



Equilibrium
AN AFFILIATE OF MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Bolsa de Valores de Panamá

Recibido por: FR

Fecha: 26 Sept. 2019

Hora: 12:31 p.m.

EQPA19/223

Panamá, 25 de septiembre 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 ratificar la categoría de riesgo de BBB.pa a las Series emitidas A, B, D, F, G, H, I, J, K y L de Bonos Corporativos Garantizados y asignar la categoría BBB.pa a la Serie M de Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$100.0 millones. Asimismo, ratifica 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 se mantiene 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.

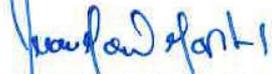
Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones (Serie A)	BB.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios 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, F, G, H, I, J, K y L emitidas)	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 M 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>	

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

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

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,



Juan Manuel Martans
Gerente General



Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
25 de septiembre de 2019

Actualización

CALIFICACIÓN*

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB.pa
Bonos Subordinados	BB.pa
Perspectiva	Estable

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

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

María Gabriela Sedda
Analista
msedda@equilibrium.com.pa

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214. 3790

Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA)

Resumen

Equilibrium ratifica la categoría BBB.pa a las Series Series A, B, D, F, G, H, I, J, K y L 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). Así también, aprobó otorgar la calificación BBB.pa a la Serie M de Bonos Corporativos Garantizados, contemplada dentro del Programa referido anteriormente. De igual manera, ratificó 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 perspectiva se mantiene Estable.

Dicha decisión recoge el respaldo que le brinda la estructura misma de las Series Garantizadas, las cuales contemplan bienes inmuebles cedidos al Fideicomiso de Garantía que deberán cubrir en todo momento por lo menos 1.30 veces el saldo en circulación de la deuda. De igual manera, la estructura establece la sesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantés de parte del Originador -la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A (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 1.0 vez el Servicio de Deuda (principal e intereses). Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos calificadas por Equilibrium 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 inmuebles de los inmuebles se sitúe en 97.0% 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 (FASA), lo cual fortalece la fuente de repago de las emisiones. Cabe mencionar que Equilibrium ha realizado una evaluación de las cifras del Originador a fin de validar que exista la capacidad suficiente para hacer frente al pago del Servicio de Deuda, además de la existencia de recursos disponibles en caso se presenten escenarios de estrés de liquidez. Con respecto a la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados, la misma recoge la naturaleza de la 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 señalado anteriormente, a la fecha la calificación asignada a las Series Garantizadas se encuentra limitada por los ajustados indicadores de cobertura de deuda y solvencia que registra el Emisor, lo cual se plasma en los altos niveles de apalancamiento, tanto contable como financiero, que mantiene IIASA. Suma a lo anterior el riesgo de refinanciamiento que ostenta el Emisor, considerando que más del 85.0% de los Bonos emitidos cuenta con una estructura *bullet*, conllevando a que los flujos de alquileres no sean suficientes para hacer frente al pago del Servicio de Deuda de los Bonos Corporativos Garantizados a su vencimiento. No menos importante resulta que Emisor modificó su modelo financiero, proyectando ajustes en los indicadores de apalancamiento y coberturas medidos a través del Flujo de Caja Operativo y el EBITDA, al igual que una disminución en los ingresos como resultado de la exoneración del canon de arrendamiento a un tercero, donde los accionistas de IIASA tienen participación.

Equilibrium seguirá realizando el monitoreo al desempeño de los principales indicadores y capacidad de pago del Emisor, 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

- » Mejora en la generación de flujos del Emisor que posibilite aumentar la cobertura al 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 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 el 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 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 establecidos 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.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A.

	Mar-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$/ Miles)	95,534	97,592	95,514	87,871
Ingresos* (US\$/ Miles)	10,424	10,511	10,378	12,463
EBITDA* (US\$/ Miles)	9,515	9,638	8,861	11,303
Deuda Financiera / EBITDA*	9.11x	9.21x	10.25x	7.38x
EBITDA* / Gasto Financieros*	1.69x	1.67x	1.58x	2.05x
FCO Ajustado / Servicio de Deuda	0.68x	0.92x	1.08x	1.48x

*Últimos 12 meses.

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Tabla 2

Global Financial Funds (Fiduciario)

	Mar-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$ Miles)	2,961.6	2,352.4	1,432.5	885.0
Utilidad Neta* (US\$ Miles)	899.6	933.8	508.6	262.9
ROAA*	28.93%	48.65%	43.38%	33.72%
ROAE*	30.20%	52.94%	52.63%	42.19%

*Últimos 12 meses.

Fuente: BVPA / Elaboración: Equilibrium

Tabla 3

Resguardos de las Series Garantizadas

	Mar-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Rentas / Servicio de Deuda* > 1.00	N/A	1.02x	1.05x	1.11x
Fincas Cedidas / Saldo de la Deuda > 130%	171%	165%	151%	152%
Pólizas Cedidas / Valor de Reconstrucción de Inmuebles > 80%	80.0%	80.1%	82.5%	84.2%

*El indicador se mide anualmente.

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Generalidades**Descripción de la Estructura**

IIASA mantiene un Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta por US\$100.0 millones y de Bonos Subordinados hasta por US\$50.0 millones. A la fecha del presente informe, el Emisor tiene emitidas 10 Series (A, B, D, F, G, H, I, J, K y L) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos por un total de US\$84.0 millones y está en proceso de emitir una nueva Serie (M) bajo el mismo Programa por un monto de US\$10.0 millones, la cual será utilizada para redimir anticipada mente la Serie A por el mismo monto con vencimiento en mayo de 2020. 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 de que 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 100.00% de las acciones de Unibay Corp., la cual es propietaria de 10 locales comerciales. Al 30 de junio de 2019, las propiedades de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 62,897 m² con una ocupación del 97.00%, de los cuales aproximadamente el 88.00% está arrendado a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. y el 9.00% 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 recetero, 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, S.A. (EASA), el cual 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 deudor solidario de las obligaciones mantenidas por FASA, Equilibrium 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, Equilibrium 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, resultando en un detrimento de las ventas y márgenes y una consistente disminución en los niveles de rentabilidad relacionado igualmente a los gastos asociados a la apertura de nuevas tiendas y al aumento del salario mínimo. Debido a acuerdos de confidencialidad entre IIASA y Equilibrium, no se revelarán cifras correspondientes a EASA o de su subsidiaria FASA.

Desarrollos Recientes

Como hecho de relevancia del periodo, es de señalar que el Emisor se encuentra próximo a emitir la serie M bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos. Las condiciones de esta Serie se detallan en el Anexo II.

Análisis Financiero del Deudor – IIASA¹

Activos y Liquidez

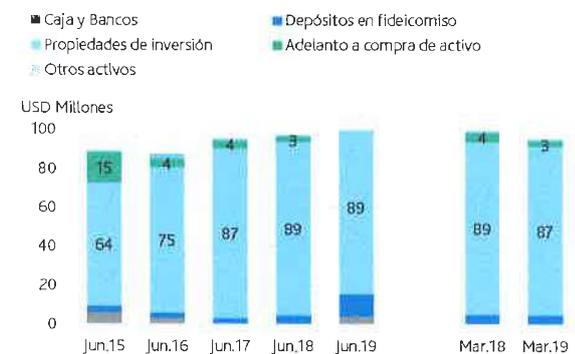
DISMINUCIÓN EN LOS ACTIVOS Y AJUSTE EN LOS INDICADORES DE LIQUEDEZ

Los activos de IIASA disminuyeron en 3.93% con respecto a marzo 2018 debido a menores saldos en propiedades de inversión y la reducción en el rubro de adelanto en compra de activo, esto último producto del traslado de US\$1.5 millones al rubro de propiedades de inversión, correspondiente a la adquisición de los locales de Boulevard Penonomé y Sabanitas, ambos alquilados a la compañía relacionada FASA. Sin embargo, dichas adquisiciones no se observa en el rubro de propiedades de inversión producto del efecto neto de la depreciación, tanto de las propiedades incorporadas como del resto de las propiedades. Cabe señalar que las propiedades de inversión incorporan 27 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, la cual recoge el vencimiento de la Serie E (US\$4.79 millones) en febrero de 2020, se tradujo en un ajuste en los niveles de liquidez. Cabe señalar que, a la fecha de este informe, la Serie E fue cancelada mediante nuevas emisiones de Bonos (Series J y K) realizadas a finales del mes de junio, transacción que se hizo efectiva el 2 de julio del presente año.

Gráfico 1

Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

DISMINUCIÓN EN PASIVOS Y NIVELES DE APALANCAMIENTO

Los pasivos de IIASA disminuyen a marzo de 2019 como consecuencia de las amortizaciones a capital de las Series B, E e I de Bonos Corporativos Garantizados. La disminución en la deuda financiera es parcialmente contrarrestada por un aumento en las cuentas por pagar a compañías relacionadas, atribuido a un financiamiento obtenido de Empresas Arrocha para fondar el adelanto realizado para la compra de un local en Federal Mall en Chiriquí, donde se abrirá un local de Farmacias Arrocha.

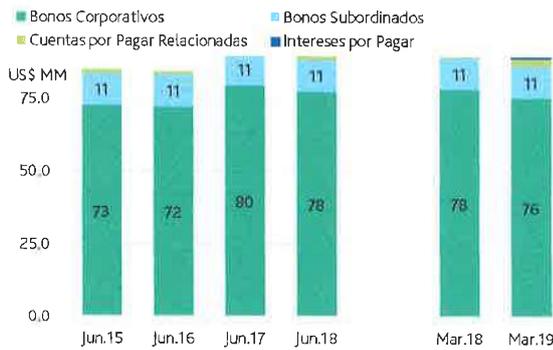
Al 30 de marzo de 2019, la deuda financiera se compone de las Series emitidas de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados. La mayoría de las series emitidas tienen una estructura de pago *bullet*, lo cual expone al Emisor al riesgo de refinanciamiento. De acuerdo con las proyecciones recibidas por parte de IIASA, los vencimientos de los Bonos *bullet* serán refinanciados parcialmente mediante nuevas Series. La Serie M, próxima a ser emitida por US\$10.0 millones, será utilizada para redimir anticipadamente el vencimiento de la Serie A por el mismo monto.

¹ La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de junio de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2018 y 2019 de IIASA y su subsidiaria Unibay.

El menor nivel de endeudamiento, sumado al fortalecimiento del patrimonio mediante la retención total de utilidades, permitió disminuir favorablemente el Apalancamiento Contable (pasivo / patrimonio neto) y la Palanca Financiera (deuda financiera / EBITDA), aunque los mismos continúan presentando niveles muy elevados.

Gráfico 3

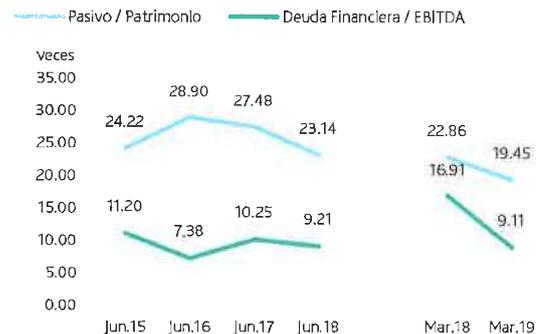
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: IIASA. / Elaboración: Equilibrium

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: IIASA. / Elaboración: Equilibrium

Rentabilidad y Eficiencia

LEVE AJUSTE EN LOS INGRESOS Y UTILIDAD PRODUCTO DE MENORES FLUJOS DE ALQUILER

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 operativo necesario para el pago del Servicio de Deuda. Al 31 de marzo de 2019, los ingresos por alquileres experimentaron una leve disminución interanual de 1,11%, lo cual está asociado a la exoneración del alquiler a un tercero donde la familia Arrocha tiene participación accionaria, durante el periodo comprendido entre noviembre 2018 y junio 2019. La disminución en los ingresos de alquiler, aunado a un incremento en los gastos operativos (honorarios profesionales), fueron parcialmente contrarrestados por la disminución en gastos de interés, producto de la reucción en los niveles de deuda financiera, lo cual trajo como consecuencia una leve mejora del margen neto.

Gráfico 5

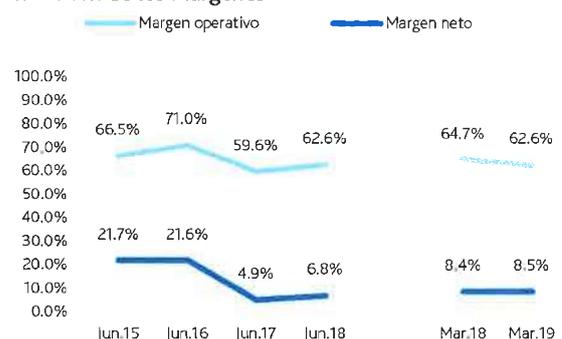
Evolución de los Ingresos (US\$/ MM)



Fuente: IIASA. / Elaboración: Equilibrium

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: IIASA. / Elaboración: Equilibrium

Generación y Capacidad de Pago

AJUSTE EN LA COBERTURA DEL SERVICIO DE DEUDA PRODUCTO DE MAYORES VENCIMIENTOS CORRIENTES.

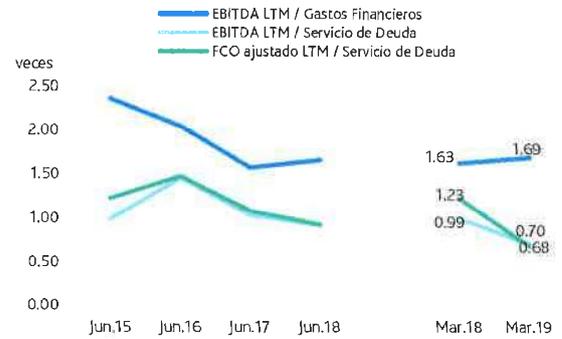
Si bien el EBITDA LTM de la Compañía registró una ligera mejora respecto a marzo de 2018, el mismo exhibe un ligero ajuste producto de los menores ingresos de alquiler y mayor gasto de administración. Por su lado, la mayor porción corriente de obligaciones financieras señalada previamente resultó en 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 con bonistas, producto de la amortización a capital de las Series B, E e I.

Gráfico 7
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

Gráfico 8
Evolución de los indicadores de Cobertura



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-19	Jun-18	Mar-18	Jun-17	Jun-16	Jun-15
ACTIVOS						
Efectivo y Depósitos en Bancos	347	407	748	143	3,348	6,208
Depósitos en Fideicomiso	4,484	4,368	4,486	3,191	2,549	3,083
Cuentas por cobrar – partes relacionadas	226	166	0	0	1,959	0
Cuentas por cobrar - comerciales	48	49	16	9	0	0
Gastos pagados por anticipado	263	260	26	524	0	0
Total Activo Corriente	5,368	5,250	5,276	3,866	7,856	9,291
Propiedades de Inversión	86,638	88,817	88,826	87,205	75,136	63,893
Adelanto a compra de activo	2,791	2,791	4,309	3,710	4,054	15,412
Plusvalía	649	649	649	649	649	649
Otros activos	87	84	386	83	175	59
Activo No Corriente	90,165	92,341	94,170	91,647	80,015	80,013
TOTAL ACTIVOS	95,534	97,592	99,446	95,514	87,871	89,304
PASIVOS						
Bonos Corporativos	7,919	4,750	3,694	2,955	2,255	4,400
Intereses por Pagar	1,381	1,402	1,411	0	0	0
Cuentas e Impuestos por Pagar	171	161	185	151	369	459
Total Pasivo Corriente	9,470	6,313	5,290	3,106	2,624	4,858
Bonos Corporativos por Pagar	72,446	73,017	74,783	76,909	70,158	68,547
Bonos Subordinados por Pagar	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
Cuentas por pagar a Relacionadas	272	3,218	4,382	1,145	1,151	1,358
Total Pasivo No Corriente	81,392	87,236	90,165	89,054	82,309	80,904
TOTAL PASIVO	90,862	93,549	95,455	92,160	84,933	85,763
PATRIMONIO NETO						
Capital Emitido	1	1	1	1	1	1
Resultado del Ejercicio	663	717	666	505	2,688	1,886
Resultado Acumulados	4,194	3,477	3,477	2,972	272	1,719
Impuesto complementario	(186)	(152)	(152)	(124)	(23)	(65)
TOTAL PATRIMONIO	4,672	4,043	3,992	3,354	2,939	3,541
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	95,534	97,592	99,446	95,514	87,871	89,304

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-19	Jun-18	Mar-18	Jun-17	Jun-16	Jun-15
Ingresos por Alquileres	7,795	10,511	7,882	10,378	12,463	8,701
Costo de Alquileres	0	0	0	0	0	0
Utilidad Bruta	7,795	10,511	7,882	10,378	12,463	8,701
Gastos de Administración	(651)	(873)	(615)	(1,517)	(1,159)	(1,208)
Depreciación	(2,263)	(3,056)	(2,169)	(2,676)	(2,454)	(1,706)
Utilidad Operativa	4,881	6,582	5,098	6,185	8,850	5,787
Otros Ingresos/(Gastos)	176	183	131	153	91	19
Gastos Financieros	(4,172)	(5,785)	(4,342)	(5,616)	(5,507)	(3,165)
Utilidad Antes de Impuestos	884	980	887	723	3,433	2,641
Impuesto sobre la Renta	(221)	(264)	(222)	(217)	(744)	(755)
Utilidad Neta	663	717	665	505	2,689	1,886

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

Indicadores Financieros

Solvencia	Mar-19	Jun-18	Mar-18	Jun-17	Jun-16	Jun-15
Pasivo / Patrimonio	19.45x	23.14x	22.86x	27.48x	28.90x	24.22x
Deuda Financiera / Pasivo	0.95x	0.95x	0.98x	0.99x	0.98x	0.98x
Deuda Financiera / Patrimonio	18.55x	21.96x	22.42x	27.09x	28.39x	23.70x
Pasivo / Activo	0.95x	0.96x	0.92x	0.96x	0.97x	0.96x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.10x	0.07x	0.06x	0.03x	0.03x	0.06x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.90x	0.93x	0.94x	0.97x	0.97x	0.94x
Deuda Financiera / EBITDA *	9.11x	9.21x	9.50x	10.25x	7.38x	11.20x
Líquidez						
Líquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.57x	0.83x	1.00x	1.24x	2.99x	1.91x
Prueba Ácida (Act. Cte. - Inven. - Gtos Pgdos por Ant. / Pas. Cte.)	0.54x	0.79x	0.99x	1.08x	2.99x	1.91x
Líquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.51x	0.76x	0.99x	1.07x	2.25x	1.91x
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.) (US\$/ Miles)	(4,102)	(1,063)	(14)	760	5,232	4,433
Gestión						
Gastos operativos / Ingresos	37.38%	37.38%	35.32%	40.40%	28.99%	33.49%
Gastos financieros / Ingresos	53.52%	55.04%	55.09%	54.11%	44.19%	36.37%
Rentabilidad						
Margen bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen operativo	62.62%	62.62%	64.68%	59.60%	71.01%	66.51%
Margen neto	8.51%	6.82%	8.44%	4.87%	21.58%	21.67%
ROAA	0.68%	0.74%	0.68%	0.55%	3.04%	1.50%
ROAE	15.31%	19.37%	18.11%	16.06%	82.99%	3.45%
Generación						
FCO (US\$/ Miles)	2,734	4,064	3,172	(10,560)	1,172	(24,763)
FCO LTM (US\$/ Miles)	3,625	4,064	(8,710)	(10,560)	1,172	(24,763)
FCO ajustado** (US\$/ Miles)	6,926	8,447	6,103	9,275	11,451	9,318
FCO ajustado** LTM (US\$/ Miles)	9,271	8,447	9,872	9,275	11,451	9,318
EBITDA (US\$/ Miles)	7,143	9,638	7,267	8,861	11,303	7,493
EBITDA LTM (US\$/ MILES)	9,515	9,638	9,415	8,861	11,303	7,493
Margen EBITDA	91.64%	91.70%	92.20%	85.38%	90.70%	86.11%
Coberturas						
EBITDA LTM / Gastos Financieros LTM	1.69x	1.67x	1.63x	1.58x	2.05x	2.37x
EBITDA LTM / Servicio de Deuda LTM	0.70x	0.91x	0.99x	1.03x	1.46x	0.99x
FCO LTM / Gastos Financieros LTM	1.64x	1.93x	2.26x	1.65x	2.08x	2.94x
FCO LTM / Servicio de Deuda LTM	0.68x	0.92x	1.23x	1.08x	1.48x	1.23x

*Últimos 12 meses.

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

Anexo I

Historia de Calificación

Inversiones Inmobiliarias Arrocha, S.A. (IIASA)

Instrumento	Calificación Anterior (con información financiera al 31.03.19) ¹	Calificación Actual (con información financiera al 30.06.19)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones Serie A (hasta por US\$11.0 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
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta US\$100.0 millones Series A, B, D, F, G, H, I, J, K y L (hasta por US\$84.01 millones)	BBB.pa	BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta US\$100.0 millones Serie M (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.

* El historial de las calificaciones otorgadas en las últimas cinco evaluaciones se encuentra disponible en: <https://www.equilibrium.com.pa/calificaciordhistorica.pdf>

¹ Sesión de Comité del 8 de agosto de 2019.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

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

	Serie A	Serie B	Serie D*	Serie E**	Serie F	Serie G
Monto colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 18.0 millones	US\$ 14.0 millones	US\$ 6.5 millones	US\$ 10.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en circulación (31.03.19):	US\$ 10.0 millones	US\$ 8.55 millones	US\$ 14.0 millones	US\$ 4.79 millones	US\$ 10.0 millones	US\$10.0 millones
Fecha de colocación	Mayo 2013	Septiembre 2013	Septiembre 2014	Febrero 2015	junio 2015	Mayo 2016
Plazo:	7 años	10 años	7 años	5 años	8 años	5 años
Redención anticipada:	A partir del año 3 al 102%, Año 4 al 101%, Años 5-7 al 100%	A partir del año 4 al 102%, Año 5 al 101%, Años 6-10 al 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%
Tasa:	5.50%	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%	Años 1 y 2: 4.75%, Años 3-5: 5.25%	6.00%	5.00%
Pago de capital:	Bullet al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento	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: Equilibrium

	Serie H	Serie I	Serie J	Serie K	Serie L	Serie M***
Monto colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 6.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en circulación (31.03.19):	US\$ 10.0 millones	US\$ 8.6 millones	---	---	---	---
Fecha de colocación	Junio 2016	Noviembre 2016	Junio 2019	Junio 2019	Julio 2019	---
Plazo:	7 años	5 años	10 años	5 años	10 años	7 años
Redención anticipada:	A partir del Año 3: 100%	A partir del Año 3: 100%	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:	5.75%	5.50%	7.25%	6.25%	6.75%	Año 1: 5.50%, Años 2-7: 6.25%
Pago de capital:	Bullet al vencimiento	Años 1-4: abonos trimestrales de US\$175 mil, Año 5: US\$1.8 millones	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					

* Abono de US\$2.5 millones realizado en Julio de 2019

**Redimida anticipadamente el 2 de Julio de 2019

***Pendiente de emisión

Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

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: IASA / Elaboración: Equilibrium

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 1.0 vez.

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

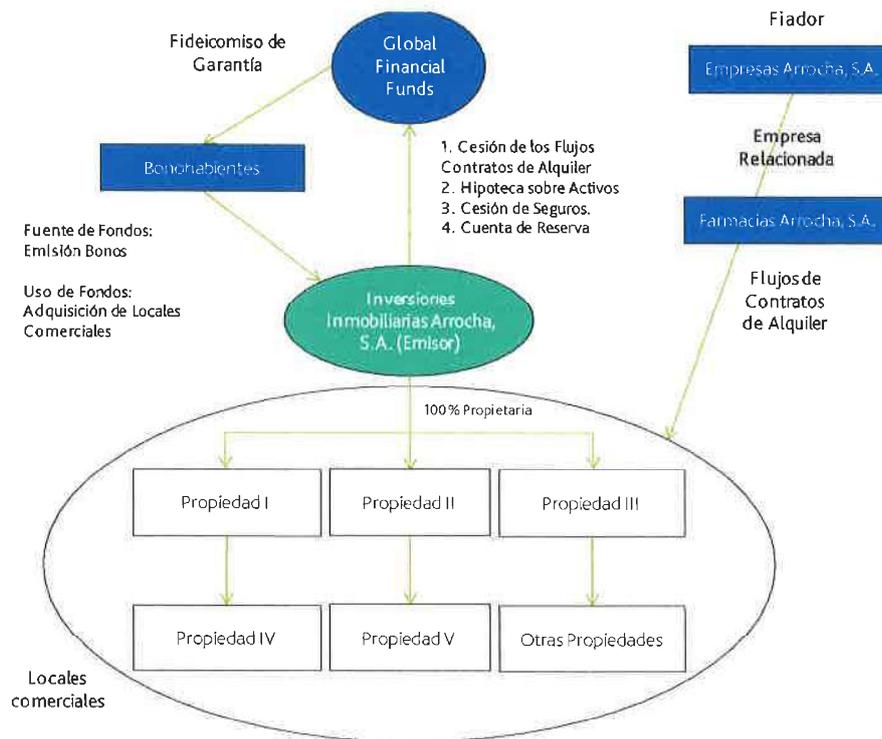
operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizadas, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes en el tiempo en Panamá

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

El Fideicomiso de Garantía que funge como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por IIASA poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por el Fideicomitente Garantante: 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 Garantantes 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:



Fuente: IIASA / Elaboración: Equilibrium

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 puede consultar en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) en donde también se encuentran 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 2016, 2017 y 2018 y 2019, así como los Estados financieros interinos al 31 de marzo 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. 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.

Publicaciones Relacionadas

Informe de Calificación Anterior:

<http://www.equilibrium.com.pe/IIASApamar19.pdf>

Resumen de la Metodología de Calificación:

<http://www.equilibrium.com.pa/>

© 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 RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

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

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, 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.