Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 30 de septiembre de 2021

Señores
LATINEX
Avenida Federico Boyd, Edificio LATINEX
Bella Vista, Panamá

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

Estimados:

Con la presente, informamos a LATINEX que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió hoy 30 de septiembre de 2021 para tratar la Calificación de Instrumentos de IIASA.

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

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
30 de septiembre de 2021

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

Ana Lorena Carrizo
VP Senior Analyst
ana.carrizo@moodys.com

Marcelo Gómez
Analyst
marcelo.gomez-non-empl@moodys.com

Laura Curiñaupa
Associate Analyst
laura.curinaupa@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, J, K, M, N, O, P, Q, R y S de Bonos Corporativos Garantizados, contempladas dentro de un 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 T de Bonos Corporativos Garantizados, la cual estará contemplada dentro del mismo Programa referido anteriormente. Por otro lado, Moody's Local también ratifica la categoría BB.pa a las Series A y B de Bonos Subordinados, las cuales se encuentran contempladas dentro de un Programa Rotativo de hasta US$50.0 millones.

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 Fideicomiso de Garantía de bienes inmuebles que deben cubrir en todo momento por lo menos 1.30x el saldo en circulación de los Bonos. Sobre este punto, cabe resaltar que el Emisor cedió al FD una propiedad adicional para garantizar el cumplimiento de la cobertura mínima requerida. Al 30 de junio de 2021, la cobertura se situó en 1.42x, la cual incorpora la nueva propiedad al Fideicomiso. 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). De acuerdo con las proyecciones recibidas por parte del Fiduciario, los flujos actuales de alquiler de los siete activos que ingresan al Fideicomiso son suficientes para cubrir el Servicio de Deuda de los próximos años. 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 Series. Cabe mencionar que Moody's Local ha realizado una evaluación de las cifras auditadas 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. Sobre este punto, cabe resaltar que las cifras auditadas al cierre fiscal junio 2020 del Originador presentaron cambios con respecto a las cifras interinas recibidas con anterioridad, producto de reclasificaciones relacionadas al registro de las transacciones entre compañías. 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, generando a IIASA un importante superávit de revaluación de activos en el patrimonio.

Sin embargo, cabe resaltar también la pérdida en el valor de las propiedades de inversión registrada al cierre fiscal junio de 2020, producto de la desaceleración 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 disminución en el valor de las propiedades de inversión ocasionó una pérdida neta contable al cierre fiscal junio 2020.

Con respecto a la calificación asignada a la Series A y B 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.

Por otro lado, a la fecha limita poder asignar una mayor calificación a las distintas Series de Bonos calificadas por Moody's Local, y mantiene las mismas bajo presión, la elevada Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) que ostenta el Emisor, la misma que incrementó al 31 de marzo de 2021, producto de la emisión de la Serie P de Bonos Corporativos Garantizados, y de la Serie B de Bonos Subordinados, por lo que cualquier toma de deuda incremental podría presionar dicho apalancamiento siempre y cuando no venga de la mano de una mayor generación de EBITDA. También limitó la calificación los ajustados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda que ostenta IIASA, medidos tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo (FCO). A esto se sumó el riesgo de refinanciamiento que registra el Emisor, considerando que el 78.85% de los Bonos emitidos, al 31 de marzo de 2021, mantienen un esquema de amortización *bullet* (el 100% del principal se paga al vencimiento). Sobre este punto, cabe mencionar que el Emisor redimió anticipadamente durante los últimos meses las series E, A, G, D, I, L, F y H y está próximo a redimir las series K y M de Bonos Corporativos Garantizados aprovechando la actual coyuntura de menores tasas con el propósito de reducir el costo de fondos.

Resulta relevante observar que IIASA realizó en 2020 un pago de dividendos por US$5.1 millones, equivalente al 62% de las utilidades de los años 2014 al 2019, lo cual, si bien fue compensado por un ajuste en el patrimonio producto de la revaluación de las propiedades de inversión, lo anterior 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 2020, lo cual afectó el crecimiento de la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores. En adición a lo anterior, el 1 de mayo de 2020, el Gobierno promulgó el Decreto Ejecutivo Nº 145, el cual dictó 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 evidenció un impacto material en los ingresos de IIASA ni en los flujos de alquileres que ingresan al Fideicomiso que respaldan las Series de Bonos Garantizados calificados por Moody's Local, considerando que las operaciones del Originador de flujos (FASA) no se han visto mayormente afectadas por las medidas de cuarentena, debido a que su actividad -venta de medicamentos y mercancía seca- es considerada esencial.

Al 31 de marzo de 2021, los activos de IIASA se incrementaron en 8.67% respecto al cierre fiscal junio de 2020, producto de un aumento de US$15.0 millones en las propiedades de inversión, lo cual fue atribuido a la incorporación de la propiedad de Calle 50, adquirida en el mes de diciembre de 2020, para ser alquilada a la compañía relacionada FASA. Los saldos de los depósitos en el Fideicomiso aumentaron US$0.7 millones o 33.75% producto de mayores recaudaciones, lo cual fue contrarrestado por la liquidación de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas. Se observó igualmente una mejora en los niveles de liquidez con respecto a junio de 2020, como consecuencia de las redenciones anticipadas de las Series G, D, I y F que mantenían vencimiento en mayo, septiembre y noviembre de 2021, y junio 2023, respectivamente, mediante la emisión de las Series N y O en octubre y diciembre de 2020. Cabe resaltar el incremento de US$10.0 millones en la deuda financiera, ocasionado principalmente por la emisión de la Serie P, cuyos fondos, en conjunto con un préstamo otorgado por compañía relacionada, fueron utilizados para la adquisición de la propiedad de Calle 50. El préstamo otorgado por la compañía relacionada fue cancelado en el mes de febrero de 2021 mediante la emisión de la Serie B de Bonos Subordinados por US$2.3 millones con vencimiento en el 2041. El efecto combinado del incremento en la deuda financiera y un menor EBITDA trajo como consecuencia un incremento en la Palanca Financiera al situarse en 10.48x, desde 9.56x al cierre fiscal junio 2020. Al 31 de marzo de 2021, la Palanca Contable se incrementó a 1.75x, desde 1.63x a junio de 2020, como consecuencia de un mayor aumento en los pasivos que en el patrimonio. Por otro lado, se debe mencionar que en mayo de 2021 se realizó la emisión de la Serie Q por US$11.0 millones, utilizando los recursos para realizar la redención anticipada de la Serie F por US$6.0 millones y el saldo para uso corporativo. Por último, en agosto de 2021, se realizó la emisión de la Serie R por US$10.0 millones para realizar la redención anticipada de la Serie H por US$10.0 millones y en el mes de septiembre de 2021, se emitió la Serie S por US$8.0 millones utilizados para realizar la redención anticipada parcial de la serie K.

Al 31 de marzo de 2021, la utilidad neta de IIASA presentó un crecimiento interanual de 23.83%, a pesar de los ajustes realizados en el canon de alquiler de algunos locatarios terceros que fueron afectados por la pandemia COVID-19 y un aumento en los gastos

administrativos relacionados a la indemnización pagada a un colaborador. Al 31 de marzo de 2021, tanto el EBITDA como el FCO disminuyeron producto de un incremento en los gastos administrativos en el caso del EBITDA y de un aumento de la cuenta del Fideicomiso respecto al saldo registrado a marzo de 2020 en el caso del FCO. A pesar de lo anterior, la cobertura del Servicio de Deuda, tanto con el EBITDA como con el FCO, mejoró como consecuencia de las redenciones anticipadas, ubicándose por encima de 1.0x debido a la estructura *bullet* que mantiene la mayoría de las Series emitidas, aunque lo anterior también los expone a un riesgo de refinanciamiento. Sin embargo, cabe mencionar que, producto de las Series emitidas en los últimos meses, el Emisor ha eliminado el riesgo de refinanciamiento para los años 2021 y 2022.

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 permita aumentar la cobertura del Servicio de Deuda.

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.

» 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.

	Mar-21 LTM	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Activos (US$/Miles)	171,450	157,773	108,459	97,592	95,514
Ingresos (US$/Miles)	10,581	10,529	10,366	10,511	10,378
EBITDA (US$/Miles)	9,547	9,740	9,443	9,638	8,861
Deuda Financiera / EBITDA	10.48x	9.56x	10.79x	9.21x	10.25x
EBITDA / Gastos Financieros	1.52x	1.54x	1.70x	1.67x	1.58x
FCO ajustado / Servicio de la Deuda	1.09x	0.67x	0.07x	0.92x	1.08x

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-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Rentas / Servicio de Deuda > 1.00x	1.14x	1.06x	1.08x	1.02x	1.05x
Fincas Cedidas / Saldo de la Deuda > 130%	142%	158%*	150%	165%	151%
Pólizas Cedidas / Valor Reconstrucción de Inmuebles > 80%	89%	89%	80.0%	80.1%	82.5%

Fuente: IIASA / *Elaboración: Moody's Local*
* La cobertura al 30 de junio de 2020 no contempló avalúos actualizados con disminución de US$10 millones en el valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso. Induyendo el 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 31 de marzo de 2021, el Emisor tenía emitidas 10 Series (B, F, H, J, K, M, N, O, P y Q) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos por un total de US$87.3 millones. Posteriormente, en el mes de mayo 2021, se realizó la redención total de la Serie F por US$6.0 millones a causa de la emisión de la Serie Q por US$ 11.0 millones. En agosto de 2021, se realizó la redención total de la Serie H por US$10.0 millones mediante la emisión de la Serie R por US$ 10.0 millones, mientras que la Serie S emitida en el septiembre 2021, por US$8.0 millones, se utilizó para redimir de forma parcial la serie K por US$10.0 millones. Por otro lado, la empresa relacionada FASA otorgo un préstamo a IIASA por US$12.0 millones para redimir el saldo remanente de la Serie K por US$2.0 millones y el total de la Serie M por US$ 10.0 millones. Por último, la Serie T a ser emitida por US$12.0 millones será utilizada para liquidar el préstamo realizado por la empresa relacionada. Bajo el Programa de Bonos Subordinados, al 31 de marzo de 2021, el Emisor ha emitido la Serie A por US$11.0 millones y la Serie B por US$2.3 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 31 de diciembre de 2020, las propiedades de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 69,435 m^2 con una ocupación del 97%, de los cuales aproximadamente el 89% está arrendado a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. y el 8% 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 46 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, lo cual 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

El 14 de mayo de 2021, IIASA realizó la emisión de la Serie Q por US$11.0 millones destinada a la redención anticipada del saldo de la Serie F por US$6.0 millones y el resto para usos corporativos. Asimismo, el Emisor estará emitiendo la Serie R por US$10.0 millones bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos, que serán utilizados para redimir en su totalidad la serie H emitida bajo el mismo Programa.

El 10 de agosto de 2021, IIASA informó el inicio de trámites para el registro de modificaciones a ciertos términos y condiciones de los Bonos de la Serie H. Las modificaciones contempladas consideraron una reducción en el plazo de comunicación a los tenedores de los Bonos en caso de una redención anticipada, pasando de un periodo de notificación de 30 a 4 días. El 24 de agosto de 2021, se realizó la redención anticipada de la Serie H por US$10.0 millones

Mediante hecho de importancia de fecha 17 de agosto de 2021, IIASA informó al mercado que, el 30 de septiembre de 2021, procederá con la redención anticipada del saldo de la Serie K por US$10.0 millones y la redención anticipada del saldo de la Serie M por US$10.0 millones, las cuales se encuentran emitidas bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$100.0 millones.

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.

Como hecho de relevancia relacionado al Estado de Emergencia decretado por el Gobierno de Panamá por la pandemia COVID-19, se resalta que en los últimos meses se evidencia una reapertura de los locales comerciales, así como una recuperación económica de país, acompañado por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 30 de agosto de 2021, el 64.21% de la población ya contaba por lo menos con una vacuna, por lo que no se esperan que mayores restricciones de movilidad por parte del Gobierno de Panamá.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo Nº 145 que dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se estableció 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, la norma indicó que el arrendador y el arrendatario podrían 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, tendrían una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. Según información proporcionada por el Emisor, al 31 de marzo de 2021, 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 Nº 145, los alquileres no cobrados fueron prorrateados a partir de enero 2021.

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-21	Jun-20	Mar-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
TOTAL ACTIVO	**171,450**	**157,773**	**168,258**	**108,459**	**97,592**	**95,514**
Efectivo y Depósitos en Bancos	417	138	333	4,349	407	143
Depósitos en Fideicomiso	2,840	2,124	2,652	11,137	4,368	3,191
Cuentas por Cobrar, Compañías Relacionadas	0	2,228	1,297	869	166	0
Activo Corriente	**3,539**	**4,859**	**5,023**	**16,788**	**5,250**	**3,866**
Propiedades de Inversión	166,151	151,151	159,200	89,249	88,817	87,205
Adelanto a compra de activo	1,684	1,684	1,684	1,684	2,791	3,710
Activo No Corriente	**167,911**	**152,914**	**163,235**	**91,670**	**92,341**	**91,647**
TOTAL PASIVO	**109,057**	**97,784**	**100,599**	**103,656**	**93,549**	**92,160**
Porción Corriente Bonos Corporativos	3,120	16,850	5,225	18,405	4,750	2,955
Intereses por Pagar	**0**	0	0	1,379	1,402	0
Pasivo Corriente	**3,219**	**16,978**	**5,786**	**19,938**	**6,313**	**3,106**
Bonos Corporativos	89,973	65,271	77,766	72,446	73,017	76,909
Bonos Subordinados	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
Cuentas por Pagar Relacionadas	4,330	0	272	272	3,218	1,145
Impuesto sobre la Renta por Pagar Diferido	4,535	4,535	5,776	0	0	0
Pasivo No Corriente	**105,838**	**80,805**	**94,814**	**83,718**	**87,236**	**89,054**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**62,392**	**59,989**	**67,658**	**4,803**	**4,043**	**3,354**
Capital Social	1	1	1	1	1	1
Utilidades Acumuladas y del ejercicio	9,215	6,794	1,009	4,836	4,194	3,477
Revaluación de Propiedades de Inversión	53,194	53,194	66,649	0	0	0

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Jun-20	Mar-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Ingresos totales	7,957	10,529	7,905	10,366	10,511	10,378
Costos de Servicios	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Margen Bruto	**7,957**	10,529	7,905	10,366	10,511	10,378
Gastos Generales y Administrativos	(818)	(790)	(573)	(923)	(873)	(1,517)
Depreciación	**0**	(67)	(52)	(3,055)	(3,056)	(2,676)
Utilidad Operativa	**7,139**	**9,673**	**7,279**	**6,389**	**6,582**	**6,185**
Gastos Financieros	(4,730)	(6,322)	(4,788)	(5,552)	(5,785)	(5,616)
Utilidad/(Pérdida) por Revaluación de Propiedades de Inversión	0	(17,158)	0	0	0	0
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	**2,468**	**(13,673)**	**2,607**	**1,059**	**980**	**723**
Impuesto a la Renta, Neto	(47)	(384)	(652)	(264)	(264)	(217)
Utilidad Neta	**2,421**	**(13,289)**	**1,955**	**795**	**717**	**505**

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-21	Jun-20	Mar-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.75x	1.63x	1.49x	21.58x	23.14x	27.48x
Deuda Financiera / Pasivo	0.92x	0.95x	0.93x	0.98x	0.95x	0.99x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.60x	1.55x	1.39x	21.20x	21.96x	27.09x
Pasivo / Activo	0.64x	0.62x	0.60x	0.96x	0.96x	0.96x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.03x	0.17x	0.06x	0.19x	0.07x	0.03x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.97x	0.83x	0.94x	0.81x	0.93x	0.97x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	10.48x	9.56x	9.76x	10.79x	9.21x	10.25x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.10x	0.29x	0.87x	0.84x	0.83x	1.24x
Prueba Ácida[1]	1.04x	0.27x	0.86x	0.83x	0.79x	1.08x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.01x	0.13x	0.52x	0.78x	0.76x	1.07x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	320	(12,120)	(763)	(3,149)	(1,063)	760
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	10.29%	8.13%	7.91%	38.37%	37.38%	40.40%
Gastos Financieros / Ingresos	59.44%	60.04%	60.57%	53.55%	55.04%	54.11%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	89.71%	91.87%	92.09%	61.63%	62.62%	59.60%
Margen Neto	30.42%	-126.22%	24.73%	7.67%	6.82%	4.87%
ROAA (LTM)	-7.55%	-9.98%	1.49%	0.77%	0.74%	0.55%
ROAE (LTM)	-19.72%	-41.02%	5.43%	17.97%	19.37%	16.06%
GENERACIÓN						
FCO ajustado (US$ Miles)**	8,724	16,499	14,965	1,793	8,447	9,275
FCO ajustado anualizado (US$ Miles)	10,258	16,499	9,915	1,793	8,447	9,275
EBITDA (US$ Miles)	7,139	9,740	7,332	9,443	9,638	8,861
EBITDA LTM (US$ Miles)	9,547	9,740	9,632	9,443	9,638	8,861
Margen EBITDA	89.72%	92.50%	92.75%	91.10%	91.70%	85.38%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.52x	1.54x	1.56x	1.70x	1.67x	1.58x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.02x	0.42x	0.85x	0.39x	0.91x	1.03x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	1.64x	2.14x	1.31x	0.32x	1.93x	1.65x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	1.09x	0.67x	0.78x	0.07x	0.92x	1.08x

*Indicadores calculados en base a estados financieros no auditados al 30 de junio de 2021
** FCO Ajustado = FCO + gasto de intereses + Cambios en las propiedades de inversión
[1]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 31.03.21)[1/]	Calificación Actual (31.03.21)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US$50.0 millones **Series A y B** (hasta por US$13.3 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, J, K, M, N, O, P, Q, R y S** (hasta por US$98.7 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 T** (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.

[1/] Sesión de Comité del 20 de septiembre de 2021.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$100.0 millones

	Serie B	Serie F*	Serie H**	Serie J	Serie K***	Serie M***
Monto Colocado:	US$ 18.0 millones	US$ 10.0 millones	US$ 10.0 millones	US$ 6.0 millones	US$ 10.0 millones	US$10.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.21):	US$ 4.50 millones	US$ 6.0 millones	US$ 10.0 millones	US$ 4.95 millones	US$ 10.0 millones	US$10.0 millones
Fecha de Colocación:	27 sep 2013	30 jun 2015	17 jun 2016	27 jun 2019	27 jun 2019	30 sep 2019
Plazo:	10 años	8 años	7 años	10 años	5 años	7 años
Redención Anticipada:	Año 4: 102% Año 5: 101% Años 6-10: 100%	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%
Tasa:	5.25%	6.00%	5.75%	6.75%	6.00%	Año 1: 5.50%, Años 2-7: 6.25%
Pago de Capital:	Trimestral, cuota *balloon* al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	40 abonos trimestrales por US$150 mil	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 insoluto de los Bonos 1.00x de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda					

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local
* Redención parcial por US$1.2 millones realizada el 8 de febrero de 2021, y redención total por US$ 6 millones en fecha 14 de mayo de 2021.
** Redención anticipada realizada el 24 de agosto de 2021
*** Redención anticipada a realizar el 30 de septiembre de 2021

	Serie N	Serie O	Serie P	Serie Q	Serie R	Serie S
Monto Colocado:	US$20.0 millones	US$12.0 millones	US$10.0 millones	US$11.0 millones	US$10.0 millones	US$8.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.21):	US$20.0 millones	US$11.82 millones	US$10.0 millones	--	--	--
Fecha de Colocación:	28 oct 2020	4 dic 2020	23 dic 2020	12 may 2021	27 ago 2021	27 sep 2021
Plazo:	7 años	8 años	10 años	5 años	5 años	7 años
Redención Anticipada:	Año 4 al 101% Años 5-7 al 100%	Años 2-3 al 101% Años 4-8 al 100%	Años 3-5 al 101% Años 6-10 100%	A partir de la Emisión al 100%	A partir de la Emisión al 100%	A partir de la Emisión al 100%
Tasa:	5.00%	5.00%	5.25%	4.25%	4.25%	4.75%
Pago de Capital:	Bullet al vencimiento	1.5%Trimestral, cuota *balloon* al vencimiento	Bullet al vencimiento	1.36%Trimestral, cuota *balloon* al vencimiento	Bullet al vencimiento	Trimestral, cuota *balloon* 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

	Serie T
Monto Colocado:	US$12.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.21):	--
Fecha de Colocación:	5 oct 2021
Plazo:	7 años
Redención Anticipada:	A partir de la Emisión al 100%
Tasa:	Año 1: 4.00% Año 2: 4.25% Año 3: 4.50% Del año 4 en adelante 4.75%
Pago de Capital:	0.63% Trimestral, cuota *balloon* 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

	Serie A	Serie B
Monto Colocado:	US$ 11.0 millones	US$2.3 millones
Saldo en Circulación (30.03.21):	US$ 11.0 millones	US$ 2.3 millones
Fecha de Colocación:	28 mayo 2015	24 febrero 2021
Plazo:	20 años	20 años
Redención Anticipada:	Total o parcialmente en cualquier momento	Total o parcialmente en cualquier momento
Tasa:	12.00%	12.00%
Pago de Capital:	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	Ninguno	
Resguardos:	Ninguno	

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

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

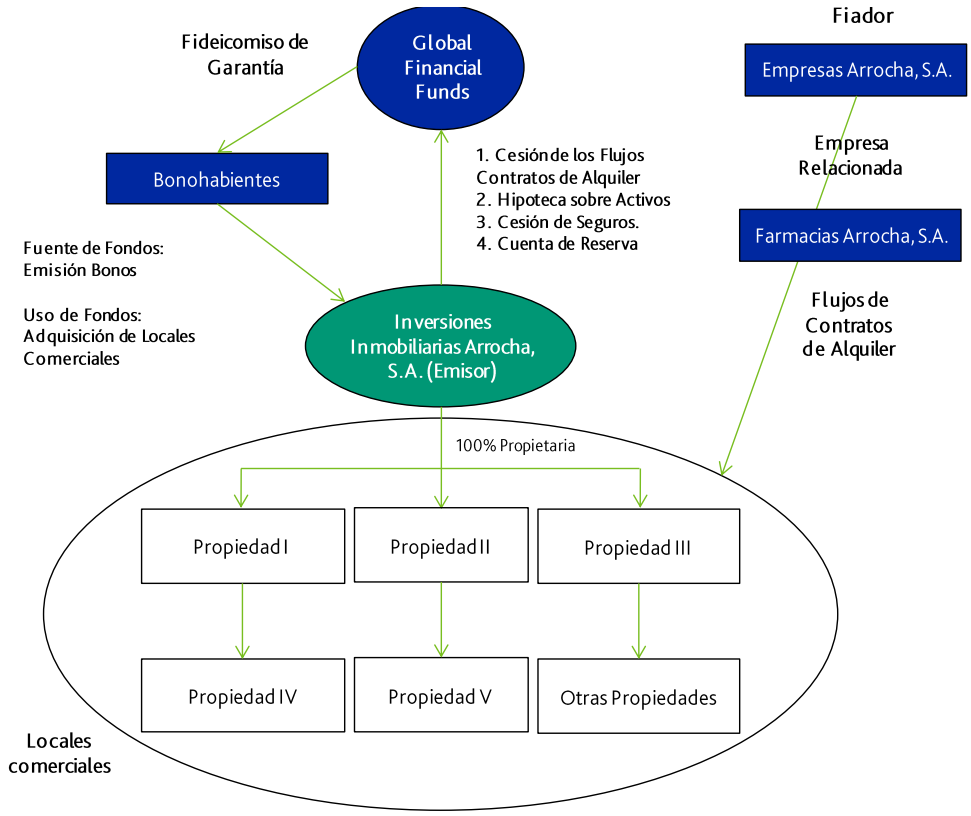
Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

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 Garante: i) Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad del Emisor. ii) Cesión irrevocable e incondicional de los cánones de arrendamiento que han sido cedidos a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento, iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas del fideicomiso, iv) la cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso.

Mecanismo de Asignación de Flujos

La estructura de emisión constituyó las siguientes cuentas para atender el pago de las obligaciones señaladas: Cuenta de Concentración y Cuenta Reserva. Una vez que los flujos recaudados producto del alquiler de propiedades por parte de los Fideicomitentes Garantes son transferidos a los Fideicomisos, se procede a distribuir los pagos, de forma mensual, de la siguiente manera: i) pago de los gastos operativos de las fincas y los locales comerciales que se encuentren debidamente presupuestados y los impuestos que causen sobre las fincas, ii) pago de intereses y capital de las Series de Bonos Corporativos, según el cronograma de pago respectivo, iii) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de servicio de deuda, iv) pago de inversiones de capital presupuestadas que sean necesarias para preservar el uso actual de las fincas,

v) pago de las primas de las pólizas de seguros de las fincas hipotecadas y vi) pago de intereses de las Series Subordinadas, siempre y cuando se haya realizado el pago de intereses y de capital correspondiente a cada una de las Series de Bonos Corporativos emitidas, y, además, de haber cubierto los gastos generales y administrativos del Emisor. El siguiente diagrama representa el esquema de la titulización:



Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de Moody´s Local PA https://www.moodyslocal.com/country/pa donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody´s Local PA, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados de Inversiones Inmobiliarias Arrocha S.A. al 30 de junio de 2017, 2018, 2019 y 2020 e interinos al 31 de marzo de 2020 y 2021. 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, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S y T de Bonos Corporativos Garantizados y de las Series A y B de Bonos Subordinados, 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.

© 2021 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS 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, COMERCIABILIDAD 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.moodys.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. ("MJKK") 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 MJKK. 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. MJKK 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, MJKK 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 MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK 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, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL