

Panamá, 22 de julio de 2022

Señores
LATINEX
Bolsa Latinoamericana de Valores S.A.
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 22 de julio de 2022 para tratar la Calificación de Instrumentos de INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA S.A.

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
CALIFICACIÓNSesión de Comité:
22 de julio de 2022

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 / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

Juan Carlos Alcalde
VP Senior Analyst
juancarlos.alcalde@moodys.com

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

Nataly Pantigoso
Associate
nataly.pantigoso@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 N, O, P, Q, R, S, T y U 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). Por otro lado, Moody's Local retira la calificación BBB.pa a la Serie J de Bonos Corporativos Garantizados, producto de la redención anticipada del 100% de la Serie efectuada el 30 de junio de 2022 y 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), donde están cedidos en garantía bienes inmuebles cuyo valor conjunto debe cubrir en todo momento por lo menos 1.30 veces el saldo en circulación de los Bonos, que al 31 de marzo de 2022, dicha cobertura se situó en 1.38x. La estructura incorpora también 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 las Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del repago de los Bonos, debiendo cubrir en todo momento por lo menos 1.0 veces 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 96.0% 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 arrendatario y originador de flujos, lo cual fortalece la fuente de repago de las Series. Es importante mencionar que Moody's Local ha realizado una revisión 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.

Como consecuencia de la adopción de la NIC 40 con efecto retroactivo a partir del 1 de julio de 2018, que permitió registrar las propiedades de inversión a valor de mercado, la palanca contable se vio disminuida debido al mayor valor patrimonial. Sin embargo, cabe resaltar la pérdida que el valor de las propiedades de inversión registró en los cierres fiscales de junio de 2020 y 2021, 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. El menor valor de las propiedades de inversión ocasionó pérdidas netas contables al cierre fiscal de junio de los años 2020 y 2021.

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, 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 se encuentra en un nivel elevado al cierre de marzo de 2022. Cabe indicar que al cierre de junio de 2022, el Emisor redimió anticipadamente la Serie J al 100% y US\$1 millón de la Serie U, sin embargo, al hacer el ajuste y reducir dichos importes de la deuda financiera, la palanca financiera se mantiene en un nivel superior a periodos anteriores. De igual manera, limita la calificación los ajustados indicadores de cobertura de gastos financieros que brinda el EBITDA de IIASA, destacándose una recuperación de la cobertura de servicio de deuda e intereses pagados por parte del Flujo de Caja Operativo (FCO), sustentado en un menor pago de intereses por la disminución del promedio de tasas de interés de las Series Garantizadas. No menos importante es el riesgo de refinanciamiento que tiene el Emisor, dado que al 31 de marzo de 2022 el 53.8% de sus Series Garantizadas son bullet (100% amortizables al vencimiento), y la estructura no contempla ningún mecanismo de acumulación de flujos a fin de hacer frente a estas obligaciones en su vencimiento.

Por otro lado, resulta importante la promulgación del Decreto Ejecutivo N° 145 en mayo de 2020, mediante el cual se 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, al cierre de marzo de 2022 no se ha evidenciado 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.

Respecto del análisis financiero del Emisor, al 31 de marzo de 2022 los activos se incrementaron en 3.1% con respecto al cierre fiscal de junio 2021, fundamentalmente por un mayor nivel de cuentas por cobrar al Originador. En la misma línea, los pasivos se incrementaron en 2.1% a causa de las Series emitidas durante dicho periodo, las cuales se utilizaron para redimir anticipadamente las Series H, K y M. Por su parte, el patrimonio del Emisor se incrementó en 5.6% por la utilidad del periodo. Los ingresos se incrementaron en 4.8% en el periodo de 9 meses julio21-marzo22 respecto del mismo periodo del año anterior, debido a la incorporación de dos locales alquilados al Originador, sin embargo el resultado operativo retrocedió en 7% por un mayor gasto general de 86% y gastos bancarios a raíz del pago de las primas por las redenciones anticipadas. El resultado neto se mantuvo similar al ejercicio anterior debido al menor gasto financiero por una menor tasa promedio de las Series emitidas.

Moody's Local seguirá monitoreando el 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

- » No se tuvo acceso al valor del ratio de cobertura de pólizas cedidas / valor de reconstrucción de inmuebles al cierre de marzo de 2022, ya que dicho ratio no está especificado en la certificación del Fiduciario.

Indicadores Clave

Tabla 1

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A.

	Mar-22 LTM	Jun-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
Activos (US\$/Miles)	158,204	153,476	157,773	108,459	97,592
Ingresos (US\$/Miles)	11,110	10,729	10,529	10,366	10,511
EBITDA (US\$/Miles)	8,993	9,491	9,740	9,443	9,638
Deuda Financiera / EBITDA	11.84x	11.00x	9.56x	10.79x	9.21x
EBITDA / Gastos Financieros	1.42x	1.49x	1.54x	1.70x	1.67x
FCO ajustado / Servicio de la Deuda	1.20x	1.01x	0.67x	0.07x	0.92x

Fuente: IIASA / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 2

GLOBAL FINANCIAL FUNDS (FIDUCIARIO)

	Jun-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Activos (US\$ Miles)	11,306.0	10,431.7	9,363.3	2,352.4	1,432.5
Utilidad Neta (US\$ Miles)	449.0	846.7	574.0	933.8	508.6
ROAA	4.13%	8.55%	9.80%	48.65%	43.38%
ROAE	4.56%	8.76%	10.05%	52.94%	52.63%

Fuente: BVPA / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 3

Resguardos de las Series Garantizadas

	Mar-22	Jun-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
Rentas / Servicio de Deuda > 1.00x	1.23x	1.14x	1.06x	1.08x	1.02x
Fincas Cedidas / Saldo de la Deuda > 130%	138%	142%	158%*	150%	165%
Pólizas Cedidas / Valor Reconstrucción de Inmuebles > 80%	N.D.**	89%	89%	80.0%	80.1%

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. Incluyendo el nuevo valor de mercado la cobertura sería de 146%.

** No Disponible: La certificación del Fiduciario al 31 de marzo de 2022 no incorpora el cálculo de este ratio.

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 2022, el Emisor tenía emitidas 9 Series (J, N, O, P, Q, R, S, T y U) bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US\$93.6 millones. Por otro lado, la empresa relacionada FASA otorgó 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. En línea con lo anterior, la Serie T, emitida en octubre de 2021 por US\$12.0 millones, fue utilizada para liquidar el préstamo otorgado por la empresa relacionada. Por último, la Serie U por US\$8.0 millones, ha sido utilizada para en la redención anticipada de la Serie B en diciembre de 2021, habiéndose redimido en junio de 2022 las series J al 100% y parcialmente la serie U por US\$1 millón (estas Series aun aparecen vigentes en los EEFF analizados). Bajo el Programa de Bonos Subordinados, al 31 de marzo de 2022, 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 marzo de 2022, las propiedades de IIASA y su subsidiaria Unibay comprenden 74,555 m² con una ocupación del 96%, de los cuales aproximadamente el 87% está arrendado a la compañía relacionada Farmacias Arrocha, S.A. y el 9% 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, habiendo comenzado hace más de 85 años como una tienda de medicinas. 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 materializó en las cifras del Originador en el último periodo anual evaluado, sin embargo al cierre de marzo de 2022, se observa una recuperación de 8% en los ingresos con respecto al periodo anterior de 9 meses. Cabe señalar además 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, el impacto sufrido por la pandemia COVID-19 no ha sido sustancial. 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 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.

En el mes de septiembre de 2021, el Emisor realizó la colocación de la Serie S por US\$8.0 millones y realizó 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. Por último, en el mes de octubre se realizó la emisión de la Serie T por US\$10.0 millones y de la Serie U por US\$8.0 millones.

Como hecho de relevancia relacionado al Estado de Emergencia decretado por el Gobierno de Panamá por la pandemia COVID-19, se resalta la normal atención en los locales comerciales, así como una recuperación económica de país, acompañado por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 31 de enero de 2022, el 72.4% de la población ya contaba por lo menos con una dosis de la vacuna, por lo que no se esperan 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 N° 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, la medida no afectó los ingresos percibidos al cierre del 31 de marzo de 2022, ya que se encuentran recibiendo el 100% de los ingresos de alquiler de su compañía relacionada FASA, la cual ocupa el 87% de sus inmuebles arrendados.

El 20 de abril de 2022, el Emisor informó al mercado sobre la redención anticipada del 100% del saldo vigente de la Serie J, por un importe de US\$4,350,000.00, programada para el 30 de junio de 2022.

El 1 de junio de 2022, el Emisor informó al mercado sobre la redención parcial anticipada de US\$1 millón de la Serie U, con lo cual el nuevo capital de dicha Serie se reduciría a US\$8 millones. Esta redención parcial se programó para el 30 de junio de 2022.

El 30 de junio de 2022, el Emisor redimió el 100% de la Serie J y US\$1 millón de la Serie U, ambas correspondientes al Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados.

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-22	Jun-21	Mar-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
TOTAL ACTIVO	158,204	153,476	171,450	157,773	108,459	97,592
Efectivo y Depósitos en Bancos	689	70	417	138	4,349	407
Depósitos en Fideicomiso	2,140	3,073	2,840	2,124	11,137	4,368
Cuentas por Cobrar, Compañías Relacionadas	5,445	1,403	0	2,228	869	166
Activo Corriente	8,798	4,788	3,539	4,859	16,788	5,250
Propiedades de Inversión	149,313	146,919	166,151	151,151	89,249	88,817
Adelanto a compra de activo	0	1,684	1,684	1,684	1,684	2,791
Activo No Corriente	149,406	148,688	167,911	152,914	91,670	92,341
TOTAL PASIVO	111,162	108,904	109,057	97,784	103,656	93,549
Porción Corriente Bonos Corporativos	2,740	3,120	3,120	16,850	18,405	4,750
Intereses por Pagar	0	0	0	0	1,379	1,402
Pasivo Corriente	3,245	3,502	3,219	16,978	19,938	6,313
Bonos Corporativos	90,452	87,938	83,673	65,271	72,446	73,017
Bonos Subordinados	13,300	13,300	13,300	11,000	11,000	11,000
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	0	4,330	0	272	3,218
Impuesto sobre la Renta por Pagar Diferido	4,165	4,165	4,535	4,535	0	0
Pasivo No Corriente	107,917	105,402	105,838	80,805	83,718	87,236
TOTAL PATRIMONIO NETO	47,041	44,571	62,392	59,989	4,803	4,043
Capital Social	1	1	1	1	1	1
Utilidades Acumuladas y del ejercicio	47,063	10,387	9,215	6,794	4,836	4,194
Revaluación de Propiedades de Inversión	0	34,201	53,194	53,194	0	0

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Jun-21	Mar-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
Ingresos totales	8,338	10,729	7,957	10,529	10,366	10,511
Costos de Servicios	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Margen Bruto	8,338	10,729	7,957	10,529	10,366	10,511
Gastos Generales y Administrativos	-1,697	(1,239)	-818	(790)	(923)	(873)
Depreciación	0	(0)	-0	(67)	(3,055)	(3,056)
Utilidad Operativa	6,641	9,491	7,139	9,673	6,389	6,582
Gastos Financieros	-4,694	(6,354)	-4,730	(6,322)	(5,552)	(5,785)
Utilidad/(Pérdida) por Revaluación de Propiedades de Inversión	0	(18,993)	0	(17,158)	(0)	(0)
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	2,474	(15,737)	2,468	(13,673)	1,059	980
Impuesto a la Renta, Neto	0	337	-47	(384)	(264)	(264)
Utilidad Neta	2,474	(15,400)	2,421	(13,289)	795	717

INVERSIONES INMOBILIARIAS ARROCHA, S.A. (IIASA)

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Jun-21	Mar-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	2.36x	2.44x	1.75x	1.63x	21.58x	23.14x
Deuda Financiera / Pasivo	0.96x	0.96x	0.92x	0.95x	0.98x	0.95x
Deuda Financiera / Patrimonio	2.26x	2.34x	1.60x	1.55x	21.20x	21.96x
Pasivo / Activo	0.70x	0.71x	0.64x	0.62x	0.96x	0.96x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.03x	0.03x	0.03x	0.17x	0.19x	0.07x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.97x	0.97x	0.97x	0.83x	0.81x	0.93x
Deuda Financiera / EBITDA	11.84x	11.00x	10.48x	9.56x	10.79x	9.21x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.71x	1.37x	1.10x	0.29x	0.84x	0.83x
Prueba Ácida ¹	2.64x	1.31x	1.04x	0.27x	0.83x	0.79x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.87x	0.90x	1.01x	0.13x	0.78x	0.76x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	5,553	1,285	320	(12,120)	(3,149)	(1,063)
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	20.35%	11.55%	10.29%	8.13%	38.37%	37.38%
Gastos Financieros / Ingresos	56.29%	59.22%	59.44%	60.04%	53.55%	55.04%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	79.65%	88.45%	89.71%	91.87%	61.63%	62.62%
Margen Neto	29.68%	-143.53%	30.42%	-126.22%	7.67%	6.82%
ROAA (LTM)	-9.31%	-0.97%	-7.55%	-9.98%	0.77%	0.74%
ROAE (LTM)	-28.05%	-2.88%	-19.72%	-41.02%	17.97%	19.37%
GENERACIÓN						
FCO ajustado (US\$ Miles)**	7,839	9,527	6,496	16,499	1,793	8,447
FCO ajustado anualizado (US\$ Miles)	10,870	9,527	8,030	16,499	1,793	8,447
EBITDA (US\$ Miles)	6,641	9,491	7,139	9,740	9,443	9,638
EBITDA LTM (US\$ Miles)	8,993	9,491	9,547	9,740	9,443	9,638
Margen EBITDA	79.65%	88.45%	89.72%	92.50%	91.10%	91.70%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	2.78x	1.49x	1.52x	1.54x	1.70x	1.67x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.51x	1.00x	1.02x	0.42x	0.39x	0.91x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	3.36x	1.50x	1.28x	2.14x	0.32x	1.93x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	1.82x	1.01x	0.86x	0.67x	0.07x	0.92x

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

¹Prueba 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 30.09.21) ^{1/}	Calificación Actual (31.03.22)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$50.0 millones	BB.pa	BB.pa	Poseen capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero esta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas.
Series A y B (hasta por US\$13.3 millones)			
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta US\$100.0 millones	BBB.pa	BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Series N, O, P, Q, R, S, T y U (hasta por US\$89.2 millones)			
Bonos Corporativos Garantizados del Programa Rotativo hasta US\$100.0 millones	BBB.pa	RET	---
Serie J (hasta por US\$4.4 millones)			

^{1/} Sesión de Comité del 14 de febrero de 2022.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

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

	Serie J*	Serie N	Serie O	Serie P	Serie Q	Serie R
Monto Colocado:	US\$6.0 millones	US\$20.0 millones	US\$12.0 millones	US\$10.0 millones	US\$11.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.22):	US\$4.4 millones	US\$20.0 millones	US\$11.1 millones	US\$10.0 millones	US\$10.6 millones	US\$10.0 millones
Fecha de Colocación:	27 jun 2019	28 oct 2020	4 dic 2020	23 dic 2020	12 may 2021	27 ago 2021
Plazo:	10 años	7 años	8 años	10 años	5 años	5 años
Redención Anticipada:	Año 3 al 102%, Año 4 al 101%, Años 5-10 al 100%	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%
Tasa:	6.75%	5.00%	5.00%	5.25%	4.25%	4.25%
Pago de Capital:	40 abonos trimestrales por US\$150 mil	Bullet al vencimiento	1.5% Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento	1.36% Trimestral, cuota balloon 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

* La Serie J se redimió al 100% el 30 de junio de 2022

	Serie S	Serie T	Serie U**
Monto Colocado:	US\$8.0 millones	US\$12.0 millones	US\$8.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.22):	US\$7.7 millones	US\$11.9 millones	US\$8.0 millones
Fecha de Colocación:	27 sep 2021	6 oct 2021	12 oct 2021
Plazo:	7 años	7 años	7 años
Redención Anticipada:	A partir de la Emisión al 100%	A partir de la Emisión al 100%	A partir de la Emisión al 100%
Tasa:	4.75%	Año 1: 4.00% Año 2: 4.25% Año 3: 4.50% Del año 4 en adelante 4.75%	4.75%
Pago de Capital:	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	0.63% Trimestral, cuota balloon 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 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D.		

Fuente: IIASA / Elaboración: Moody's Local

** La Serie U tuvo una redención parcial de US\$1 millón el 30 de junio de 2022, reduciendo el saldo vigente a US\$7 millones.

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 (31.03.22):	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 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 ocurre un evento de liquidación o insolvencia, un evento de incumplimiento con respecto a cualquier otra obligación del Emisor o si el Emisor opta por suspender el pago y acumulación de intereses por otros motivos extraordinarios. Este riesgo aplica específicamente a los Bonos Subordinados.

RIESGO GENERAL DEL EMISOR

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

RIESGO DE DESASTRE NATURAL

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

RIESGO DE LA INDUSTRIA

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

RIESGO DEL ENTORNO

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

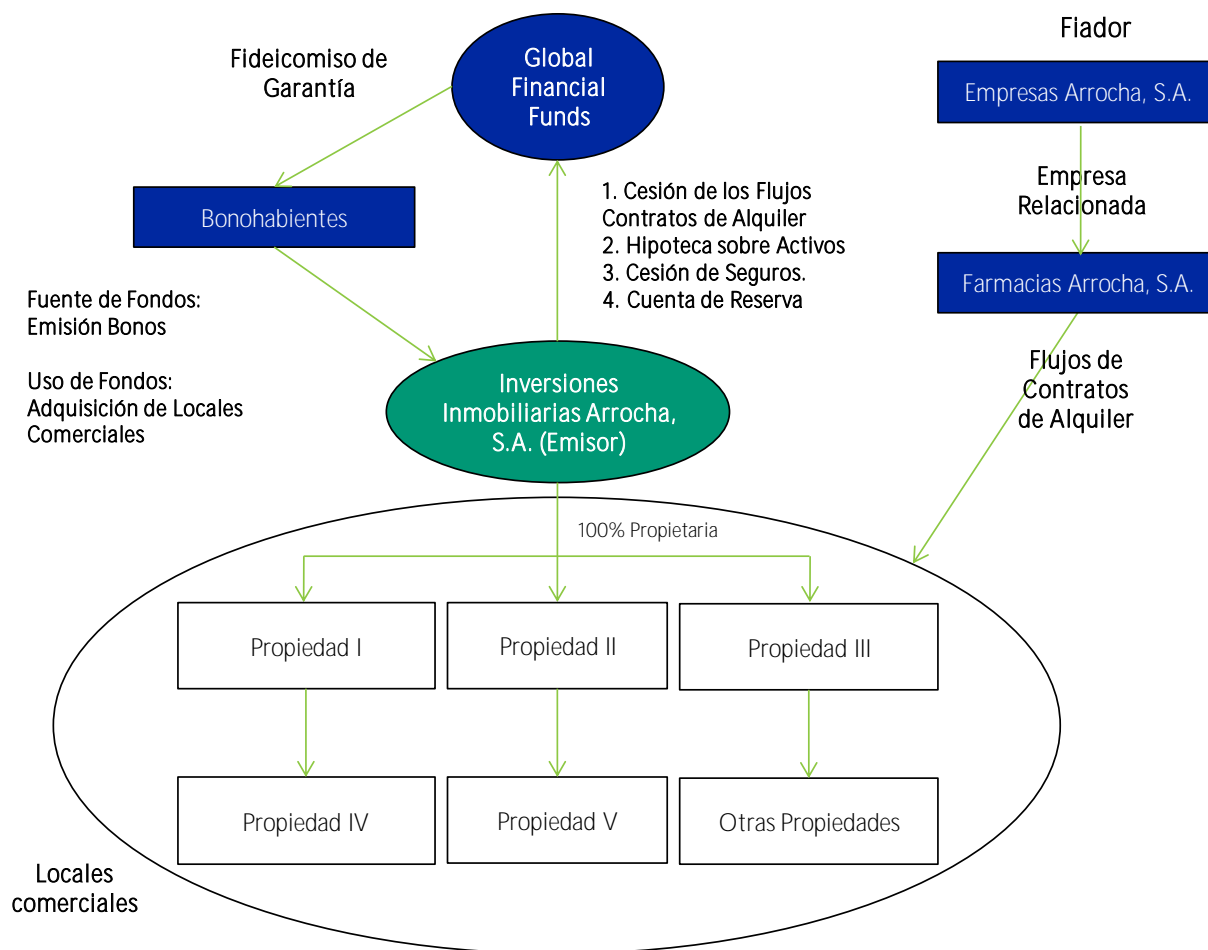
Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

El Fideicomiso de Garantía que funge como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por IASA posee 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 Reserva 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 titulación:



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.moodylocal.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 2018, 2019, 2020 y 2021 e interinos al 31 de marzo de 2021 y 2022. 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, J, N, O, P, Q, R, S, T y U 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.

© 2022 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, 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 JPY100.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.