Series B, D, F, G, H, I, J, K, L y M</b> (hasta por US\$90.1 millones)			

\*Cesión de Comité del 25 de septiembre de 2019

## Anexo II

## Detalle de los Instrumentos Calificados

## Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$100.0 millones

	Serie B	Serie D*	Serie F	Serie G	Serie H	Serie I
Monto Colocado:	US\$ 18.0 millones	US\$ 14.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 10.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.19):	US\$ 7.2 millones	US\$ 14.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 8.1 millones
Fecha de Colocación:	Septiembre 2013	Septiembre 2014	Junio 2015	Mayo 2016	Junio 2016	Noviembre 2016
Plazo:	10 años	7 años	8 años	5 años	7 años	5 años
Redención Anticipada:	Año 4: 102% Año 5: 101% Años 6-10: 100%	A partir del año 4 al 101%, Años 5-7 al 100%	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%
Tasa:	5.25%	Año 1: 4.75% Año 2: 5.00% Año 3: 5.25% Año 4: 5.50% Año 5: 5.75% Año 6: 6.00% Año 7: 6.25%	6.00%	5.00%	5.75%	5.50%
Pago de Capital:	Trimestral, cuota <i>balloon</i> al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Años 1-4: abonos trimestrales de US\$175 mil, Año 5: US\$1.8 millones
Bienes Cedidos en Garantía:	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Cuenta de reserva Pólizas de seguro					
Resguardos:	130% de cobertura de colateral sobre saldo insoluto de los Bonos 1.00x de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda					

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

\*Abono de US\$5.0 millones realizado el 30 de diciembre de 2019

	Serie J	Serie K	Serie L	Serie M
Monto Colocado:	US\$ 6.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.19):	US\$ 5.9 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$10.0 millones
Fecha de Colocación	Junio 2019	Junio 2019	Agosto 2019	Septiembre 2019
Plazo:	10 años	5 años	10 años	7 años
Redención Anticipada:	Año 3 al 102%, Año 4 al 101%, Años 5-10 al 100%	A partir del Año 2: 100%	A partir de la Emisión al 100%	A partir de la Emisión al 100%
Tasa:	6.75%	6.00%	6.75%	Año 1: 5.50%, Años 2-7: 6.25%
Pago de Capital:	40 abonos trimestrales por US\$150 mil	Bullet al vencimiento	40 abonos trimestrales por US\$125 mil	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía		Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Cuenta de reserva Pólizas de seguro		
Resguardos:	130% de cobertura de colateral sobre saldo insuelto de los Bonos 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D			

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

## Oferta Pública de Bonos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones

	Serie A
Monto Colocado:	US\$ 11.0 millones
Saldo en Circulación (30.06.19):	US\$ 11.0 millones
Fecha de Colocación:	Mayo 2015
Plazo:	20 años
Redención Anticipada:	Podrá ser redimida total o parcialmente a opción del Emisor en Cualquier momento
Tasa:	12.00%
Pago de Capital:	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	Ninguno
Resguardos:	Ninguno

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local PA

## Anexo III

### Detalle de la Estructura

### Riesgos de la Estructura

#### RIESGO DE GARANTÍAS DE LA EMISION

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 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 1.0x.

**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 LIMITACION A LA OBLIGACION 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. Este riesgo aplica específicamente a los Bonos Subordinados.

**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 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 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 IASA de arrendar los locales comerciales a la compañía relacionada FASA.

**RIESGO DEL ENTORNO**

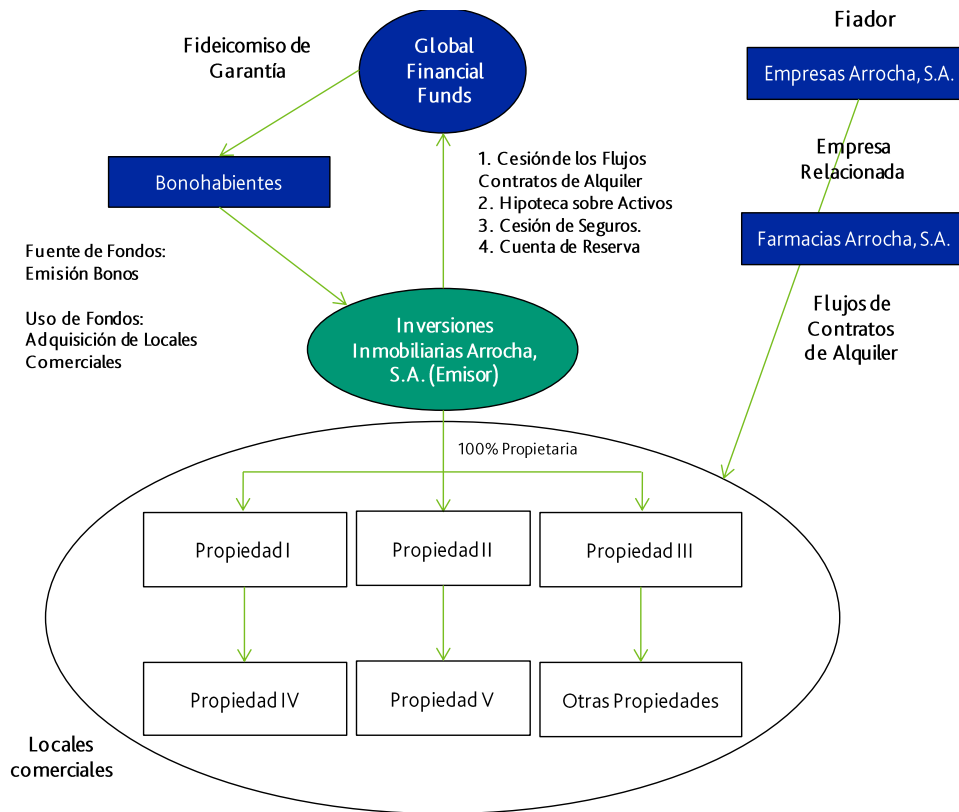
Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizadas,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

**Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos**

El Fideicomiso de Garantía que funge como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por IASA poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por el Fideicomitente Garante: i) Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad del Emisor. ii) Cesión irrevocable e incondicional de los cánones 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 del fideicomiso, iv) la cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas al 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 mensual, de la siguiente manera: i) pago de los gastos operativos de las fincas y los locales comerciales que se encuentren debidamente presupuestados y los impuestos que causen sobre las fincas, ii) pago de intereses y capital de las Series de Bonos Corporativos, según el cronograma de pago respectivo, iii) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de servicio de deuda, iv) pago de inversiones de capital presupuestadas que sean necesarias para preservar el uso actual de las fincas, v) pago de las primas de las pólizas de seguros de las fincas hipotecadas y vi) 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:



## 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.moodylocal.com>) donde se pueden 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 de Inversiones Inmobiliarias Arrocha S.A. al 30 de junio de 2016, 2017 y 2018 y 2019, así como los Estados financieros interinos al 30 de septiembre de 2018 y 2019. 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. Moody's Local PA comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local PA no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de 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.