

Panamá, 30 de noviembre de 2020

Señores  
Bolsa de Valores de Panamá  
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP  
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación IIASA  
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

A solicitud del Emisor, se ha realizado una modificación en el informe publicado el 26 de noviembre pasado, la cual consiste en el cambio en la letra de la nueva Serie calificada (cambia a 'O', desde 'ñ' anteriormente), la cual debió ser modificada por instrucción de Latinclear debido a que, para la asignación de códigos de la emisión, no admiten letras con caracteres especiales.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans  
General Manager

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

Sesión de Comité:  
26 de noviembre de 2020

**Actualización**

**CALIFICACIÓN\***

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

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

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

**CONTACTOS**

Leyla Krmelj  
VP Senior Credit Officer  
[Leyla.krmelj@moodys.com](mailto:Leyla.krmelj@moodys.com)

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 ratifica la categoría BBB.pa a las Series B, F, H, I, J, K, L, M y N 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). Asimismo, otorga la calificación BBB.pa a la Serie O de Bonos Corporativos Garantizados, contemplada dentro del Programa referido anteriormente. De igual manera, ratifica la categoría BB.pa a la Serie A de Bonos Subordinados, la mismas que se encuentra contemplada bajo un Programa Rotativo de hasta US\$50.0 millones. Del mismo modo, Moody's Local retira la calificación a las Series D y G, las cuales fueron redimidas anticipadamente el 28 de octubre de 2020. Es de señalar que a la fecha todas las calificaciones asignadas a IIASA se mantienen bajo presión producto del posible incremento de la Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) a raíz de un aumento esperado en la deuda de la Compañía para el próximo año, luego de la emisión de una nueva Serie de Bonos Corporativos Garantizados para comprar una propiedad, en el evento de que dicho incremento no vaya de la mano con una mejora en el EBITDA y en el Flujo de Caja Operativo. Es de indicar que, a la fecha del presente informe, la Palanca Financiera del Emisor ya se ubica en niveles altos.

La calificación otorgada a las Series de Bonos Corporativos Garantizados recoge de manera positiva la existencia de activos y flujos cedidos a favor de un Fideicomiso de Garantía (FD). En ese 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 los Bonos. 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 los Bonos, debiendo cubrir por lo menos 1.0x el Servicio de Deuda (principal e intereses). Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas calificadas por Moody's Local 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 97.0% al corte de análisis, y que la duración de los contratos de arrendamiento pactados con FASA sea a 10 años, lo cual contribuye a una predictibilidad de flujos a largo plazo para IIASA, así como la incorporación de Empresas Arrocha, S.A. (EASA) como fiador solidario e ilimitado de cada una de las obligaciones del arrendador y originador de flujos, lo cual fortalece la fuente de repago de las emisiones. Cabe mencionar que Moody's Local ha realizado una evaluación de las cifras del Originador a fin de validar que exista la capacidad suficiente para hacer frente al pago del Servicio de Deuda, además de la existencia de recursos disponibles en caso se presenten escenarios de estrés de liquidez. Se considera igualmente de forma positiva la disminución significativa de la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) como resultado de la adopción de la NIC 40 con efecto retroactivo a partir del 1 de julio de 2018, lo que conllevó a registrar las propiedades de inversión a valor de mercado, lo cual generó a IIASA un importante superávit por revaluación de activos en el patrimonio. No obstante, cabe resaltar también la pérdida en el valor de las propiedades de inversión registrada al cierre fiscal junio 2020, producto de la afectación actual del mercado inmobiliario como consecuencia de la pandemia COVID-19, la cual ha afectado directamente el comercio de forma generalizada, ocasionando una disminución en la demanda de propiedades y aumento en el inventario de locales comerciales, lo cual se plasma en una tendencia a la baja en el valor por metro cuadrado de alquiler y venta de este tipo de propiedades. Dicha pérdida en el valor de las propiedades de inversión ocasionó una importante pérdida neta contable al cierre fiscal junio 2020.

Con respecto a la calificación asignada a la Series 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 limita poder asignar un mayor calificación a las distintas Series de Bonos calificadas por Moody's Local, y pone las mismas bajo presión, los ajustados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda que ostenta IIASA, medidos tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo. A esto se suma los bajos índices de liquidez y el riesgo de refinanciamiento que registra el Emisor, considerando que el 71.9% de los Bonos emitidos mantienen un esquema de amortización *bullet* (se paga el 100% del principal al vencimiento). Sobre este punto, cabe mencionar que el Emisor refinanció anticipadamente durante los últimos meses las series E, A, G y D de Bonos Corporativos Garantizados (con vencimientos en febrero y mayo de 2020, y mayo y septiembre de 2021, respectivamente); así también, con los recursos de la emisión de la Serie O próxima a emitirse, estará refinanciando anticipadamente la Serie I, la cual vence en noviembre de 2021 y abonando a la Serie F con vencimiento en junio de 2023, eliminando el riesgo de refinanciamiento para los años 2020 y 2021 y reduciendo en US\$4.0 millones el riesgo de financiamiento para el año 2023. Sin embargo, es importante mencionar que el Emisor está considerando tomar deuda incremental para financiar la compra de una propiedad, lo cual podría presionar aún más la Palanca Financiera de IIASA (deuda financiera total/EBITDA) y, consecuentemente, seguir ajustando los indicadores de cobertura de intereses del Emisor, siendo este el motivo principal por el cual Moody's Local mantiene las calificaciones bajo presión, en el evento en que dichos indicadores se vean afectados.

Resulta relevante observar que IIASA realizó recientemente un pago de dividendos por US\$5.1 millones, equivalente al 62% de las utilidades de los años 2014 al 2019, lo cual fue compensado por un ajuste en el patrimonio producto de la revaluación de las propiedades de inversión, lo cual no implica un ingreso de efectivo. Por otro lado, resulta importante mencionar la fuerte desaceleración de la actividad económica local producto de las medidas adoptadas por el Gobierno de Panamá a fin de contener la propagación de la pandemia COVID-19 en el país, lo cual afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores<sup>1</sup>. En adición a lo anterior, el 1 de mayo de 2020, el Gobierno promulgó el Decreto Ejecutivo N° 145, el cual dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo durante el Estado de Emergencia Nacional, ordenando el congelamiento de los cánones de arrendamiento, intereses por mora y cláusulas de incremento y/o penalización por terminación unilateral de contrato mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha medida. Pese a lo anterior, no se estima un impacto material en los ingresos de IIASA ni en los flujos de alquiler que ingresan al Fideicomiso que respaldan las Series de Bonos Garantizados calificadas por Moody's Local, considerando que las operaciones del Originador de flujos (FASA) no se han visto mayormente afectadas por las medidas de Cuarentena Total, debido a que su actividad, venta de medicamentos y mercancía seca, es considerada esencial.

Moody's Local 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

- » Disminución gradual de la Palanca Financiera de IIASA.
- » 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 de IIASA que posibilite aumentar la cobertura del Servicio de Deuda.
- » Mejora en la estructura propia del Programa de Bonos Corporativos Garantizados, incluyendo cambios en los esquemas de amortización de las distintas Series emitidas que reduzca el riesgo de refinanciamiento.

<sup>11</sup> Sugerimos revisar la Nota de Prensa: **ML PA publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña (25/03/2020)** <https://www.moodylocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf>

### 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.

	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$/Miles)	157,773	108,459	97,592	95,514	87,871
Ingresos (US\$/Miles)	10,529	10,366	10,511	10,378	12,463
EBITDA (US\$/Miles)	9,740	9,443	9,638	8,861	11,303
Deuda Financiera / EBITDA	9.56x	10.79x	9.21x	10.25x	7.38x
EBITDA / Gastos Financieros	1.54x	1.70x	1.67x	1.58x	2.05x
FCO ajustado / Servicio de la Deuda	0.67x	0.07x	0.92x	1.08x	1.48x

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

#### GLOBAL FINANCIAL FUNDS (FIDUCIARIO)

	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$ Miles)	10,431.7	9,363.3	2,352.4	1,432.5	885.0
Utilidad Neta (US\$ Miles)	846.7	574.0	933.8	508.6	262.9
ROAA	8.55%	9.80%	48.65%	43.38%	33.72%
ROAE	8.76%	10.05%	52.94%	52.63%	42.19%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 3

#### Resguardos de las Series Garantizadas

	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Rentas / Servicio de Deuda > 1.00x	1.06x	1.08x	1.02x	1.05x	1.11x
Fincas Cedidas / Saldo de la Deuda > 130%	158%*	150%	165%	151%	152%
Pólizas Cedidas / Valor Reconstrucción de Inmuebles > 80%	89%	80.0%	80.1%	82.5%	84.2%

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

\* Cobertura al 30 de junio no contempla avalúos actualizados con disminución de US\$10 millones en el valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso. Incluyendo nuevo valor de mercado la cobertura sería de 146%.

### 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 junio de 2020, 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\$82.4 millones. Posteriormente, en el mes de octubre, el Emisor emitió la Serie N por US\$20.0 millones con el propósito de redimir anticipadamente las Series D y G por un total de US\$19.0 millones, todas con vencimiento en 2021 y está en proceso de emitir la Serie O por US\$12 millones con el propósito de redimir anticipadamente la Serie I con vencimiento en noviembre

2021 y abonar a la Serie F con vencimiento en 2023. Bajo el Programa de Bonos Subordinados, se ha emitido únicamente la 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)

IIASA es una 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 junio de 2020, las propiedades de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 64,473 m<sup>2</sup> con una ocupación del 97.0%, de los cuales aproximadamente el 88.0% está arrendado a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. y el 9.0% 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 que EASA es fiador solidario de las obligaciones mantenidas por FASA, Moody's Local 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 para pagar los alquileres cobrados por IIASA, toda vez que algunos contratos se encuentran cedidos al Fideicomiso. Como resultado de la revisión, Moody's Local considera 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 en los últimos periodos evaluados, evidenciado por el lento crecimiento en las ventas, pese a 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, factores que EASA ha mitigado en el último corte evaluado mediante la reducción de gastos administrativos, gastos financieros y menores pérdidas por inventario. Cabe señalar que, debido a la naturaleza de las operaciones del Grupo, venta al detal y al por mayor de medicamentos y mercancía seca, actividades consideradas esenciales, las mismas no han sufrido mayor impacto por la pandemia COVID-19. Debido a acuerdos de confidencialidad entre IIASA y Moody's Local, no se revelarán cifras correspondientes a EASA ni a su subsidiaria FASA en el presente informe.

### Desarrollos Recientes

Como hecho de relevancia del periodo, el Emisor emitió la Serie N por US\$20 millones bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos. Dicha Serie fue utilizada para redimir anticipadamente las Series D y G por un total de US\$19.0 millones, todas con vencimiento en 2021. La Serie O próxima a ser emitida, será utilizada para redimir anticipadamente la Serie I y abonar US\$4.0 millones a la Serie F. Las condiciones de dichas Series se detallan en el Anexo II.

Cabe recordar que, hasta el 30 de junio de 2019, IIASA utilizaba el modelo del costo para valorizar sus propiedades de inversión. A partir del 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 de valorización implicó un aumento de US\$66.6 millones en el patrimonio al 1 de julio de 2019 (reflejado en la partida de utilidades retenidas), variación que recogía tanto el incremento en el valor de las propiedades, como un pasivo diferido por impuesto sobre la renta por US\$5.8 millones. Cabe resaltar que posterior a dicha revaluación de las propiedades, el Emisor realizó nuevos avalúos a todas las propiedades, conllevando al registro de una pérdida de US\$17.2 millones en el valor de las propiedades de inversión producto de la afectación actual del mercado inmobiliario como consecuencia de la pandemia COVID-19, la cual ha afectado directamente el comercio de forma generalizada, ocasionando una

disminución en la demanda de propiedades y aumento en el inventario de locales comerciales, reflejando tendencia a la baja en el valor por metro cuadrado de alquiler y venta de este tipo de propiedades.

El Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, incluyendo el cierre de establecimientos comerciales no relacionados a la venta de productos alimenticios o medicamentos en todo el país, afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores de la economía, entre ellos el comercial, hotelería, restaurantes y aviación. Cabe resaltar que el pasado 25 de agosto de 2020, el Gobierno anunció el Plan de Reactivación de la Economía, el mismo que implica la apertura de la economía a través de cinco bloques a partir de dicha fecha, los cuales culminaron en el mes de octubre. Igualmente, a partir del 14 de septiembre de 2020, se eliminaron las restricciones de movilidad por género y se redujo el toque de queda de 11:00 pm a 5:00 am. La Cuarentena Total de los domingos y el toque de queda fueron eliminados a partir de octubre. A pesar de la apertura de los bloques, se estima que se mantenga la desaceleración del sector comercial debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad dada la coyuntura económica actual.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo N° 145 que dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se establece que mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de esta medida, se ordena el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a intereses por mora. Asimismo, indica que el arrendador y el arrendatario podrán resolver por mutuo acuerdo los conflictos originados sobre los cánones de arrendamientos dejados de pagar durante las medidas y disposiciones establecidas en dicho Decreto y, dichos acuerdos, tendrán una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. Según información proporcionada por el Emisor, al cierre de junio de 2020, se encuentran recibiendo el 100% de los ingresos de alquiler de su compañía relacionada FASA, la cual contribuye con el 94% de sus ingresos. En cuanto a los arrendatarios terceros, únicamente cuatro arrendatarios se encuentran pagando al 100% sus cuotas y el resto se encuentran pagando cuotas parciales o se les ha exonerado el canon de algunos meses. En línea con lo establecido por el Decreto Ejecutivo N° 145, los alquileres no cobrados serán prorrateados a partir de enero 2021.

## **Análisis Financiero del Deudor – IIASA**

### **Activos y Liquidez**

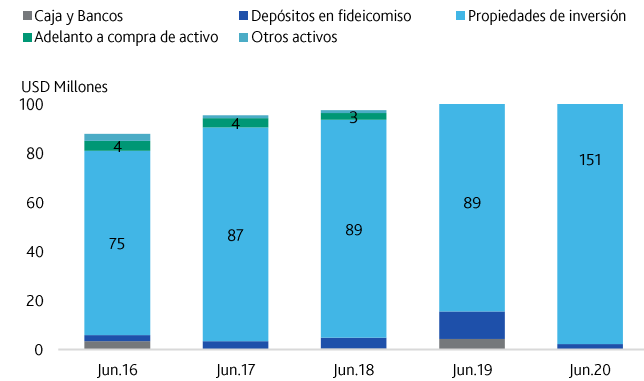
#### **AUMENTO EN ACTIVOS POR LA REVALUACION DE PROPIEDADES DE INVERSION Y DETERIORO EN LOS INDICADORES DE LIQUIDEZ**

Los activos de IIASA aumentaron en 45.47% al cierre del ejercicio fiscal terminado el 30 de junio 2020, 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, a dicha fecha, un superávit por revaluación de US\$66.6 millones, el cual recogió 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. Posteriormente, el Emisor realizó un nuevo avalúo de las propiedades, dando como resultado una disminución de US\$17.2 millones en el valor de las propiedades, producto de la pandemia y la sobreoferta actual en el mercado de bienes raíces, por lo que el superávit de revaluación se ajusta a US\$ 53.2 millones. 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. Al 30 de junio de 2020 también se observa una importante disminución en los saldos mantenidos en efectivo y en depósitos en el Fideicomiso por US\$13.3 millones, lo cual obedece a fondos transitorios mantenidos como consecuencia de 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 y abonar posteriormente US\$5.0 millones a la Serie D, así como pagar un dividendo extraordinario por US\$5.1 millones, correspondiente a los años 2014 al 2019. Por otro lado, las cuentas por cobrar a compañías relacionadas muestran un incremento de US\$1.3 millones, atribuido a cuenta por cobrar a FASA.

La disminución en los saldos de efectivo y depósitos en fideicomiso trajo como consecuencia un importante ajuste en los niveles de liquidez. Sin embargo, se espera una mejora significativa en dicho indicador al 31 de diciembre de 2020, como consecuencia de las redenciones anticipadas de las Series G y D con vencimiento en mayo y septiembre 2021, respectivamente mediante la emisión de la Serie N en octubre 2020, así como la futura redención de la Serie I con vencimiento en noviembre 2021 mediante la nueva emisión de la Serie O programada para diciembre 2020.

Gráfico 1

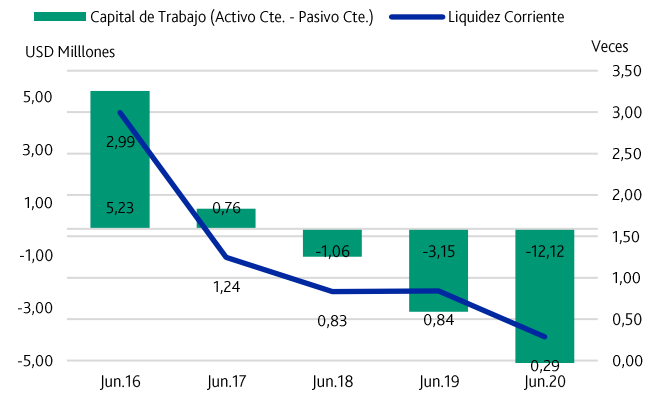
**Evolución de la Estructura de Activos**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

**Indicadores de liquidez**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

**Estructura Financiera y Solvencia**

**DISMINUCIÓN DE LA PALANCA CONTABLE DE IIASA POR SUPERÁVIT DE REVALUACION DE PROPIEDADES DE INVERSIÓN**

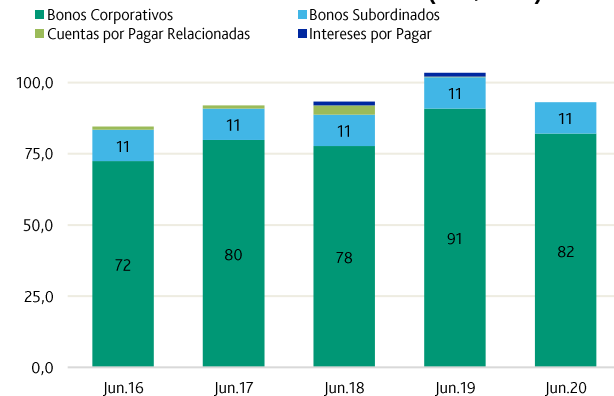
Al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio 2020, los pasivos de IIASA disminuyeron 5.66%, sustentado principalmente en una reducción de US\$8.8 millones o 9.61% en el saldo de las emisiones de Bonos Corporativos Garantizados, producto de las amortizaciones de las Series B, I y J por un total de US\$3.8 millones y el abono de US\$5.0 millones a la Serie D. La disminución en el saldo de los Bonos Garantizados fue parcialmente contrarrestada por un pasivo diferido de impuesto sobre la renta ocasionado por la revaluación de las propiedades de inversión.

Al 30 de junio de 2020, 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, M y N emitidas en los últimos 18 meses por un total de US\$51.0 millones, fueron utilizadas parcialmente para redimir anticipadamente el vencimiento de las Series A, E, D y G por un total de US\$38.7 millones y la diferencia fue utilizada para cancelar compromisos con las compañías relacionadas FASA y Pcoe por un total de US\$5.2 millones y repartir dividendos por US\$5.1 millones. El Emisor se encuentra en proceso de emitir la nueva Serie O por US\$12.0 millones la cual será utilizada para redimir anticipadamente la Serie I con vencimiento en noviembre 2021 y un saldo de US\$7.6 millones y abonar US\$4.0 millones a la Serie F con vencimiento en junio 2023, reduciendo significativamente el riesgo de refinanciamiento a corto plazo.

A pesar de un pago dividendos por US\$5.1 millones correspondiente al 62% de las utilidades de los años 2014 al 2019, la Palanca Contable (pasivo / patrimonio neto) de IIASA, al 30 de junio de 2019, 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), la misma se mantiene en niveles elevados, disminuyendo a 9.56x al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2019, debido al efecto combinado de una menor deuda financiera y un aumento en el EBITDA.

Gráfico 3

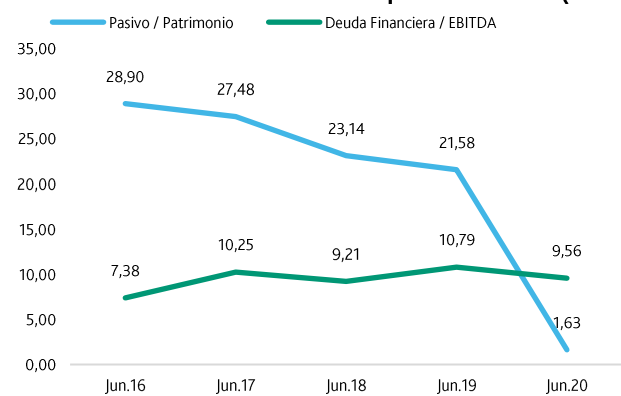
**Evolución de la Estructura de Fondo (US\$ MM)**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

**Evolución de los Indicadores de Apalancamiento (veces)**



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

## Rentabilidad y Eficiencia

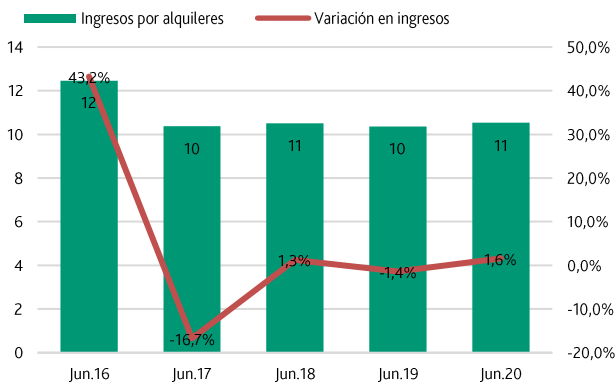
### PÉRDIDA NETA PRODUCTO DE LA ADOPCIÓN DE LA NIC 40 Y POSTERIOR PÉRDIDA DE VALOR DE LAS PROPIEDADES DE INVERSIÓN

Los ingresos de IIASA se componen de las rentas del alquiler que cobra a sus locatarios, de los cuales siete contratos -que representan el 72% 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 2020, los ingresos por alquileres experimentaron un aumento de 1.57%, lo cual está asociado a mayores rentas recibidas de las propiedades arrendadas a la compañía relacionada FASA, lo cual obedece a la incorporación de los alquileres de las propiedades de Penonomé y Sabanitas, así como aumento en el canon de alquiler de la propiedad de Coronado, lo cual fue parcialmente contrarrestado por una disminución en los ingresos de alquiler a terceros, como consecuencia de ajustes en el canon de alquiler a algunos locatarios y/o moratorias otorgadas a algunos inquilinos cuyos ingresos han sido afectados por covid-19, en cumplimiento con la Ley N° 145 que establece una moratoria para el pago de arrendamientos hasta dos meses posteriores a partir del levantamiento del Estado de Emergencia.

El aumento en ingresos de alquiler, aunado a una disminución de 14.45% en los gastos administrativos (especialmente impuesto de inmuebles debido a reducción en la tasación y honorarios profesionales a evaluadores considerando que los últimos avalúos fueron certificaciones del valor actualizado de la propiedad en lugar de un nuevo avalúo completo) y una importante disminución en el gasto de depreciación, trajo como resultado una mejora significativa en el margen operativo, el cual aumenta a 91.87% desde 61.63% a junio 2019. La disminución en el gasto de depreciación está asociada a la adopción de la NIC N° 40, la cual exime la depreciación de los bienes inmuebles registrados como propiedades de inversión y, en su lugar, requiere que las propiedades de inversión sean reportadas a valor de mercado y, los cambios en el valor de éstas, reportadas como utilidades o pérdidas por revaluación. Producto de lo anterior, el Emisor registró al cierre fiscal junio 2020 una pérdida de US\$17.2 millones en el valor de las propiedades de inversión, producto de la afectación actual del mercado inmobiliario como consecuencia de la pandemia COVID-19, la cual ha afectado directamente el comercio de forma generalizada, ocasionando una disminución en la demanda de propiedades y aumento en el inventario de locales comerciales, lo cual se plasma en una tendencia a la baja en el valor por metro cuadrado de alquiler y venta de este tipo de propiedades. La pérdida en el valor de las propiedades de inversión, aunado a un aumento de 13.88% en los gastos financieros debido a las emisiones de las nuevas Series J, K, L y M, las cuales devengan mayores intereses que las series redimidas, trajo como resultado una pérdida neta de US\$13.3 millones para el ejercicio fiscal junio 2020. Producto de lo anterior, los indicadores de rentabilidad son negativos.

Gráfico 5

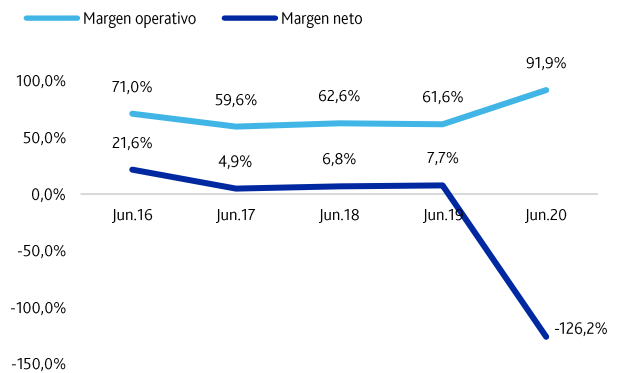
#### Ingresos por Rubro (US\$ MM)



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

#### Evolución de los Márgenes



Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

## Generación y Capacidad de Pago

### COBERTURA DEL SERVICIO DE DEUDA SE MANTIENE EN NIVELES BAJOS PRODUCTO DE VENCIMIENTOS BULLET

Al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2020, el EBITDA de IIASA registró un aumento de 3.14%, debido a mayores ingresos de alquiler y menor gasto de administración. A pesar de la pérdida neta reportada, el FCO de IIASA es positivo, considerando que la pérdida reportada es contable y no implica salidas de efectivo. El FCO de IIASA mejora significativamente con respecto al cierre fiscal anterior, como consecuencia de la disminución en los saldos de las cuentas de fideicomiso, las cuales mantuvieron fondos en exceso de manera temporal al cierre fiscal 2019, producto de la emisión de las Series J y K, los cuales fueron utilizados en los días posteriores para redimir anticipadamente la Serie E, lo cual impactó de manera negativa el FCO del cierre fiscal anterior.

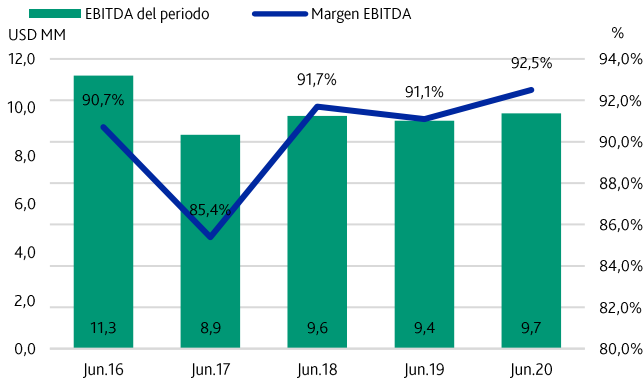
A pesar de las mejoras en el EBITDA y FCO, los mismos son insuficientes para cubrir el Servicio de Deuda, debido a la estructura bullet que mantienen la mayoría de las Series emitidas, lo que los expone a un riesgo de refinanciamiento. En ese sentido, cabe resaltar las



gestiones del Emisor por refinanciar anticipadamente los vencimientos de las Series, mediante la emisión de nuevas Series. En los últimos 18 meses, IIASA ha emitido cinco nuevas Series (J, K, L, M y N) por un total de US\$51.0 millones, las cuales han sido utilizadas parcialmente para redimir anticipadamente el vencimiento de las Series A, E, D y G por un total de US\$33.7 millones. El Emisor se encuentra en proceso de emitir la nueva Serie O por US\$12.0 millones, la cual será utilizada para redimir anticipadamente la Serie I con vencimiento en noviembre 2021 y un saldo de US\$7.6 millones y abonar US\$4.0 millones a la Serie F con vencimiento en junio 2023, eliminando el riesgo de refinanciamiento para el año 2021. Tanto el EBITDA como el FCO a junio 2020 cubren holgadamente los gastos financieros.

Gráfico 7

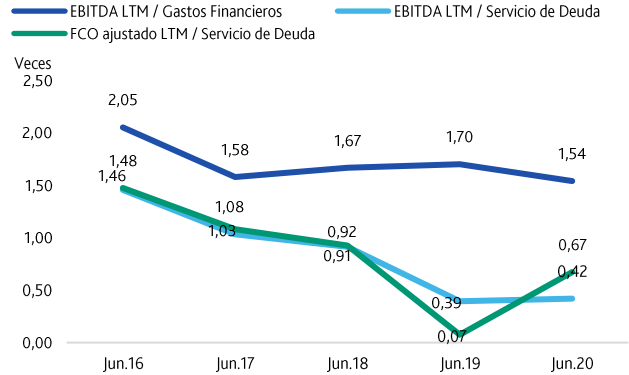
**Evolución del EBITDA y Margen**



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>Jun-20</b>	<b>Jun-19</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Jun-16</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>157,773</b>	<b>108,459</b>	<b>97,592</b>	<b>95,514</b>	<b>87,871</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	138	4,349	407	143	3,348
Depósitos en Fideicomiso	2,124	11,137	4,368	3,191	2,549
Cuentas por Cobrar, Compañías Relacionadas	2,228	869	166	0	1,959
<b>Activo Corriente</b>	<b>4,859</b>	<b>16,788</b>	<b>5,250</b>	<b>3,866</b>	<b>7,856</b>
Propiedades de Inversión	151,151	89,249	88,817	87,205	75,136
Adelanto a compra de activo	1,684	1,684	2,791	3,710	4,054
<b>Activo No Corriente</b>	<b>152,914</b>	<b>91,670</b>	<b>92,341</b>	<b>91,647</b>	<b>80,015</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>97,784</b>	<b>103,656</b>	<b>93,549</b>	<b>92,160</b>	<b>84,933</b>
Porción Corriente Bonos Corporativos	16,850	18,405	4,750	2,955	2,255
Intereses por Pagar	0	1,379	1,402	0	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>16,978</b>	<b>19,938</b>	<b>6,313</b>	<b>3,106</b>	<b>2,624</b>
Bonos Corporativos	65,271	72,446	73,017	76,909	70,158
Bonos Subordinados	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	272	3,218	1,145	1,151
Impuesto sobre la Renta por Pagar Diferido	4,535	0	0	0	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>80,805</b>	<b>83,718</b>	<b>87,236</b>	<b>89,054</b>	<b>82,309</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>59,989</b>	<b>4,803</b>	<b>4,043</b>	<b>3,354</b>	<b>2,939</b>
Capital Social	1	1	1	1	1
Utilidades Acumuladas	6,794	4,836	4,194	3,477	2,960
Revaluación de Propiedades de Inversión	53,194	0	0	0	0

## Principales Partidas del Estado de Resultados

<b>(Miles de Dólares)</b>	<b>Jun-20</b>	<b>Jun-19</b>	<b>Jun-18</b>	<b>Jun-17</b>	<b>Jun-16</b>
Ingresos totales	10,529	10,366	10,511	10,378	12,463
Costos de Servicios	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Margen Bruto</b>	<b>10,366</b>	<b>10,366</b>	<b>10,511</b>	<b>10,378</b>	<b>12,463</b>
Gastos Generales y Administrativos	(790)	(923)	(873)	(1,517)	(1,159)
Depreciación	(67)	(3,055)	(3,056)	(2,676)	(2,454)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>9,673</b>	<b>6,389</b>	<b>6,582</b>	<b>6,185</b>	<b>8,850</b>
Gastos Financieros	(6,322)	(5,552)	(5,785)	(5,616)	(5,507)
Utilidad/(Pérdida) por Revaluación de Propiedades de Inversión	(17,158)	0	0	0	0
<b>Utilidad Antes del Impuesto a la Renta</b>	<b>(13,673)</b>	<b>1,059</b>	<b>980</b>	<b>723</b>	<b>3,433</b>
Impuesto a la Renta, Neto	(384)	(264)	(264)	(217)	(744)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(13,289)</b>	<b>795</b>	<b>717</b>	<b>505</b>	<b>2,689</b>

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

INDICADORES FINANCIEROS	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
<b>SOLVENCIA</b>					
Pasivo / Patrimonio	1.63x	21.58x	23.14x	27.48x	28.90x
Deuda Financiera / Pasivo	0.95x	0.98x	0.95x	0.99x	0.98x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.55x	21.20x	21.96x	27.09x	28.39x
Pasivo / Activo	0.62x	0.96x	0.96x	0.96x	0.97x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.17x	0.19x	0.07x	0.03x	0.03x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.83x	0.81x	0.93x	0.97x	0.97x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	9.56x	10.79x	9.21x	10.25x	7.38x
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	0.29x	0.84x	0.83x	1.24x	2.99x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.27x	0.83x	0.79x	1.08x	2.99x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.13x	0.78x	0.76x	1.07x	2.25x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	(12,120)	(3,149)	(1,063)	760	5,232
<b>GESTIÓN</b>					
Gastos Operativos / Ingresos	8.13%	38.37%	37.38%	40.40%	28.99%
Gastos Financieros / Ingresos	60.04%	53.55%	55.04%	54.11%	44.19%
<b>RENTABILIDAD</b>					
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.00%	100.00%	100%
Margen Operativo	91.87%	61.63%	62.62%	59.60%	71.01%
Margen Neto	-126.22%	7.67%	6.82%	4.87%	21.58%
ROAA (LTM)	-9.98%	0.77%	0.74%	0.55%	3.04%
ROAE (LTM)	-41.02%	17.97%	19.37%	16.06%	82.99%
<b>GENERACIÓN</b>					
FCO ajustado (US\$ Miles)**	16,499	1,793	8,447	9,275	11,451
FCO ajustado anualizado (US\$ Miles)	16,499	1,793	8,447	9,275	11,451
EBITDA (US\$ Miles)	9,740	9,443	9,638	8,861	11,303
EBITDA LTM (US\$ Miles)	9,740	9,443	9,638	8,861	11,303
Margen EBITDA	92.50%	91.10%	91.70%	85.38%	90.70%
<b>COBERTURAS</b>					
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.54x	1.70x	1.67x	1.58x	2.05x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.42x	0.39x	0.91x	1.03x	1.46x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	2.14x	0.32x	1.93x	1.65x	2.08x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	0.67x	0.07x	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 31.03.20) <sup>17</sup>	Calificación Actual (30.06.20)	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 B, F, H, I, J, K, L, M y N (hasta por US\$83.4 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  Series D y G (hasta por US\$19.0 millones)	BBB.pa	(última) --	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 O (hasta por US\$12.0 millones)	--	(nueva) BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

<sup>17</sup> Sesión de Comité del 20 de octubre de 2020.

## 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 (30.06.20):	US\$ 5.85 millones	US\$ 9.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 7.55 millones
Fecha de Colocación:	27 sep 2013	18 sep 2014	30 jun 2015	20 mayo 2016	17 jun 2016	8 nov 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

\*Se retira la calificación de la Series D y G redimidas anticipadamente el 28 de octubre de 2020.

	Serie J	Serie K	Serie L	Serie M	Serie N	Serie O
Monto Colocado:	US\$ 6.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$10.0 millones	US\$20.0 millones	US\$12.0 millones
Saldo en Circulación (30.06.20):	US\$ 5.4 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 4.625 millones	US\$10.0 millones	--	--
Fecha de Colocación:	27 jun 2019	27 jun 2019	12 ago 2019	30 sep 2019	28 oct 2020	dic 2020
Plazo:	10 años	5 años	10 años	7 años	7 años	8 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%	Año 4 al 101% Años 5-7 al 100%	Años 2-3 al 101% Años 4-8 al 100%
Tasa:	6.75%	6.00%	6.75%	Año 1: 5.50%, Años 2-7: 6.25%	5.00%	5.00%
Pago de Capital:	40 abonos trimestrales por US\$150 mil	Bullet al vencimiento	40 abonos trimestrales por US\$125 mil	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	1.5% Trimestral, cuota <i>balloon</i> 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 insoluto de los Bonos 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D					

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

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

<b>Serie A</b>	
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 IIASA de arrendar los locales comerciales a la compañía relacionada FASA.

## RIESGO DEL ENTORNO

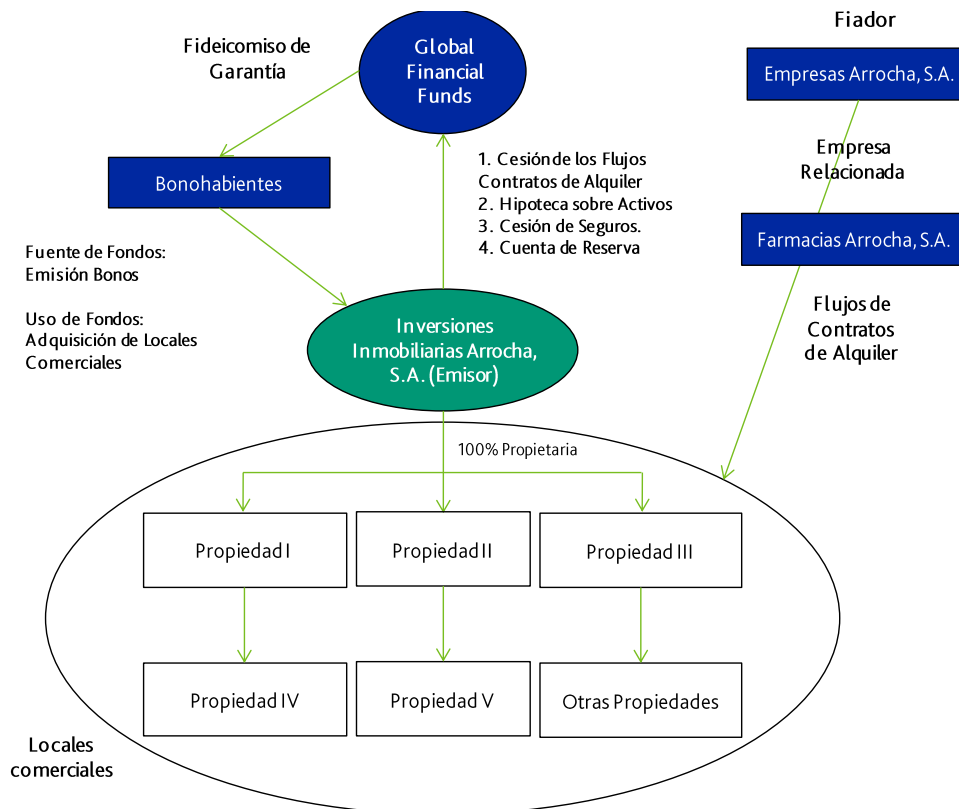
Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizadas,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



## 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, las categorías de calificación de Panamá 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, 2019 y 2020. 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 Prospectos Finales de los Programas de Bonos Corporativos hasta US\$100 millones y el de Bonos Subordinados hasta por US\$50 millones, así como los Suplementos finales de las Series B, F, H, I, J, K, L, M, N y O de Bonos Corporativos Garantizados, entre otra información relevante que incluye los Estados Financieros de Empresas Arrocha, S.A. Moody's Local 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 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.