

MLPA20/0182

Panamá, 14 de enero de 2020

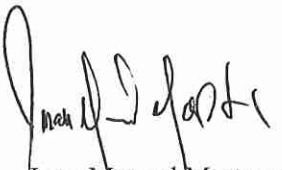
Lcda.
Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General
BOLSA DE VALORES DE PANAMA

Estimada Lcda. Cantillo:

Sirva la presente para saludarle y a su vez adjuntarle el Informe Final de Clasificación de Riesgo del Retail Centenario, S.A. (Bonos Corporativos), el mismo que ha sido elaborado con información financiera al 30 de septiembre de 2019.

Sin otro particular, nos despedimos.

Atentamente,



Juan Manuel Martans
Gerente General

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
14 de enero de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Retail Centenario, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB.pa

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

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

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

Roberto Vallejo
Associate Analyst
roberto.vallejo@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Retail Centenario, S.A.

Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante, Moody's Local PA) baja a BBB.pa, desde BBB+.pa, la categoría de riesgo asignada a las Series B, C, D y E del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, de hasta US\$230.0 millones, emitido por Retail Centenario, S.A. (en adelante, RC o el Emisor).

La disminución de la calificación recoge las pérdidas registradas por Retail Centenario al 30 de junio de 2019 (cierre fiscal), así como al 30 de septiembre de 2019, a razón de menores ingresos por alquileres en el marco de una situación adversa de la industria *retail* panameña. Lo anterior llevó a que el Emisor registre un ligero desvío respecto a las últimas proyecciones recibidas, las mismas que ya reflejaban un ajuste respecto a las inicialmente consideradas por Moody's Local PA. Así también, si bien Retail Centenario logró reperfilarse su deuda en el mes de noviembre de 2018 a fin de bajar el pago del Servicio de Deuda (gastos financieros LTM + parte corriente de la deuda de largo plazo), los indicadores de cobertura se ajustan al cierre fiscal junio 2019 y al 30 de septiembre de 2019 debido a los menores ingresos por alquileres, a lo cual se suma que dicha operación generó un mayor riesgo de refinanciación al vencimiento de esta. Por otro lado, la menor previsión de ingresos por alquileres llevó a que la tasación del inmueble registre un ajuste importante en su valor, pasando de US\$260.0 millones a US\$186.7 millones entre ejercicios. De igual manera, la menor generación incidió en un incremento de la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM) y las pérdidas afectaron la Palanca Contable (pasivo / patrimonio), encontrándose ambos indicadores en niveles elevados.

A pesar de lo señalado anteriormente, la calificación asignada toma en consideración la estructura de mejoradores que se contemplan en cada una de las Series calificadas. En este sentido, resulta favorable la cesión que realiza el Emisor de los pagos mensuales de los arrendatarios del Centro Comercial AltaPlaza Mall (en adelante, el Centro Comercial), los mismos que se depositan en una Cuenta de Concentración y en una Cuenta Reserva a fin de cubrir, en todo momento, por lo menos una cuota del Servicio de Deuda. La estructura se complementa por medio de la exigencia del cumplimiento de la Prueba Anual de Cobertura de Flujos, la misma que se mide al cierre de cada ejercicio fiscal de Retail Centenario, ubicándose en 1.19 veces al 30 de junio de 2019 (mínimo de 1.15 veces). La calificación también se apoya en la existencia de un Fideicomiso de Garantía que contiene la primera hipoteca y anticresis del Centro Comercial AltaPlaza Mall, cuyo valor de mercado cubre en 1.66 veces el saldo insoluto de los Bonos Corporativos emitidos al 30 de septiembre de 2019 (la cobertura mínima exigida es de 1.33 veces). Además, se pondera de manera favorable que el Fideicomiso contiene el endoso de las pólizas de seguro que cubren al 80% el valor de reposición de las mejoras realizadas sobre el Centro Comercial AltaPlaza Mall.

Retail Centenario mantiene dentro de sus principales desafíos renegociar los contratos con los locatarios, toda vez que los contratos actuales cuentan con duraciones en línea a los 5 años, con lo cual el plazo de los flujos garantizados no calza con las cuotas *balloon* ni los eventuales reperfilamientos futuros. No menos importante resultan los espacios de mejora que tiene RC en temas relacionados a prácticas de gobierno corporativo, así como la inexistencia de una política de reparto de dividendos establecida, a pesar de que la misma se encuentra condicionada al cumplimiento de los términos y condiciones de la Emisión.

Finalmente, Moody's Local validará la continuidad en los contratos de arrendamiento, así como el incremento anual de sus cánones a fin de observar el desarrollo en los índices de cobertura y los resguardos financieros. En este sentido, Moody's Local comunicará oportunamente al mercado cualquier modificación en la percepción de riesgo de las Series calificadas.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Reducción paulatina en los niveles de apalancamiento del Emisor.
- » Cumplimiento sostenido de la Prueba Anual de Cobertura de Flujos, con mejoras graduales.
- » Aumento en el volumen de rentas generadas por el Centro Comercial.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Incremento tanto de la Palanca Financiera como Contable del Emisor, ubicándose en niveles mayores a los exhibidos actualmente.
- » Pérdida del soporte patrimonial.
- » Incumplimiento del resguardo financiero y/o levantamiento de garantías que debiliten la estructura de los Bonos Corporativos.
- » Disminución en el número de tráfico y en los índices de ocupación del Centro Comercial.
- » Deterioro del valor del inmueble cedido en garantía, comprometiendo el *covenant* de cobertura del saldo en circulación de los Bonos.
- » Surgimiento de riesgos reputacionales que terminen afectando la imagen y/u operatividad del Centro Comercial.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

RETAIL CENTENARIO, S.A.

	Sep-19 LTM	Jun-19	Jun-18	Jun-17*	Jun-16
Activos (US\$/Miles)	135,142	136,112	141,472	144,685	161,918
Ingresos (US\$/Miles)	14,491	14,946	16,956	41,945	5,527
EBITDA (US\$/Miles)	7,320	8,005	10,173	10,114	(15,801)
Deuda Financiera / EBITDA	15.31x	14.05x	11.34x	11.80x	N.A.
EBITDA / Gastos Financieros	1.08x	1.21x	1.61x	1.54x	N.A.
FCO / Servicio de la Deuda	0.92x	1.02x	0.80x	2.25x	N.A.

*Cifras consideran el ingreso/costo asociado a la venta de locales.

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2

THE BANK OF NOVA SCOTIA PANAMÁ

	Sep-19 LTM	Oct-18	Oct-17	Oct-16
Activos (US\$ Miles)	11,825	11,670	11,684	11,690
Utilidad Neta (US\$ Miles)	166	(25)	28	(482)
ROAA	1.42%	-0.21%	0.24%	-3.90%
ROAE	1.43%	-0.22%	0.24%	-4.00%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 3

RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Sep-19	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Prueba Anual de Flujos	>1.15x	N.A.	1.19x	1.32x	1.33x
Finca Hipotecada / Saldo Insoluto de Bonos	>133%	166%	230%	224%	218%

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Generalidades

Descripción de la Estructura

La estructura de las distintas Series de Bonos calificadas contempla la cesión por parte de Retail Centenario de los flujos provenientes de los contratos de alquiler a un Fideicomiso con The Bank of Nova Scotia S.A., quién, además, custodia una serie de garantías cedidas por el Emisor. El Fideicomiso de Garantía posee los siguientes bienes: i) primera hipoteca y anticresis sobre el Centro Comercial AltaPlaza Mall, ii) el endoso de las pólizas de seguros que cubran al menos 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre el Centro Comercial, iii) la cesión de los pagos mensuales que efectuarán los arrendatarios actuales y futuros de los locales comerciales ubicados en el Centro Comercial AltaPlaza Mall, los cuales serán depositados en una Cuenta de Concentración y iv) la Cuenta de Reserva, que debe mantener por lo menos una cuota de Servicio de Deuda para cumplir con el Balance Requerido. Para mayor detalle sobre la estructura, ver Anexo III.

Entidades Participantes

Retail Centenario, S.A. – el Emisor

Retail Centenario, S.A. se constituyó el 25 de mayo de 2012, registrando como actividad principal la venta, promoción y administración de bienes raíces, en particular, del Centro Comercial AltaPlaza Mall ubicado en la vía Centenario, Provincia de Panamá. AltaPlaza Mall es un centro comercial dirigido al entretenimiento y la familia que ostenta un total de 66,070 m² útiles distribuidos en locales comerciales para la venta y alquiler. El Centro Comercial tiene capacidad de albergar 190 locales y cuenta con plantas eléctricas, sistema de aire acondicionado central y sistema de monitoreo para la seguridad de los visitantes e inquilinos. La infraestructura de AltaPlaza Mall también cuenta con 11 puntos de acceso, 3 pisos, 8 ascensores, 14 escaleras y 2 rampas eléctricas para facilitar la circulación. El Centro Comercial AltaPlaza Mall se inauguró el 17 de marzo de 2016, con más del 60% de las tiendas abiertas en ese momento. El diseño y construcción del Centro Comercial AltaPlaza Mall se inició en el año 2013, concluyéndose en junio 2016. Durante ese periodo, el Emisor realizó inversiones de capital por más de US\$130 millones, las cuales fueron financiadas por fondos provistos por los accionistas y por facilidades de crédito otorgadas por dos bancos de la plaza panameña. En línea con lo anterior, RC ha emitido diversas Series de Bonos Corporativos, en donde US\$130 millones, correspondiente a la Serie A, se utilizaron para repagar el préstamo que se tomó para construir el Centro Comercial AltaPlaza Mall. Las Series B, C y D se utilizaron para la compra de equipos, mobiliarios y otros activos con el objetivo de adecuar el Centro Comercial para la recepción de visitantes. El 1 de noviembre de 2018, Retail Centenario realizó la redención anticipada del saldo circulante de la Serie A (US\$107.1 millones) mediante la emisión de la Serie E por US\$107.1 millones a fin de flexibilizar sus obligaciones financieras en el contexto de la desaceleración de la industria *retail* panameña.

The Bank of Nova Scotia Panamá - El Fiduciario –

The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A. actúa como Fiduciario en beneficio de los inversionistas, quien se encarga de gestionar los bienes que han sido cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes. Esta entidad bancaria forma parte del Grupo The Bank of Nova Scotia de Canadá, el mismo que cuenta con una calificación A1 otorgada por Moody's Investors Service a su deuda de largo plazo.

Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia posterior al corte de análisis, en Asamblea de Accionistas de fecha 13 de noviembre de 2019, se procedió a reemplazar como Director al señor Ziad Issa por el señor Imad Issa.

Análisis financiero de Retail Centenario, S.A.

Activos y Liquidez

AJUSTE EN LA LIQUIDEZ POR MENOR NIVEL DE EFECTIVO Y CUENTAS POR COBRAR

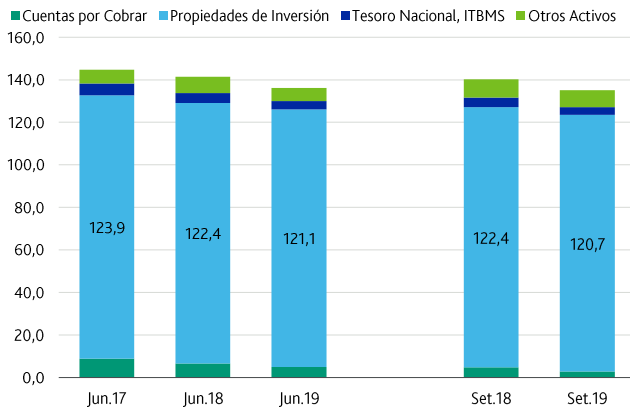
Al cierre del ejercicio fiscal, 30 de junio de 2019, Retail Centenario registra activos por US\$136.1 millones, conformados principalmente por las propiedades de inversión que representan el 88.97% de los activos. Cabe señalar que Retail Centenario adoptó el método de costo para calcular el valor de sus propiedades de inversión, por lo que contablemente el Centro Comercial se registra al costo real incurrido en el terreno, así como al costo de construcción del proyecto AltaPlaza Mall y las mejoras realizadas.

De acuerdo con el último avalúo realizado para el cumplimiento del resguardo exigido en los Bonos Corporativos, al 30 de septiembre de 2019, el valor de mercado de AltaPlaza Mall es de US\$186.7 millones, registrando un ajuste significativo respecto a los US\$260.0 millones de la tasación previa. La estructura indica que los avalúos deben actualizarse cada tres años. Otra política contable adoptada por la Empresa vinculada a las propiedades de inversión es la de depreciar el inmueble en 50 años y no en 30, generando un menor gasto de depreciación por periodo. Al 30 de septiembre de 2019, los activos de Retail Centenario se situaron en US\$135.1 millones.

Los activos corrientes de Retail Centenario totalizaron US\$3.0 millones al 30 de junio 2019, retrocediendo en 49.56% respecto al mismo periodo de 2018 debido al menor nivel de efectivo mantenido en cuentas corrientes, así como de saldos por cobrar de cuentas mantenidas con locatarios. Al analizar la liquidez corriente del Emisor, a pesar de la flexibilización del cronograma de amortizaciones de los Bonos mediante la emisión de la Serie E, el ajuste en el activo corriente propició un deterioro de los indicadores, replicándose el efecto a septiembre de 2019. Resulta importante señalar que los pasivos corrientes de Retail Centenario incluyen una cuenta por pagar a los accionistas por US\$11.8 millones al 30 de junio de 2019, la misma que no tiene plazo de pago definido ni devenga intereses, por lo que no representaría una obligación de corto plazo para RC. Retirando dicho pasivo -que el auditor considera corriente- el Emisor registraría un déficit de capital de trabajo de US\$0.1 millones y una razón corriente de 0.95 veces al 30 de junio de 2019 (déficit de US\$0.1 millones y 0.96 veces de ratio corriente al 30 de septiembre de 2019).

Gráfico 1

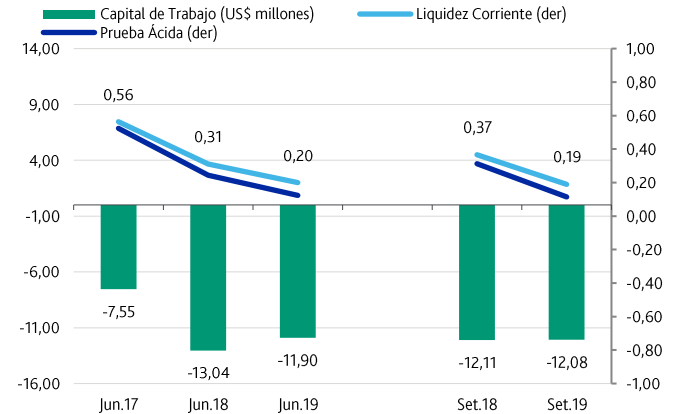
Evolución de la Estructura de Activos – US\$ millones



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

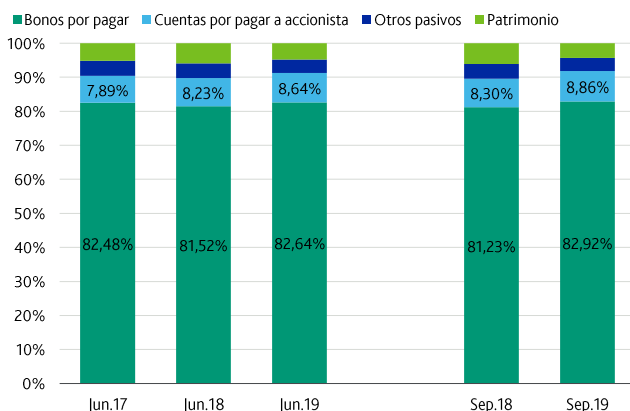
Estructura Financiera y Solvencia

MENORES INGRESOS Y REGISTRO DE PÉRDIDAS PROPICIAN DEBILITAMIENTO DE LOS INDICADORES DE SOLVENCIA

Para fondear sus operaciones, Retail Centenario presenta una estructura compuesta principalmente por deuda financiera (82.64% al 30 de junio de 2019), la cual corresponde íntegramente a la emisión de Bonos Corporativos (US\$112.5 millones al cierre fiscal 2019). Al 30 de junio de 2019, el patrimonio neto de Retail Centenario se ubicó en US\$6.5 millones, conformado en US\$28.0 millones por el capital pagado, además de US\$21.5 millones de pérdidas acumuladas, las cuales surgen del reconocimiento de pérdidas en la fase preoperativa del Centro Comercial, así como por la venta de algunos locales comerciales que se vendieron por debajo de su costo durante el ejercicio 2015-2016. Al 30 de junio de 2019, los pasivos registraron un ajuste de 2.62% respecto al mismo periodo de 2018 producto de la amortización de los Bonos en circulación; no obstante, debido a las pérdidas del ejercicio y su impacto sobre el patrimonio, la Palanca Contable (pasivo / patrimonio) registró un incremento. De igual manera, la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM) se vio afectada a razón de un menor EBITDA. Al primer trimestre del nuevo ejercicio fiscal (septiembre 2019), el registro de pérdidas y menor EBITDA ahondaron el deterioro de los indicadores de solvencia, tal como se detalla en el Gráfico 4.

Gráfico 3

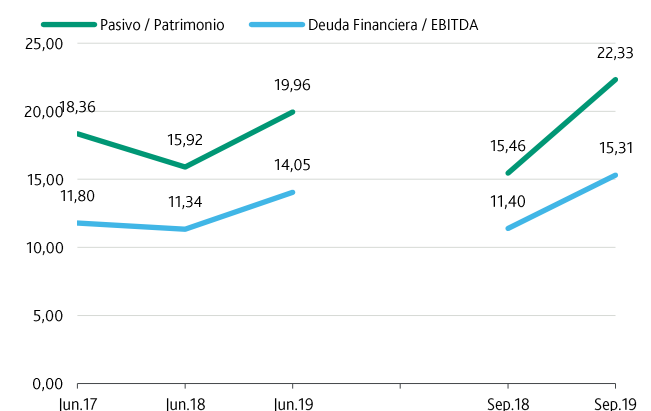
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

Indicadores de Apalancamiento



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

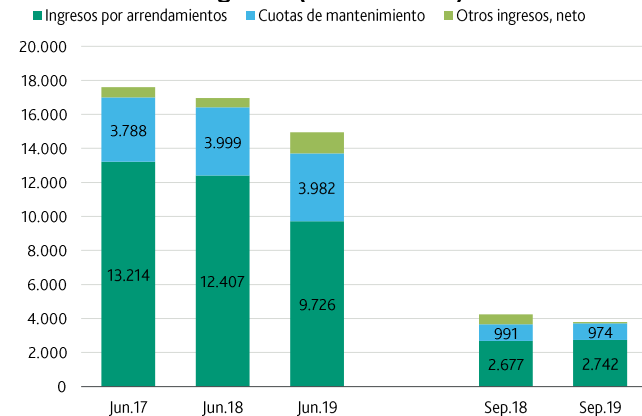
Rentabilidad y Eficiencia

MENOR FLUJO DE CANONES DE ARRENDAMIENTO PROPICIAN PÉRDIDAS EN RETAIL CENTENARIO

La principal fuente de ingresos del Emisor son los alquileres provenientes de la utilización de los espacios del mall. Para el análisis, resulta importante señalar que RC reconoce sus ingresos de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), las cuales establecen que se deben reconocer los ingresos por alquiler tomando en cuenta el prorrateo del periodo de vida estipulado en cada uno de los contratos; en ese sentido, el EBITDA estaría sobreestimando el flujo real de efectivo que cobra RC en los periodos de análisis. La mayoría de los contratos emitidos por RC cuenta con una cláusula de aumento de 5% anual en el canon de arrendamiento y se pacta a un periodo de tiempo que usualmente llega hasta cinco años, dependiendo de cada caso. No obstante, debido a la coyuntura del sector *retail* panameño, en el ejercicio evaluado se cancelaron ciertos contratos y otros se renegociaron pasando a reconocer un mayor componente variable en detrimento del canon fijo. Producto de lo anterior, al cierre fiscal 30 de junio de 2019, RC registró un retroceso de 21.61% en los ingresos por arrendamiento, desviándose de sus proyecciones. Por su lado, la carga operativa registró un incremento asociado a mayores gastos de mercado, mientras que la carga financiera se incrementó como consecuencia de las nuevas condiciones de tasa de la deuda. A razón de los efectos señalados, RC registró una pérdida neta de US\$1.4 millones al 30 de junio de 2019. Al 30 de septiembre de 2019, si bien los ingresos por arrendamiento no registraron mayor variación, se registró un menor ingreso por mejoras sobre locales respecto a septiembre de 2018 y se registraron también los incrementos en la carga operativa y financiera señalados previamente, ocasionando una pérdida de US\$0.7 millones en el trimestre.

Gráfico 5

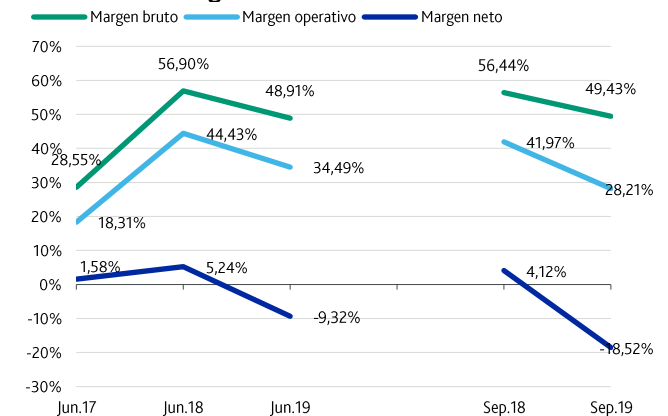
Evolución de los Ingresos (US\$ Millones)



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

Evolución de Márgenes



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Generación y Capacidad de Pago

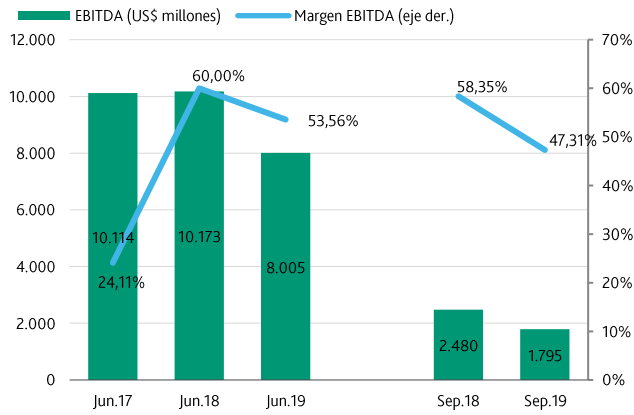
MENOR GENERACIÓN AJUSTA INDICADORES DE COBERTURA

Producto del menor resultado operativo, el EBITDA registrado por la Compañía al 30 de junio de 2019 fue menor en US\$2.2 millones respecto al exhibido en el mismo periodo de 2018. Lo anterior ocasionó un ajuste en la cobertura de los gastos por intereses. Asimismo, la cobertura del Servicio de Deuda recoge la reestructuración de deuda realizada en el 2018, permitiéndole registrar una mejora. Al 30 de septiembre de 2019, se observan las mismas variaciones respecto del mismo periodo de 2018, aunque la cobertura del Servicio de Deuda se ajusta respecto al trimestre previo.

Para monitorear la cobertura del Servicio de Deuda, el Fiduciario ha establecido un resguardo financiero que recoge los flujos devengados en los últimos 12 meses por alquileres, el mismo que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda. Es importante indicar que esta medición no incluye las cuotas de mantenimiento que cobra RC debido a que esta partida está destinada a financiar los gastos relacionados a la operatividad misma del Centro Comercial. Este resguardo se tiene que presentar una única vez por año, en la Prueba Anual en junio. En este sentido, al 30 de junio de 2019, el resguardo cumplió con su mínimo establecido de 1.15 al situarse en 1.19 veces, registrando un ajuste respecto al obtenido al 30 de junio de 2018 (1.32 veces)

Gráfico 7

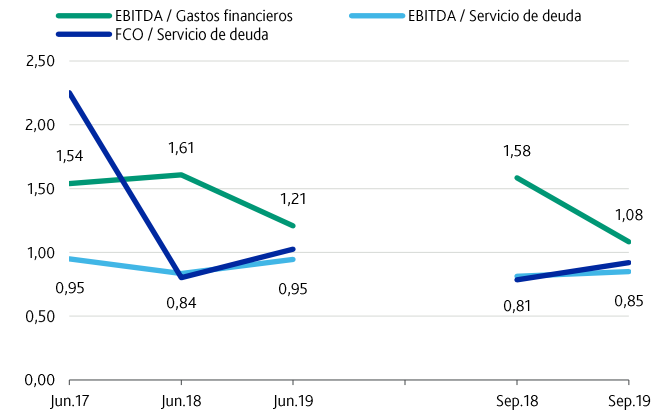
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

RETAIL CENTENARIO, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Jun-19	Sep-18	Jun-18	Jun-17	Jun-16
TOTAL ACTIVO	135,142	136,112	140,200	141,472	144,685	161,918
Efectivo y Depósitos en Bancos	193	229	495	1,686	1,613	1,464
Cuentas por cobrar comerciales	721	897	1,793	1,843	2,194	2,298
Cuentas por cobrar a relacionadas	327	325	2,423	472	4,865	3,389
Activo Corriente	2,823	2,965	7,023	5,877	9,743	31,007
Propiedades de Inversión	120,687	121,104	122,353	122,404	123,853	120,497
Alquileres por cobrar a futuro	1,860	1,627	1,577	2,156	1,401	270
Fondo de Garantía	3,042	3,042	3,042	3,042	2,335	349
Activo No Corriente	132,319	133,147	133,177	135,595	134,942	130,911
TOTAL PASIVO	129,350	129,617	131,680	133,109	137,211	155,108
Bonos por pagar	1,845	1,831	5,989	5,849	4,090	0
Cuentas por pagar accionistas	11,976	11,756	11,639	11,639	11,417	11,639
Pasivo Corriente	14,903	14,869	19,134	18,921	17,296	21,846
Bonos por pagar	110,218	110,647	107,902	109,473	115,253	129,188
Depósitos de garantía recibidos de clientes	2,778	2,686	2,876	2,895	2,762	2,164
Pasivo No Corriente	114,447	114,748	112,547	114,188	119,915	133,261
TOTAL PATRIMONIO NETO	5,793	6,495	8,520	8,364	7,474	6,810
Acciones comunes	10	10	10	10	10	10
Capital adicional pagado	27,999	27,999	27,999	27,999	27,999	27,999
Resultados acumulados	(22,217)	(21,514)	(19,489)	(19,646)	(20,535)	(21,199)

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Jun-19	Sep-18	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Ingresos, inc venta de locales	3,794	14,946	4,249	16,956	41,945	5,527
Costos Operativos, inc venta de locales	1,919	7,637	1,851	7,307	29,969	2,546
Resultado Bruto	1,876	7,310	2,398	9,648	11,976	2,981
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	805	2,154	615	2,114	4,294	19,758
Utilidad Operativa	1,070	5,155	1,783	7,534	7,681	(16,777)
Gastos Financieros	1,695	6,632	1,566	6,327	6,567	1,611
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	(642)	(1,496)	206	1,148	1,023	(18,380)
Impuesto a la Renta, Neto	60	(104)	30	259	359	83
Utilidad Neta	(703)	(1,392)	175	889	664	(18,463)

RETAIL CENTENARIO, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Jun-19	Sep-18	Jun-18	Jun-17	Jun-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	22.33x	19.96x	15.46x	15.92x	18.36x	22.78x
Deuda Financiera / Pasivo	0.87x	0.87x	0.86x	0.87x	0.87x	0.83x
Deuda Financiera / Patrimonio	19.35x	17.32x	13.37x	13.79x	15.97x	18.97x
Pasivo / Activo	0.96x	0.95x	0.94x	0.94x	0.95x	0.96x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.12x	0.11x	0.15x	0.14x	0.13x	0.14x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.88x	0.89x	0.85x	0.86x	0.87x	0.86x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	15.31x	14.05x	11.40x	11.34x	11.80x	N.A.
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	0.19x	0.20x	0.37x	0.31x	0.56x	1.42x
Prueba Ácida ¹	0.11x	0.12x	0.31x	0.24x	0.52x	0.35x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.01x	0.02x	0.03x	0.09x	0.09x	0.07x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	(12,080)	(11,905)	(12,111)	(13,044)	(7,553)	9,161
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	-21.22%	-14.41%	-14.47%	-12.47%	-10.24%	-357.46%
Gastos Financieros / Ingresos	-44.66%	-44.37%	-36.85%	-37.32%	-15.66%	-29.15%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	49.43%	48.91%	56.44%	56.90%	28.55%	53.93%
Margen Operativo	28.21%	34.49%	41.97%	44.43%	18.31%	-303.53%
Margen Neto	-18.52%	-9.32%	4.12%	5.24%	1.58%	-334.04%
ROAA (LTM)	-1.65%	-1.00%	0.52%	0.62%	0.43%	-12.88%
ROAE (LTM)	-31.72%	-18.74%	9.14%	11.23%	9.30%	-166.52%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	1,928	8,670	2,676	9,773	23,992	(11,631)
FCO anualizado (US\$ Miles)	7,922	8,670	9,652	9,773	23,992	(11,631)
EBITDA (US\$ Miles)	1,795	8,005	2,480	10,173	10,114	(15,801)
EBITDA LTM (US\$ Miles)	7,320	8,005	9,994	10,173	10,114	(15,801)
Margen EBITDA	47.31%	53.56%	58.35%	60.00%	24.11%	-285.88%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.08	1.21	1.58	1.61	1.54	N.A.
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	0.85	0.95	0.81	0.84	0.95	N.A.
FCO / Gastos Financieros (LTM)	1.17	1.31	1.53	1.54	3.65	N.A.
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	0.92	1.02	0.78	0.80	2.25	N.A.

*Indicadores anualizados

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

Anexo I

Historia de Calificación

Retail Centenario, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior Con información financiera al 31.12.18 y 31.03.19 ¹	Calificación Actual Con información financiera al 30.06.19 y 30.09.19	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo hasta por US\$230.0 millones Series B, C, D y E (hasta por US\$115.1 millones)	BBB+.pa	(modificada) de BBB+.pa a 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.

¹Sesión de Comité del 3 de julio de 2019.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$230.0 millones

	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Monto colocado:	US\$4.0 millones	US\$2.0 millones	US\$2.0 millones	US\$107.1 millones
Saldo en circulación (30.09.19):	US\$3.63 millones	US\$1.53 millones	US\$1.60 millones	US\$106.0 millones
Fecha de colocación	Septiembre 2016	Febrero 2017	Abril 2017	Noviembre 2018
Plazo:	9 años 6 meses	5 años	5 años	7 años 4 meses
Tasa:	5.250% (año 1-3) 5.375% (año 3-5) 5.50% (año 6-7) Libor3M + 3.00%, mínimo de 5.5% y techo de 7.0%	6.25%	6.25%	6.00% (trimestres 1-13) 6.125% (trimestres 14-21) Libor3M + 3.00%, mínimo de 5.5% y techo de 7.0%
Bienes Cedidos en Garantía	Primera hipoteca y anticresis que represente el 133% del valor insoluto de bonos Póliza de seguros que cubran el 80% del valor de reposición de la infraestructura Cesión de pagos mensuales de los arrendamientos.			
Resguardos	Prueba Anual de Cobertura de Flujos: Hasta junio 2019 > 1.15 veces A partir de junio 2020 > 1.20 veces Finca Hipotecada / Saldo Insoluto de Bonos >133%			

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Anexo III

Detalle de la Estructura

Riesgos de la Estructura

RIESGO DE PAGO DE INTERESES Y CAPITAL DE LA TOTALIDAD DE LOS BONOS

El pago de los intereses y de capital de los Bonos dependerá sustancialmente del arrendamiento de los locales comerciales del Centro Comercial AltaPlaza Mall. Adicionalmente, una parte importante de los pagos mensuales están sujetos a porciones variables que dependen del éxito en ventas de los arrendatarios, por lo que los ingresos pueden fluctuar de manera importante de un mes a otro dependiendo de las ventas de estos últimos.

RIESGO DEL VALOR DE LA GARANTÍA

El valor de la garantía puede verse afectado por las siguientes razones: i) por cambios en el valor comercial del bien hipotecado y sus mejoras debido al riesgo de zonificación y/o cambios adversos en el entorno económico que incidan en la demanda del mercado inmobiliario de Panamá y, ii) por el incumplimiento por parte de los arrendatarios a los contratos de arrendamiento sobre los locales comerciales.

RIESGO POR LA NO RENOVACIÓN DE LOS CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO

No existe garantía de que los contratos de arrendamiento serán renovados en la fecha de expiración ni que los términos y condiciones de renovación serán similares a los actuales. Si a su vencimiento los contratos no son renovados o reemplazados en términos y condiciones similares a los actuales podría afectarse la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de los Bonos.

RIESGO DEL MERCADO

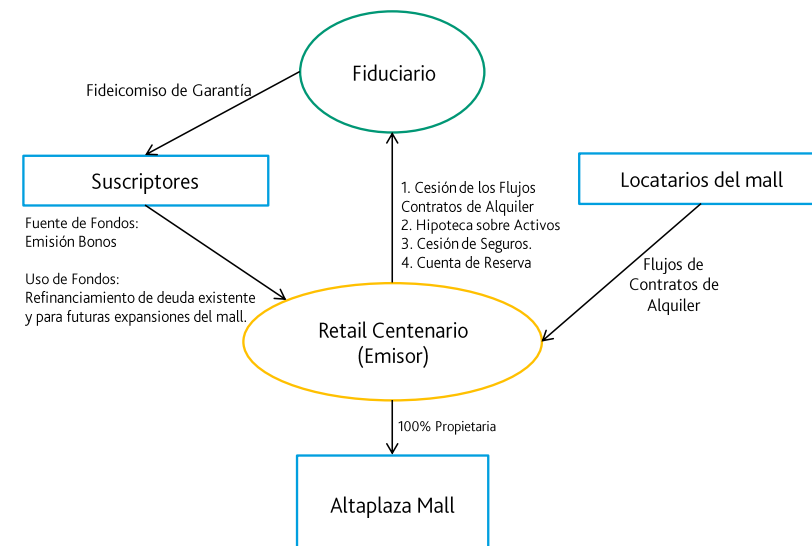
Las actividades del Emisor se limitan a aquellas relacionadas con el arrendamiento y administración de locales comerciales que forman parte de AltaPlaza Mall. Por lo anterior, si el Emisor no logra establecer exitosamente un nicho de mercado sólido que mantenga afluencia sostenida de clientes, los arrendatarios podrían rescindir anticipadamente o no renovar los mismos al vencimiento del periodo establecido lo que conllevaría a un deterioro de su desempeño financiero y por lo tanto de su capacidad para pagar los intereses y capital de los bonos de la presente Emisión.

RIESGO PAÍS

Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas principalmente en Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones relacionadas con los Bonos, dependerán principalmente de las condiciones políticas y económicas que prevalezcan en Panamá.

Administración de los Flujos

Las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos son la Cuenta de Concentración y la Cuenta Reserva. La Cuenta Reserva debe representar por lo menos un pago de interés y de capital calculado sobre el monto total de Bonos emitidos y en circulación. La Cuenta de Concentración es una cuenta corriente del Fiduciario que recibe la cesión de cánones de arrendamiento de forma mensual a fin de ser gestionada y manejada por el Fiduciario para efectuar la cascada de pagos con el siguiente orden de prioridades: i) pagar las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, y del Fiduciario, así como cualquier otra comisión o gasto previamente acordado y relacionado con la Emisión, ii) un tercio de las sumas para pagar los intereses prorrata de los Bonos Corporativos emitidos, a fin de cumplir con el requerimiento de la Cuenta Reserva, iii) un tercio de las sumas para pagar el capital de los Bonos Corporativos emitidos, de acuerdo con el compromiso de incrementar la Cuenta Reserva, iv) transferir el monto que sea necesario para cumplir con el saldo requerido de Cuenta Reserva, v) transferir a la Cuenta Operativa del Emisor todos los fondos remanentes que queden en la Cuenta de Concentración una vez se haya fondeado la Cuenta Reserva y se hayan efectuado los pagos respectivos y vi) pagar la suma correspondiente a las primas de las pólizas de seguros de las propiedades en garantía ante la ocurrencia de un evento de incumplimiento.



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Moody's Local PA

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moody.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de junio de 2016, 2017, 2018 y 2019 y los Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2018 y 2019 de Retail Centenario, S.A. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, 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 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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