

18 de octubre de 2021

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá
Ciudad

Ref. CODERE TRUST / Hecho de Importancia
Calificación de Riesgo a 31-12-20

Estimada Licenciado Justiniani:

De conformidad con lo normado por el Acuerdo No. 3-2008 de 31 de marzo de 2008 según fue modificado por el Acuerdo No. 2-2012 de 28 de noviembre de 2012 de la Superintendencia del Mercado de Valores, nos cumple informarle que con relación a:

CODERE TRUST

Un fideicomiso administrado por ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC., y autorizado para el registro y oferta pública de Bonos por virtud de Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019, informa al público lo siguiente:

1. Que la calificadora de riesgo PCR resolvió en su comité de 11 de octubre de 2021, bajar la calificación PA-BBB otorgada al emisor CODERE TRUST a PA-BBB-
2. Modificar la perspectiva de la emisión de Negativa a Estable.

Adjuntamos una copia del referido informe.

Atentamente,

ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC.
Como fiduciario de CODERE TRUST (y no a título personal)



Jose Manuel Jaen M.
Apoderado General

c.c. Bolsa Latinoamericana de Valores, S.A.



CODERE TRUST
Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. 94/2021	
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2020	Fecha de comité: 11 de octubre de 2021
Periodicidad de actualización: Anual	Industria de Juegos de Azar/Panamá
Equipo de Análisis	
Jose Ponce jponce@ratingspcr.com	Donato Rivas drivas@ratingspcr.com (502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES				
Fecha de información	jun-18	dic-18	dic-19	dic-20
Fecha de comité	4/04/2019	12/07/2019	23/10/2020	11/10/2021
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA BBB	PA BBB	PA BBB	PA BBB-
Perspectiva	Estable	Estable	Negativa	Estable

Significado de la calificación

Categoría BBB: Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio 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.

Racionalidad

La calificación del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Codere Trust se fundamenta en los resultados negativos del período de Alta Cordillera, S.A., así como las bajas en la liquidez que se presentaron durante el año. La calificación considera, además, la tendencia a la vulnerabilidad de las operaciones y su lenta recuperación del negocio de casinos y juegos de azar en la economía actual. De igual forma, se considera que la emisión de deuda en circulación representa un monto reducido respecto al flujo de ingresos del Alta Cordillera, S.A., lo que permite una adecuada cobertura sobre el pago de intereses.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada a la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Codere Trust se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Cobertura y garantías sobre la deuda.** La emisión de Bonos Corporativos Rotativos está respaldada por los bienes fideicomitidos a favor del Fideicomiso Emisor (Codere Trust), con una cobertura del 128%, los cuales corresponden a la cesión de derechos económicos en efectivo derivados de la operación diaria de los 12 casinos de Alta Cordillera, S.A., así como los pagarés sobre las cuentas por cobrar que Alta Cordillera le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de los créditos que se le otorguen y el dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario. Asimismo, el Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de mantener una reserva para el pago de intereses y un fondo de reserva para amortización de capital para las series que se estimen convenientes.

- **Pérdidas en el resultado del ejercicio de Alta Cordillera, S.A.** A la fecha de análisis, el resultado neto de Alta Cordillera, S.A. presentó una pérdida de B/. 35.4 millones, desmejorando significativamente en relación con el resultado presentado en el 2019 (B/. -12.7 millones). Esta disminución es consecuencia de la contracción de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino, apuestas y de alimentos y bebidas. De igual forma, los ingresos provenientes de comisiones sobre apuestas y otros ingresos correspondientes a alquiler, taquilla y transacciones de caja se vieron afectados por la pandemia COVID-19. En este sentido, combinado con el decremento en los activos totales de la compañía a 2020 en B/. 11.5 millones, los indicadores de rentabilidad ROA se posicionaron en -29.9% y mostrando importantes desmejoras interanuales para el ROA (diciembre 2019: ROA -9.7 %), por su parte el ROE se posicionó en 88.72% (diciembre 2019: 280.7%), estos valores no son representativos para el análisis dado que en ambos periodos se obtuvo una pérdida y un patrimonio negativo, el resultado positivo presentado por el ratio entre la utilidad del periodo y su patrimonio para 2019 y 2020 es un reflejo de la proporción negativa menor de dicha utilidad ante el descenso más importante de este segundo.
- **Bajos niveles de liquidez y solvencia negativa de Alta Cordillera, S.A.** Al 31 de diciembre de 2020, el activo corriente de Alta Cordillera, S.A. disminuyó en B/. 3.6 millones (-25.4 %) y los pasivos corrientes aumentaron en B/. 2.7 millones (+6.5%) como consecuencia del incremento en cuentas por pagar a compañías relacionadas (+47%) y proveedores (+15.1%). Derivado de lo anterior, el capital de trabajo totalizó en saldo negativo de B/. 33.7 millones, comparándose con el año anterior donde presentó un saldo negativo de B/. 27.4 millones. Cabe resaltar que se realizó un análisis de flujo de caja de la empresa para las actividades de operación, inversión y financiamiento. El efectivo al final del año presentó un aumento de B/. 1.4 millones (+50.4%) totalizando B/. 4.1 millones, este aumento se debe principalmente por los flujos de efectivo en las actividades de operación, este incremento es derivado por los ingresos financieros y otros ingresos, y el aumento en el flujo de efectivo de inversión, el cual se deriva principalmente por la adquisición de mobiliario, equipo y mejoras, la nueva cuenta bancaria a plazo fijo y el fondo de cesantía. Los dos flujos de efectivo anteriores fueron mayores que el flujo de efectivo de financiamiento, lo cual demuestra adecuados niveles de liquidez para cubrir sus deudas a corto plazo. Asimismo, la razón circulante a diciembre 2020 totalizó en 0.24 veces, menor en comparación al periodo anterior (diciembre 2019: 0.34 veces). El índice de liquidez inmediata (efectivo y cuentas por cobrar corrientes/pasivos corrientes) se ubicó en 12.3% evidenciando un deterioro interanual con los niveles del año anterior (diciembre 2019: 15%). Adicionalmente, el patrimonio de Alta Cordillera y subsidiarias totalizaron un saldo negativo de B/. 39.9 millones, evidenciando una importante contracción de B/. 35.4 millones (-7.8 veces), generando indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos. El endeudamiento patrimonial (pasivo/patrimonio) totalizó en -4 veces, evidenciando una mejora interanual en comparación al año anterior (diciembre 2019: -29.8 veces), pero siendo menor al promedio de los últimos 5 años anteriores (-2.2 veces).
- **Bonos en circulación.** Actualmente, Alta Cordillera, S.A. tiene un monto colocado de US\$ 3 millones, mientras que los ingresos mensuales de juego actualmente se encuentran en valores en torno a los US\$ 5 millones por mes, por la cual debido a la garantía que tiene Asset Trust a través de la cesión de los “derechos económicos” de los casinos de Alta Cordillera S.A., el monto de dichas obligaciones podría cancelarse en menos de un mes de recaudación de los ingresos de juego ante un eventual incumplimiento de Alta Cordillera S.A. para con los tenedores de bonos. De esta forma, el riesgo de cesación de pagos de Alta Cordillera S.A. es muy bajo.
- **Pertenencia a Grupo Codere.** Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria forma parte de Grupo Codere, S.A., una multinacional española que cuenta con una trayectoria profesional de más de 35 años en el sector del juego privado, la cual ha diversificado su actividad en la industria operando terminales de juego, salas de juego, puntos de apuestas, hipódromos y actividad online, con presencia en Europa y Latinoamérica. Además, Grupo Codere, S.A. es una empresa pública que cotiza en la BME.
- **Cobertura sobre la deuda.** A la fecha de análisis, el flujo de ingresos de Alta Cordillera, S.A. ha sido afectado como consecuencia del cese de operaciones por las condiciones económicas afectadas por la pandemia por COVID19. Según el flujo proyectado, el grupo podría presentar un EBITDA negativo para el año 2021, aunque en los años subsiguientes se tendrá una recuperación progresiva generando un EBITDA positivo. Cabe destacar que el plan de emisión de bonos de Codere Trust es reducido en comparación al flujo generado por Alta Cordillera, mostrando un monto de B/. 3 millones en circulación, lo que permite una adecuada cobertura para el pago de sus obligaciones en intereses.

Factores clave

Los factores que podrían mejorar la calificación son los siguientes:

Liquidez y niveles de solvencia estables en el mediano plazo y situados por encima a los observados durante el periodo de análisis, crecimiento constante de ingresos financieros, patrimonio y utilidad positiva situados por encima al periodo de análisis y contar con garantías en la emisión de Bonos Subordinados.

Los factores que podrían desmejorar la calificación son los siguientes:

decremento significativo en los ingresos por juegos y apuestas, no contar con las provisiones suficientes y retroceso en los indicadores de rentabilidad y solvencia de la empresa.

Limitaciones a la calificación

Limitaciones encontradas: No se encontró limitación alguna en la información enviada.

Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles): i) el sector de casinos muestre una tendencia a la baja de ingresos por intereses y utilidades, que pudiera estar sujeto de políticas debido a restricciones por la pandemia COVID-19.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de Riesgo de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores aprobado el 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2013 a diciembre 2020 de Alta Cordillera, S.A. y de diciembre 2020 de Codere Trust.
- **Proyecciones financieras:** Proyecciones financieras de 2020 a 2024.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos según fue aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019.
- **Contrato de Fideicomiso Emisor**
- **Contrato de Cesión Irrevocable de Flujos de Efectivo**

Hechos Relevantes

- A pesar del decreto presidencial que ordenó el cierre efectivo de todos los establecimientos de juego a partir del 15 de marzo de 2020 producto de la pandemia del COVID-19, tanto en junio como en septiembre 2020 Alta Cordillera desembolsó por completo los pagos de intereses correspondientes.
- El 9 de octubre, a través de un decreto presidencial, se habilitaron las aperturas de los establecimientos de juegos de suerte y azar a partir del 12 de octubre de 2020. De este modo, los casinos de Alta Cordillera comenzaron a operar a partir de dicha fecha.
- El 8 de junio 2021, a través de con lo normado por el Acuerdo No. 3-2008 de 31 de marzo de 2008 según fue modificado por el Acuerdo No. 2-2012 de 28 de noviembre de 2012 de la Superintendencia del Mercado de Valores, Codere trust, Un fideicomiso administrado por ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC., y autorizado para el registro y oferta pública de Bonos por virtud de Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019, informa: 1. La sociedad fideicomitente Alta Cordillera, S. A., que su sociedad controladora Codere, S. A. (España) ha alcanzado un acuerdo de reestructuración con sus acreedores que aseguraría la viabilidad de la compañía, el cual ha sido ratificado por sus actuales accionistas y bonistas. 2. Este acuerdo involucra la constitución de una nueva cabecera del grupo a través de la cual los acreedores de los bonos senior garantizados existente pasarán a tener un 95% del capital y los actuales accionistas un 5%. 3. De momento, este cambio no modifica a los actuales tenedores de las acciones de Alta Cordillera, S. A., ni los términos o condiciones de la emisión de bonos antes referida.
- A pesar de los cierres de los establecimientos de juegos de suerte y azar producto de la pandemia del COVID-19 en la República de Panamá, así como las restricciones de operación en horario nocturno, Alta Cordillera desembolsó por completo la totalidad de los pagos de intereses correspondientes durante todo el trimestre de 2020 y de 2021.
- A partir del lunes 27 de septiembre de 2021, y a través de decreto presidencial, se eliminó el toque de queda nocturno en la Ciudad de Panamá, pudiendo operar 24 horas en dichos establecimientos, situación que no ocurría desde el 15 de marzo de 2020 (previo a la pandemia de COVID-19).

Contexto Económico

Se prevé que a finales del año 2021 la economía mundial se expandirá un +5.6%, siendo este el ritmo posterior a una recesión económica más acelerado en los últimos 80 años debido en gran medida al fuerte repunte de algunas economías principales. Según las perspectivas del Banco Mundial a junio de 2021, muchos mercados emergentes y en vías de desarrollo seguirán luchando contra los efectos adversos de la pandemia COVID-19. A pesar de la reactivación económica, se espera que la producción mundial presente una reducción interanual alrededor de 2.0%, siendo inferior a las proyecciones realizadas antes de la pandemia. Para 2022 las pérdidas de ingresos per cápita no se habrán revertido para aproximadamente dos tercios de los mercados emergentes y economías en desarrollo. Entre las economías de ingreso bajo, en donde la vacunación se ha retrasado, los efectos de la pandemia han anulado los logros obtenidos en materia de reducción de la pobreza y han agravado la inseguridad y otros problemas de largo plazo.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) Las recientes presiones sobre los precios en gran parte reflejan la inusual evolución relacionada con la pandemia y los desajustes transitorios entre la oferta y la demanda. Se prevé que la inflación regrese a los rangos que se registraban antes de la pandemia en la mayoría de los países en 2022 una vez que estas perturbaciones vayan quedando reflejadas en los precios, pero persiste una gran incertidumbre. También se prevé que la inflación sea elevada en algunas economías emergentes y en desarrollo, debido en parte al alto nivel de los precios de los alimentos. Los bancos centrales examinan detenidamente las presiones transitorias sobre la inflación con el fin de

evitar un endurecimiento de las políticas hasta que se tenga una idea más clara de la dinámica subyacente de los precios. La comunicación clara por parte de los bancos centrales sobre las perspectivas de la política monetaria es fundamental para conformar las expectativas de inflación y salvaguardarse de un endurecimiento prematuro de las condiciones financieras. No obstante, existe el riesgo de que las presiones transitorias se vuelvan más persistentes y los bancos centrales posiblemente necesiten tomar medidas preventivas.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), se estima un crecimiento promedio para la región en 2021 a 5,2%, cifra que denota un rebote desde la profunda contracción de 6,8% registrada en 2020 como consecuencia de los efectos adversos producidos por la pandemia de COVID-19. Sin embargo, según lo indicado por la Organización de las Naciones Unidas (ONU), esta expansión no alcanzará para asegurar un crecimiento sostenido ya que los impactos sociales de la crisis y los problemas estructurales de la región se han agudizado y se prolongarán durante la etapa de recuperación. El Banco Mundial indica que la región de América Latina y el Caribe es la más afectada por la pandemia COVID-19, causando un impacto a largo plazo sobre las diferentes economías. a pesar del fuerte impacto, se prevé una mejora en las perspectivas económicas para América Latina y el Caribe este año. Tras una caída del Producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela) registrada en 2020, se espera una vuelta al crecimiento de un 4,4% en 2021.

A junio 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +21.91%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +4.85% en comparación del mismo período del año 2020. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19

En ese sentido, los sectores económicos que presentaron un incremento fueron la pesca (+15.3%), explotación de minas y canteras (+71.2%) y las actividades de servicios sociales y de salud privada (+4.6%). Por otra parte, muchos sectores continuaron con una tendencia negativa dentro de los cuales se pueden destacar los siguientes: hoteles y restaurantes (-54.9%), otras actividades comunitarias, sociales y personales (-48.4%), construcción (-35.1%), hogares privados con servicio doméstico (-20.7%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (-20.4%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (-10.6%). Bajo esta misma tendencia, pero en menor proporción se presentan los siguientes sectores: suministro de electricidad, gas y agua (-8.6%), enseñanza privada (-7.1%), intermediación financiera (-4.3%) comercio por mayor y al por menor (-3.4%) e industrias manufactureras (-2.5%).

La economía panameña sufrió una pronunciada contracción, registrando una caída en la producción de 17.9% en 2020, derivado de las estrictas medidas de contención y restricciones a la movilidad para combatir la pandemia. No obstante, la reactivación de la economía global y políticas macroeconómicas favorables han contribuido a la recuperación económica. El panorama para 2021 es optimista, aunque ante la continua incertidumbre mundial, particularmente a causa del surgimiento de nuevas cepas de COVID-19, existe el riesgo de una tendencia negativa. Como cobertura en contra de estos potenciales factores y riesgos externos, Panamá solicitó una línea de precaución y liquidez por dos años, la cual fue aprobada por la junta directiva del FMI en enero de 2021, por un monto equivalente a 500.0% de la cuota o US\$2.7 mil millones. La prioridad del gobierno es proteger las vidas y salud de la población mediante un programa de vacunación que facilite la sostenibilidad de la reapertura económica y darle continuidad a las políticas públicas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar un crecimiento sostenible e incluyente.

Contexto Sector

En la República de Panamá, los juegos de azar han sido permitidos desde la Constitución de 1904 y a partir de la Constitución de 1941, en donde se estableció que estos juegos podrían ser sujetos de concesiones administrativas, siempre y cuando estuviesen supervisados y fiscalizados por el Órgano Ejecutivo. Sin embargo, a partir de la Constitución de 1946 se eliminó la posibilidad que las actividades relacionadas con los juegos de azar fueran realizadas por el sector privado. A partir de la década de los noventa y en el marco de las reformas económicas que se implementaron con el fin de liberalizar la economía, se abrieron nuevos espacios al sector privado, y se iniciaron las concesiones a las operaciones de juegos de azar, creando un nuevo marco legal e instancia de supervisión y fiscalización. En este sentido, desde 1998, los juegos de azar en Panamá dejaron de ser administrados por el Estado y la privatización dio lugar a la competencia a través de la entrada de distintos operadores.

Con respecto a la regulación, la industria del juego de azar tiene como marco legal el Decreto-Ley No. 2 del 10 de febrero de 1998. Asimismo, el Ministerio de Economía y Finanzas fiscaliza y supervisa la industria a través de la Junta de Control de Juegos (JCJ). Las actividades de esta industria incluyen rifas, tómbolas, promociones comerciales, juegos transitorios, bingos, salas de máquinas tragamonedas, casinos completos y agencias de apuestas de eventos deportivos. Adicionalmente, los casinos e hipódromos deberán pagar una participación de sus ingresos brutos a la Junta de Control de Juegos (JCJ).

En el año 2015 a través del Decreto Ejecutivo 264 de 2015, el Gobierno implementó un impuesto selectivo al consumo de 5.5% sobre los cupones de pago y fichas que contengan una obligación de pago producto de juegos de azar y apuestas, es decir, el impuesto es cobrado a los jugadores que ganen o pierdan, ya que el establecimiento le debe retener este impuesto del monto que cambia en la caja. A partir de dicho impuesto, la asistencia a casinos ha disminuido y, por lo tanto, se ha dado una caída en las apuestas y en la recaudación tributaria.

Análisis del Fideicomitente

Reseña

Alta Cordillera, S.A. y su subsidiaria Hípica de Panamá, S.A. (Fideicomitente), tiene como principal operación proveer servicios de juegos de azar por medio de la operación de casinos. Alta Cordillera es una sociedad anónima constituida el 18 de julio de 1997, de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, la cual firmó un contrato con el Estado Panameño y se le otorgó la concesión para el manejo y administración de los casinos Grupo B, ubicados en los siguientes hoteles: Hotel Panamá, Hotel Washington, Hotel Soloy, Hotel Nacional, Hotel Guayacanes, Hotel Decameron, Hotel Sheraton, Hotel Riande Continental, Hotel Mirage, Hotel Radisson y Hotel Riande Aeropuerto. La sociedad Codere América, S.A.U. posee el 69.5% de las acciones de Alta Cordillera, S.A., la cual es controlada por Codere, S.A. incorporada en España.

Hípica de Panamá, S.A. se constituyó el 11 de abril de 2004, de acuerdo con las leyes de sociedades anónimas de la República de Panamá y su principal actividad son los juegos de azar o actividades que originen apuestas. Hasta el 31 de octubre de 2012, la compañía ha sido controlada por Codere Panamá, S.A. y a partir del 1 de noviembre de 2012, producto de una reorganización societaria en la cual Codere Panamá, S.A. fue absorbida mediante una fusión por Alta Cordillera, S.A. siendo Alta Cordillera la sociedad controladora a partir de esa fecha.

Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta y accionistas comunes, por lo que realizan transacciones entre sí. La oficina principal está ubicada en la Ciudad de Panamá, Calle 50, Ave. Elvira Méndez, Edificio Tower Bank, piso 40.

Fideicomiso Emisor:

CODERE TRUST

El Fideicomiso Emisor fue constituido por Alta Cordillera, S.A. (Fideicomitente). Asimismo, Assets Trust & Corporate Services Inc. fue designado como fiduciario de CODERE TRUST de conformidad con el contrato de Fideicomiso para la ejecución de las obligaciones y desarrollo de los propósitos descritos en dicho contrato. El Fideicomiso Emisor es un vehículo de propósito especial con el único objeto de actuar como emisor de Bonos y garante de la emisión.

Gobierno Corporativo

Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima. El capital social de la compañía totalmente suscrito y pagado está compuesto por 29,900 acciones nominativas con un valor nominal de B/. 1,000 cada una. Por su parte, la reserva patrimonial por fusión de B/. 11,251,028 se originó como consecuencia de la fusión por absorción de Alta Cordillera, Codere Panamá e International Thunderbird. A la fecha, el capital de Alta Cordillera es propiedad en una proporción por 69.5% de Codere América, S.A.U., sociedad que a su vez tiene como accionista final a Codere, S.A. (España). El restante del capital accionario se encuentra distribuido entre otra sociedad relacionada al grupo, Codere Chile Ltda. (5.5%) y una sociedad constituida en Panamá que agrupa a accionistas locales, Ample Fortune (25%). La administración de Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria está conformada por los siguientes miembros:

Accionista	Participación	Plana Gerencial	
		Nombre	Cargo
Codere América, S.A.U	69.5%		
Ample Fortune	25.0%	Lucas Aleman	Director General
Codere Chile Ltda.	5.5%	Carlos de Oliveira	Director de Operaciones Hípicas
Total	100.0%	Carlos Aguado	Director de Auditoría Interna
		Gabriel Amado	Director de Finanzas
		Yolanda Lima Delgado	Subdirectora de Asesoría Legal
		Deysi Linan Flores	Director de Recursos Humanos
		Zaira Paz Small	Director de Cumplimiento
		Pablo Kovalesky	Director de Vigilancia y Seguridad
		Dayra Velásquez	Sub Director de Producto
		Víctor Liao Yau	Gerente de Sistemas Online, Sat e Infraestructura

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Por su parte, el Fideicomiso Emisor (Codere Trust) ha sido constituido con un aporte inicial de US\$ 10,000.00, y ya que es un vehículo legal de propósito especial y no una sociedad, no se aplican los requerimientos de información establecidos en la Sección de Capital Accionario del Acuerdo No. 2-10 del 16 de abril de 2010 de la SMV.

Responsabilidad Social Empresarial

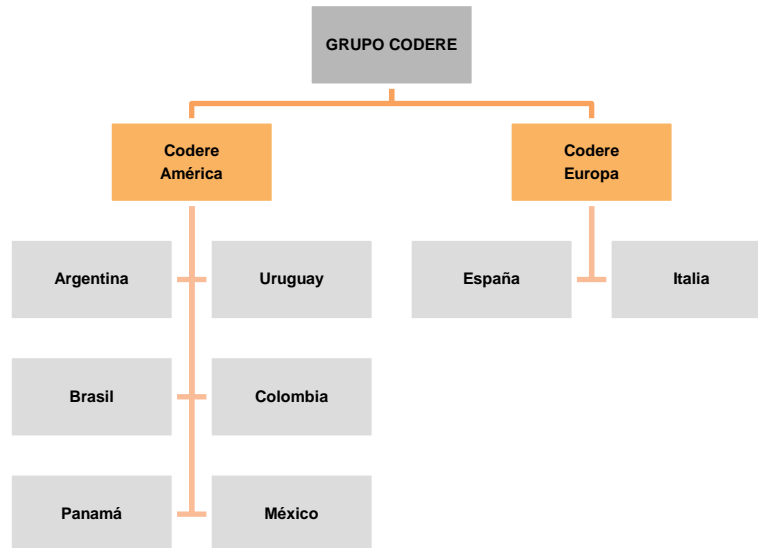
El Consejo de Administración de CODERE, S.A. tiene atribuida la competencia de diseñar, evaluar y revisar las políticas corporativas que rigen las acciones de la sociedad y de las distintas compañías integradas en el grupo. Entre sus políticas, la Responsabilidad Social tiene como objetivo favorecer una cultura, con carácter global, que contribuya a la creación de valor de forma sostenible para la sociedad, los ciudadanos, clientes, accionistas y las comunidades en las que el Grupo desarrolla sus actividades, así como retribuir de forma equitativa a todos los colectivos que contribuyen al éxito de su proyecto empresarial. El Grupo contribuye al desarrollo de las comunidades en las que radica, con medidas dirigidas a fomentar la educación y la cultura, así como proteger a los colectivos vulnerables, tomando en consideración los intereses de su equipo humano, de los accionistas y la comunidad financiera, los organismos reguladores, los clientes, los proveedores, el medioambiente y la sociedad.

Grupo Económico

Codere, S.A. es una multinacional española, referente en el sector del juego privado, con una trayectoria profesional de más de 35 años en el sector. Codere inició operaciones en 1980 en España, como empresa operadora de máquinas de juego y ha diversificado su actividad en la industria. Actualmente opera terminales de juego, salas de juego, puntos de apuestas, hipódromos y actividad online.

El Grupo Codere está estructurado por regiones geográficas y distintas unidades de negocio, desarrollando su actividad en Europa y Latinoamérica. Codere Europa engloba las actividades en España e Italia y Codere Latinoamérica centraliza por países el control de las operaciones de cada una de las áreas de actividad. Desde 2016, la Compañía integra las operaciones de México, Panamá y Colombia bajo la misma dirección. Asimismo, en Madrid se ubican la sede y los servicios centrales de la Compañía, responsable de la estrategia global y de las políticas corporativas, las relaciones institucionales, la gestión de las actividades comunes y la coordinación de la actividad de las unidades geográficas de negocio.

ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO



Fuente: CODERE, S.A./ Elaboración: PCR

Operaciones y Estrategias

Operaciones

El Fideicomitente Alta Cordillera, S.A. es una empresa que participa en la industria del Juego de Azar y carreras de caballos en la República de Panamá. En Panamá¹ deportivas y 1 hipódromo. Codere Panamá opera el único hipódromo activo en Centroamérica, el Hipódromo Presidente Remón. Junto al Hipódromo, desarrollan su actividad las agencias hípcas que a través del “simulcasting”, permiten la apuesta en vivo a las carreras realizadas tanto en el país como en el extranjero. Dichas agencias funcionan comercialmente bajo la marca Turff Bet & Sports Bar. Con respecto a las salas de juego, Codere Panamá gestiona 11 casinos que se integran bajo la marca “Crown”, siendo el tercer mercado de salas de juego más grande del Grupo.

Estrategias corporativas

En 2016, Codere Panamá renovó el 19% del parque de máquinas y dentro de la estrategia de optimización del producto existente, hubo más de cincuenta cambios de juegos. Asimismo, durante el 2017 se efectuaron inversiones en Panamá para mantenimiento, las cuales representaron el 16% de la inversión en mantenimiento del Grupo en el año. Esta inversión incluye la renovación de las licencias de ocho de los casinos y la licencia del Hipódromo Presidente Remón, incluyendo las 50 agencias asociadas para las apuestas hípcas y la sala de máquinas Crown. Con esta renovación, las licencias se han extendido hasta el 2038. Asimismo, el 90.9% de los casinos tendrá la cobertura de sus licencias durante la vigencia del Programa Rotativo, estos casinos representan el 95.1% de los ingresos totales de casinos. En el siguiente cuadro se muestra los vencimientos de las licencias:

Casino	Ubicación	Vencimiento Licencia
Hotel Sheraton	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Continental	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Soloy	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel El Panamá	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Radisson	Ciudad de Colón	23-sep-30

¹ Los puntos de apuestas excluyen 41 agencias asociadas para las apuestas hípcas.

Hotel Guayacanes	Chitre	15-oct-22
Hotel Nacional	David	12-jul-38
Hotel Mirage	David	12-jul-38
Hotel Riande Aeropuerto	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Aloft	Ciudad de Panamá	5-feb-36
Hipódromo	Ciudad de Panamá	31-dic-37

Fuente: Alta Cordillera, S.A./ Elaboración: PCR

Debilidades

- Los ingresos de Alta Cordillera han tenido un comportamiento decreciente, mostrando una disminución promedio de 19% en los últimos cinco años, incidiendo en la utilidad de la entidad.
- Alta Cordillera y Subsidiaria, S.A., como filial de Grupo Codere, es solidaria de las emisiones que tiene el Corporativo, con una calificación internacional B.
- Durante el último año, la empresa ha tenido una alta dependencia de su Casa Matriz, ya que ha adquirido obligaciones financieras con el Grupo dado que se encuentra invirtiendo en la apertura de dos casinos (ampliación del Riande Aeropuerto y apertura de La Chorrera). Sin embargo, anteriormente la compañía era generadora de excedentes de flujos de efectivo, los cuales eran repatriados a Casa Matriz.

Amenazas

- Como resultado de la implementación en el año 2015 del impuesto selectivo al consumo de 5.5% sobre el monto que el jugador cambia en la caja, se ha dado una caída en las apuestas en Panamá.
- Debido a la desaceleración general de la economía panameña, se ha reflejado una menor asistencia a los casinos.
- En Panamá, la industria de juegos de azar es altamente competitiva, por lo que las empresas que pertenecen a este sector deben de implementar fuertes estrategias comerciales.

Plan de contingencia COVID-19

Debido a la pandemia la compañía realizó iniciativas que actualmente son ahorros plenamente capitalizados y permanentes por un total de 6.149 mil balboas por año. Los puntos más relevantes son:

- Renegociación de alquileres de los principales casinos: Sheraton, Aloft, Continental y Panamá con bajas en todos ellos superiores al 30%.
- Electricidad: Reducción del parque de máquinas no rentable.
- Mantenimiento y Limpieza: Reducción de la plantilla de mantenimiento tercerizada.
- Salarios: Reducción del personal operativo de casinos.

Posición competitiva

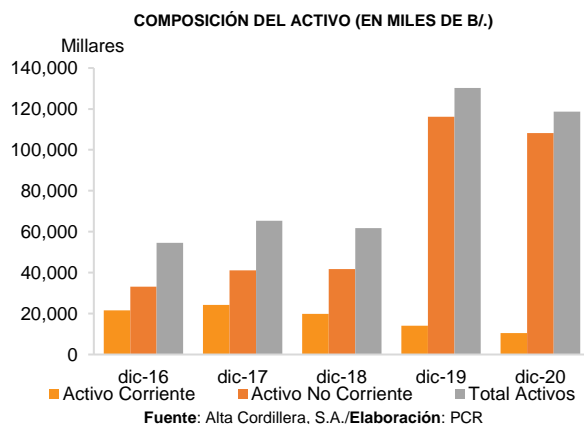
En la industria de Juegos de Azar y apuestas en la República de Panamá existen dos grandes operadores, incluyendo Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria que opera 11 casinos completos en todo el territorio y el único hipódromo que opera en el país. El otro gran operador es Gaming and Services, S.A. que opera salas con máquinas tragamonedas tipo A y cuenta con 27 casinos en todo el país. Asimismo, existen otros operadores de casinos como ACN, S.A., American Gaming Corp., Royal Casino At The Marriott, entre otros.

Análisis Financiero

Activos

A diciembre de 2020, los activos de Alta Cordillera, S.A. se ubicaron en B/. 118.7 millones, mostrando un decremento interanual de B/. 11.5 millones (-8.8%), como consecuencia del decremento en los activos corrientes en B/. 3.6 millones (-25.4%) y en los activos no corrientes en B/. 7.9 millones (-6.8%). El activo corriente disminuyó en B/. 3.6 millones (-25.4%) a raíz de la disminución en B/. 2.4 millones (-67.5%) de las cuentas por cobrar y de la contracción en B/. 1.7 millones (-54.8%) en otros activos, esta cuenta está conformada por anticipo de los proveedores e impuesto sobre la renta pagado por anticipado, ambas mostraron un decremento de B/. 1.4 millones (-59.1%) y B/. 298 miles (-14.2%). Las únicas cuentas que mostraron un incremento fue el efectivo en B/. 1.6 millones (+57.7%), derivado principalmente de la apertura de una cuenta a plazo fijo a Capital Bank, cumpliendo así con uno de los requisitos exigidos por Compañía Hípica de Panamá para poder realizar depósitos en cuentas corriente que serán provenientes de actividades de apuestas deportivas online por un total de B/. 200 miles y los intereses por cobrar en B/. 16.1 miles (+284.3%), derivado del interés por cobrar a Asset Trust, debido a los bonos colocados al cierre del 2020, para totalizar un saldo de B/. 4.3 millones para el efectivo y B/. 21.7 miles en los intereses por cobrar respectivamente.

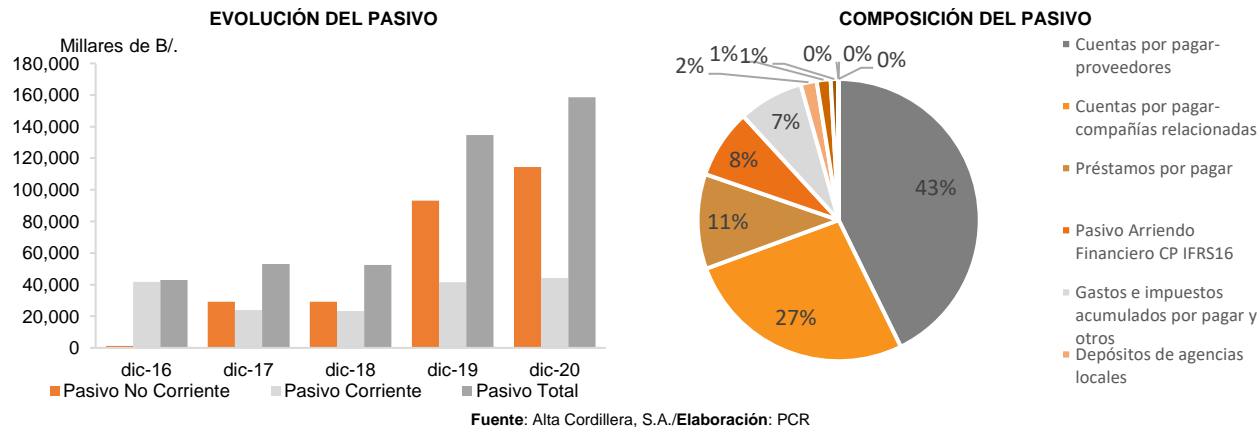
Por otro lado, los activos no corrientes totalizaron B/. 108.2 millones, mostrando un decremento de B/. 7.9 millones (-6.8%). Este decremento estuvo liderado por los Activos intangibles en B/. 2.8 millones (-14.4%) y en Mejoras, mobiliario y equipo en B/. 2.7 (-15.4%), adicional se observan decrementos importantes en impuestos sobre la renta diferidos en B/. 1.4 millones (-54.6%) y en Activo por derecho de uso IFRS16 en B/. 1.4 millones (-1.4). Esta cuenta totalizó B/. 71.7 millones y representó el 66.3% del total de los activos no corrientes. Asimismo, los activos intangibles y las mejoras representaron, conjuntamente, el 28.8% del total de los activos no corrientes; mostrando saldos de B/. 16.6 millones y B/. 14.6 millones, respectivamente.



Pasivos

A la fecha de análisis, los pasivos totalizaron B/. 158.6 millones, evidenciando un incremento de B/. 23.9 millones (+17.7%) derivado del incremento pasivo registrado como pasivo arriendo financiero (a largo plazo) como contraparte al registro del activo que se encuentran arrendando. El pasivo corriente totalizó B/. 44.2 millones, mostrando un incremento significativo dado que se registraron mayores cuentas por pagar a compañías relacionadas en B/. 5.5 millones (+47%) y cuentas por pagar a proveedores en B/. 1.6 millones (+15.1%), a pesar del decremento en el registro del pasivo arriendo financiero a corto plazo por B/. 4 millones (-25.5%).

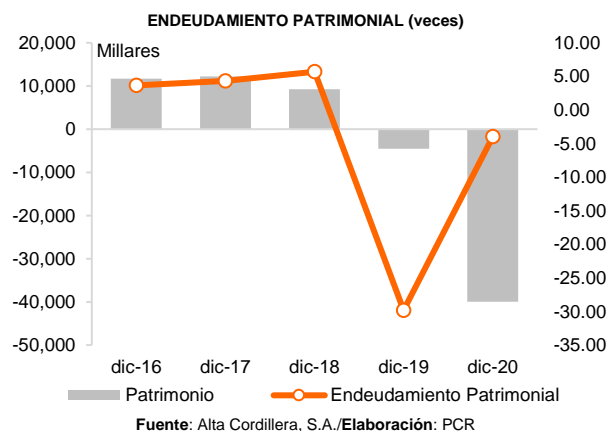
En el pasivo no corriente, se puede observar un incremento en todas las cuentas del pasivo, principalmente en el financiero a largo plazo, la cual corresponde al pago de los arrendamientos del activo, esta totalizó B/. 67.8 millones y representó el 59.2% del total de los pasivos no corrientes dado que se observó un incremento en los préstamos mantenidos con las compañías relacionadas en B/. 13.7 millones (+48.1%), esto como consecuencia del incremento de la deuda mantenida con Codere New Co. S.A. en B/. 13.7 millones (+3.1 veces) y los depósitos de agencias locales en B/. 10 millares (+15.1%). Por otro lado, la variación de las cuentas por pagar a compañías relacionadas (+48.1 %) es consecuencia del incremento de la deuda mantenida con Codere New Co. S.A. en B/. 3.5 millones (+49.5%) y Codere International en B/. 1.9 millones (+62.5%).



Patrimonio y endeudamiento

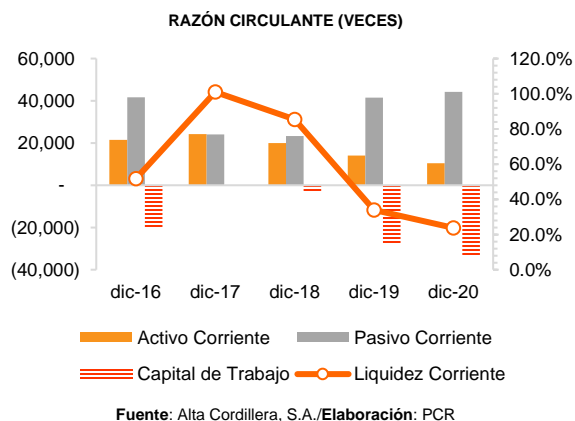
Al 31 de diciembre de 2020, el patrimonio de Alta Cordillera y subsidiarias totalizaron un saldo negativo de B/. 39.9 millones, evidenciando una importante contracción de B/. 35.4 millones (-7.8 veces) donde el capital en acciones, aportes por fideicomitente y la reserva patrimonial por fusión no mostraron variaciones, sin embargo, el déficit acumulado sí mostró un importante incremento de B/. 26.6 millones, generando el mayor impacto en el saldo negativo del patrimonio. Adicionalmente, la participación no controladora presentó un saldo negativo de B/. 9.9 millones, lo que afectó más negativamente al patrimonio. Esta contracción del patrimonio generó indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos. El endeudamiento patrimonial (pasivo/patrimonio) totalizó en -4 veces, evidenciando una gran mejora interanual en comparación al año anterior (diciembre 2019: -29.8 veces), pero siendo inferior al promedio de los últimos 5 años anteriores (-2.2 veces).

Actualmente Alta Cordillera se encuentra en proceso de capitalización de parte de la deuda del monto recibido desde inicios de 2020 por la pandemia de COVID-19, por un valor aproximado de 20 millones de USD. Se espera mejorar los resultados a 2021 que han sido afectados por los cierres de COVID-19. Toda la deuda tomada por Alta Cordillera S.A. corresponde a fondeos de Casa Matriz, por lo cual esto representa una ventaja para la compañía y su plan de capitalización.



Liquidez y Flujo de Efectivo

Derivado de la disminución del activo corriente en B/. 3.6 millones (-25.4 %) y al aumento interanual del pasivo corriente en B/. 2.7 millones (+6.5%), el capital de trabajo totalizó en saldo negativo de B/. 33.7 millones, a diferencia del año anterior donde presentó un saldo menos negativo de B/. 27.4 millones por lo que la razón circulante a diciembre 2020 totalizó en 0.24 veces, inferior en comparación al periodo anterior (diciembre 2019: 0.34 veces). El índice de liquidez inmediata (efectivo y cuentas por cobrar corrientes/pasivos corrientes) se ubicó en 12.3% evidenciando niveles más inferiores en comparación al año anterior (diciembre 2019: 15%).



Cabe resaltar que se realizó un análisis de flujo de caja de la empresa para las actividades de operación, inversión y financiamiento.

El efectivo al final del año presentó un aumento de B/. 1.4 millones (+50.4%) totalizando B/. 4.1 millones, este aumento se debe principalmente por los flujos de efectivo en las actividades de Financiamiento, este incremento es derivado por los préstamos con las compañías relacionadas en B/. 16.4 millones, derivado del financiamiento recibido con las compañías relacionadas Codere new Company y Codere International.

De no haber recibido el financiamiento por parte de las compañías relacionadas, el flujo de caja sería negativo para la fecha de análisis, adicional se observa que el efectivo a fin de año de B/. 4.1 millones no son suficientes para pagar los gastos financieros, ya que los gastos financieros se mantienen por encima de B/. 10 millones en los últimos años. Los dos flujos de efectivo anteriores fueron menores (B/. 10.7 millones) que el flujo de efectivo de actividades de financiamiento (B/. 12.1 millones), lo cual muestra el valor positivo y un aumento del efectivo al final de la fecha de análisis.

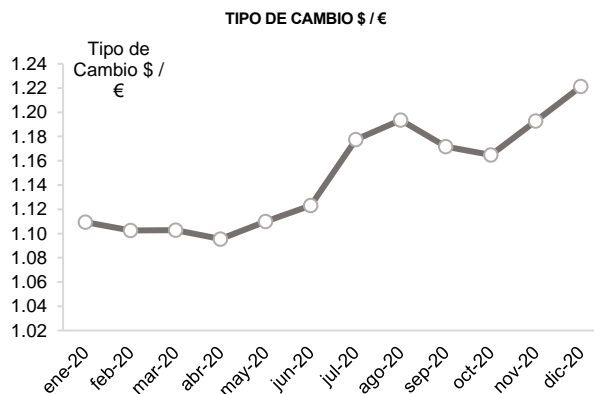
Flujos de efectivo

Flujos de efectivo cifras expresadas en Balboas B/.	2020	2019
Flujo efectivo de las actividades de operación		
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de operación	-7,036,654	17,183,210
Flujo efectivo en actividades de inversión		
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de inversión	-3,710,461	-7,673,278
Flujo efectivo en actividades de financiamiento		
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de financiamiento	12,111,497	-12,796,258
Efectivo al inicio del año	2,709,791	5,996,117
Efectivo final del año	4,074,173	2,709,791

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Riesgo Cambiario

Como resultado de las operaciones que Alta Cordillera, S.A. mantiene con compañías relacionadas en Euros, los resultados pueden ser afectados por los movimientos de dicha moneda. El tipo de cambio se mantuvo con variaciones durante el año 2020, derivado de la Pandemia COVID-19. El VaR de exposición al tipo de cambio para la fecha de análisis es de 1.23.

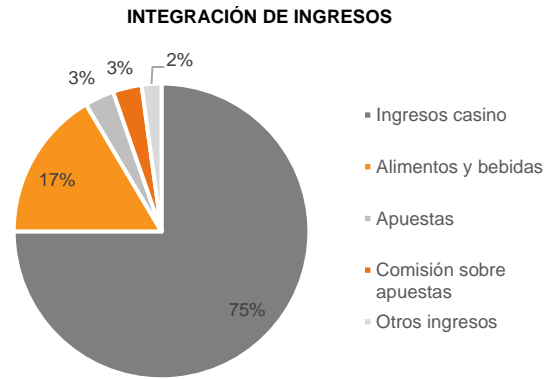
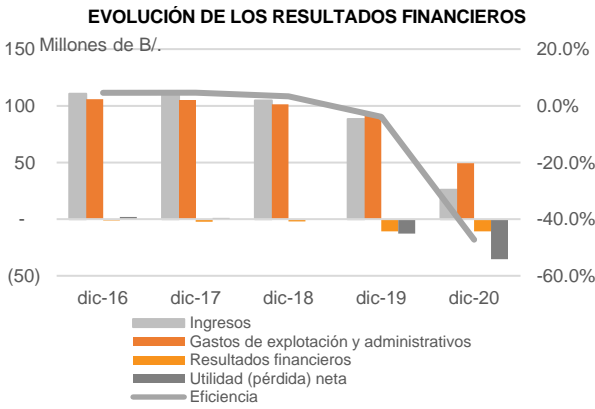


Fuente: FRED Economic Data/Elaboración: PCR

Resultados Financieros

A la fecha de análisis, los ingresos de Alta Cordillera totalizaron B/. 25.9 millones, registrando una importante disminución interanual de B/. 62.3 millones (-70.6%), donde los ingresos por casino disminuyeron B/. 44.9 millones (-69.8%), alimentos, bebidas disminuyeron B/. 2.9 millones (-83.6%); mientras que apuestas y comisión sobre apuestas disminuyeron, en conjunto, B/. 9.9 millones (-66%). Por su parte, los otros ingresos disminuyeron en B/. 4.6 millones (-84.5%) y corresponden al alquiler, taquilla y transacciones de caja. Por su parte, los gastos de explotación y administrativos también mostraron contracciones considerables interanuales de B/. 42.6 millones, para totalizar B/. 49.3 millones. Esta contracción se debió, principalmente, a las disminuciones presentadas en otros gastos en B/. 22.9 millones (-59.6%), derivado principalmente de las disminuciones interanuales en Publicidad, Aseo de edificio, servicios públicos básicos, Consumo y gastos externos en B/. 5.7 millones (-70.3%), participación de junta de control de juegos B/. 7.5 millones (-69.6%), y los gastos de personal respectivamente B/. 6.6 millones (-43.7%). Cabe resaltar que la compañía mostró un decremento en todas sus cuentas, a excepción del gasto correspondiente a la amortización de derecho de uso por un saldo de B/. 8.9 millones, el cual se encuentra ligado a las cuentas por arrendamiento presentadas en el balance, mostrando un leve incremento de B/. 10.7 miles (+0.1%).

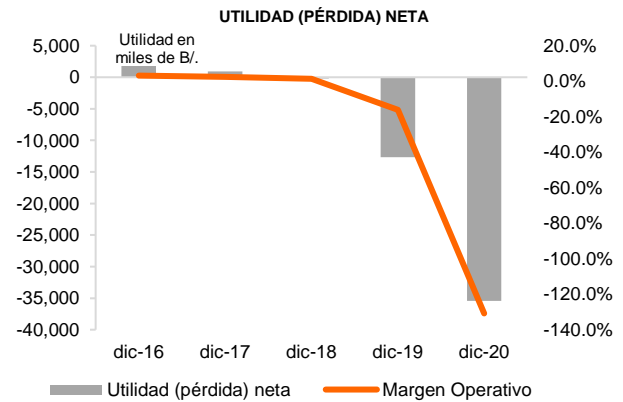
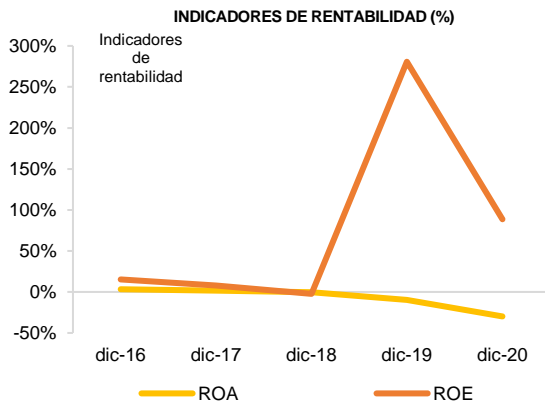
Adicionalmente, los ingresos financieros también disminuyeron B/. 500 milles (-1.7 veces) y los gastos financieros decrecieron en B/. 348 milles (-9.1%). Por lo tanto, los resultados financieros netos totalizaron en saldo negativo de B/. 10.7 millones (+0.5), siendo significativamente mayores a los resultados del año anterior (B/. -10.6 millones). Estos resultados aunados al margen operativo (utilidad o pérdida de explotación) y al impuesto sobre la renta (B/. 1.4 millones) ocasionó una desmejora significativa en el resultado neto del ejercicio al pasar de una pérdida de B/. 12.7 millones, en diciembre de 2019, a una pérdida de B/. 35.4 millones, a la fecha de análisis.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Rentabilidad

A diciembre 2020 se reportó una pérdida neta de B/. 35.4 millones como consecuencia de la contracción de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino (-69.8%), por apuestas (-65.5%), otros ingresos (-84.5%) y de alimentos y bebidas (-83.6%); así como el pago del arrendamiento y la amortización de derecho de uso. De igual forma, los ingresos provenientes de comisiones sobre apuestas y otros ingresos correspondientes a alquiler, taquilla y transacciones de caja se vieron afectados por la pandemia COVID-19. En este sentido, combinado con el decremento en los activos totales de la compañía a 2020 en B/. 11.5 millones, los indicadores de rentabilidad ROA se posicionaron en -29.9% y mostrando importantes desmejoras interanuales para el ROA (diciembre 2019: ROA 280.7%), por su parte el ROE se posicionó en 88.72% (diciembre 2019: 280.7%), estos valores no son representativos para el análisis dado que en ambos períodos se obtuvo una pérdida y un patrimonio negativo, el resultado positivo presentado por el ratio entre la utilidad del periodo y su patrimonio para 2019 y 2020 es un reflejo de la proporción negativa menor de dicha utilidad ante el descenso más importante de este segundo.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Instrumento Calificado

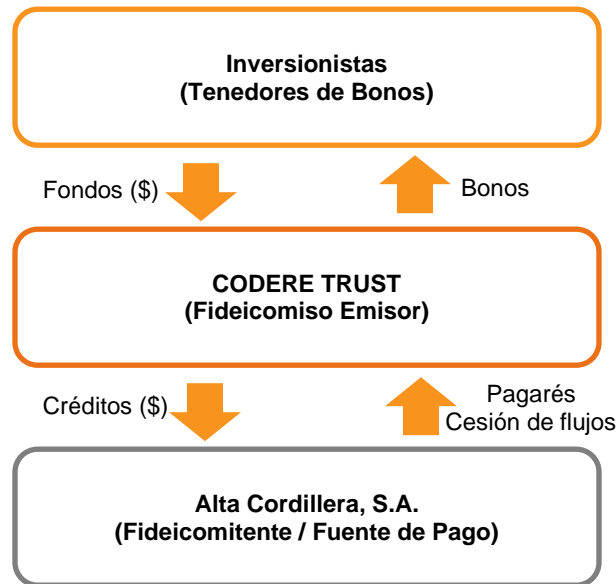
PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	CODERE TRUST (Fideicomiso Emisor)
Fideicomitente:	Alta Cordillera, S.A.
Instrumento:	Bonos Corporativos Rotativos
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América
Monto de la Oferta:	Hasta US\$ 25,000,000
Plazo de la emisión:	5 años
Tasa de interés:	La tasa de interés de cada una de las series será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo enviado a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la fecha de oferta.
Garantías:	La emisión no cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios.
Bienes Fiduciarios:	<p>Aporte inicial de US\$ 10,000</p> <p>El dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario.</p> <p>Derechos Económicos significa todos los valores en efectivo derivados de la operación diaria de los Casinos Crown operados y/o administrados por Alta Cordillera S.A. y Subsidiaria y que representen un ingreso dentro de la operación diaria de dichos casinos y que Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria cede de manera irrevocable, excluyendo expresamente pagos recibidos de dichos establecimientos mediante tarjeta de crédito u otros medios de pago electrónicos. Los 11 establecimientos que conforman los casinos en operación de Alta Cordillera S.A. más el que iniciará operaciones en el último trimestre del año 2019, para un total de 12 establecimientos.</p> <p>Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de Créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente documentados mediante pagarés hasta por US\$ 25,000,000 más intereses que el Fideicomitente emitirá a favor del Fideicomiso Emisor.</p> <p>Los dineros, bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que dimanen, accedan o se deriven de los Bienes Fiduciarios, incluyendo los Créditos y los Beneficios Económicos en caso de que el Fiduciario proceda con la venta de los mismos de conformidad con los términos de este Contrato de Fideicomiso; y cualesquiera otros bienes que, de acuerdo a instrucciones que el Fideicomitente le presente al Fiduciario, de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso de conformidad con sus términos.</p> <p>Reserva para el Pago de Interés: El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear esta reserva, y de ser así, se podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicha reserva para el pago de interés. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.</p> <p>Fondo de Reserva para Amortización de Capital: No tiene la obligación de crear este fondo, sin embargo, el Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de crear dicho fondo y de ser así, podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.</p>
Forma y denominación de los bonos:	Los Bonos serán emitidos en forma rotativa, global, nominativa, registrada y sin cupones, en denominaciones de (US\$ 1,000) o sus múltiplos.
Pago de Capital:	La Fecha de Vencimiento, así como el cronograma de amortización de capital, si fuese el caso, de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s).
Fechas de Pago:	Los intereses se pagarán trimestralmente al final de cada periodo, hasta la fecha de vencimiento.
Redención anticipada:	El Fideicomiso Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de la misma. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total deberá ser efectuada en una fecha designada como Fecha de Pago.
Uso de los fondos:	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los fondos recibidos por el Fideicomitente serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales corporativos del Fideicomitente.
Recursos Provenientes de la Emisión:	Los dineros que sean recibidos del público inversionista como producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario de la República de Panamá.
Agente de Pago, Registro y Transferencia:	Canal Securities, Corp.
Casa de Valores:	Canal Securities, Corp. Y Sweet Water Inc.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Fiduciario:	Assets Trust & Corporate Services, Inc.

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Estructura del Programa Rotativo

Alta Cordillera, S.A. constituyó un fideicomiso emisor bajo la denominación de Codere Trust, para financiarse en el mercado de capitales a través de la emisión de bonos. En este sentido, Codere Trust emite y coloca los bonos hasta por US\$ 25 millones a través de la Bolsa de Valores de Panamá. Al mismo tiempo, Codere Trust presta los fondos producto de la emisión a Alta Cordillera, S.A. a través de un contrato de crédito que replica los términos de la emisión en donde cada desembolso está respaldado por un pagaré. Alta Cordillera, S.A. utilizará dichos fondos para usos generales corporativos como proyectos de expansión e inversiones de capital. Para respaldar el préstamo, Alta Cordillera cede irrevocablemente los ingresos en efectivo de sus 11 casinos más el que iniciará operaciones en 2019. Por último, Codere Trust les paga a los inversionistas los intereses y el capital correspondiente con los flujos cedidos de Alta Cordillera.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Garantías

La emisión no cuenta con garantías reales o personales, sin embargo, estará respaldada por los bienes fiduciarios entre los cuales se incluyen:

- **Aporte inicial:** Suma inicial de US\$ 10,000, depositadas en las Cuentas del Fideicomiso.
- **Recursos provenientes de la emisión de bonos:** el dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los bonos en el mercado primario.
- **Derechos económicos:** Derechos Económicos significa todos los valores en efectivo derivados de la operación diaria de los Casinos Crown operados y/o administrados por Alta Cordillera S.A. y Subsidiaria y que representen un ingreso dentro de la operación diaria de dichos casinos y que Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria cede de manera irrevocable, excluyendo expresamente pagos recibidos de dichos establecimientos mediante tarjeta de crédito u otros medios de pago electrónicos. Los 11 establecimientos que conforman los casinos en operación de Alta Cordillera S.A. más el que iniciará operaciones en el último trimestre del año 2019, para un total de 12 establecimientos.
- **Los Créditos:** Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de Créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente por un monto de hasta Veinticinco millones de Dólares (US\$25,000,000.00) más intereses. Los Créditos otorgados por el Fideicomiso Emisor al Fideicomitente estarán documentados mediante pagarés hasta por US\$25,000,000.00 más intereses que el Fideicomitente emitirá a favor del Fideicomiso Emisor.
- Los dineros, bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que dimanen, accedan o se deriven de los Bienes Fiduciarios, incluyendo los Créditos y los Beneficios Económicos en caso de que el Fiduciario proceda con la venta de los mismos de conformidad con los términos de este Contrato de Fideicomiso.

BIENES FIDUCIARIOS		
Garantía	Monto	Condición
Aporte inicial	\$10,000	El monto será depositado en las Cuentas del Fideicomiso.
Cesión de Derechos Económicos sobre la operación diaria de 11 casinos Crown más el que iniciará operaciones en 2019 con un total de 12 establecimientos.	\$44,500,000	Todos los valores en efectivo derivado de la operación diaria de los Casinos Crown administrados por Alta Cordillera, S.A. excluyendo pagos recibidos mediante tarjeta de crédito u otros pagos electrónicos, hasta por US\$ 25 millones más intereses.
Pagarés a favor del Fideicomiso Emisor	\$44,500,000	Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso en virtud de los créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente por un monto de hasta US\$ 25 millones más intereses.

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Adicionalmente, el Fideicomiso Emisor informará a través de Suplemento Informativo, si las Series contarán con otros bienes fideicomitados, los cuales se detallan a continuación:

- **Reserva para el Pago de Interés:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear dicha reserva, y de ser así, se podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicha reserva. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.
- **Fondo de Reserva para Amortización de Capital:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear este fondo, sin embargo, se reserva el derecho de crear dicho fondo y de ser así, podrá mantener en las cuentas

fiduciarias dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.

Los flujos de efectivo cedidos al Fideicomiso tendrán el siguiente orden de prelación:

- **Casinos de la Lista A:** se ha estimado que los flujos de efectivo cedidos provenientes de los Casinos de la Lista A satisfacen los requerimientos del Requerimiento Mensual de Reserva para el Pago de Interés y de la Cuenta de Fondo de Amortización de Capital. Los Casinos de la Lista A cuentan con un plazo de hasta el día 20 de cada mes para cubrir estos requerimientos.
- **Casinos de la Lista B:** si llegado el día 20 del mes, los flujos generados por Casinos de la Lista A no han cubierto los requerimientos de la Cuenta de Reserva de Pagos de Intereses y de la Cuenta de Fondo de Amortización de Capital, el Fiduciario dará instrucciones para que los flujos generados por los Casinos de la Lista B sean depositados en la Cuenta de Concentración, en adición a los flujos generados por los Casinos de la Lista A hasta cumplir con los requerimientos.

Asimismo, el Fideicomiso Emisor mantendrá las siguientes cuentas:

- **Cuenta de concentración:** cuenta bancaria de ahorro o corriente donde se depositará el dinero producto de la venta de bonos, la cesión de los derechos económicos provenientes de las operaciones del Fideicomitente, y el dinero que se reciba en virtud de los créditos otorgados al Fideicomitente. El dinero que se reciba de la cesión de derechos económicos será acumulado en esta cuenta hasta alcanzar el Requerimiento Mensual de Reserva para el pago de interés², para pagar los gastos de emisión, para otorgar préstamos al Fideicomitente, constituir la reserva fija de intereses (si se cuenta con esta reserva) y la amortización de capital.
- **Cuenta de reserva de pago de intereses:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear una reserva de pago de intereses, y de ser así, se podrá mantener en una cuenta bancaria de ahorro o corriente, el saldo correspondiente a los trimestres de pago de intereses sobre el monto emitido y en circulación. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.
- **Cuenta del Fondo de Amortización:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear un Fondo de Amortización, y de ser así, podrá mantener en una cuenta de inversión dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva. Estos fondos podrán ser invertidos en depósitos a plazo fijo y otros instrumentos de renta fija con vencimientos no mayor a tres años.

Redención Anticipada

El Fideicomiso Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de la misma. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total deberá ser efectuada en una fecha designada como Fecha de Pago.

Pago de Capital

La Fecha de Vencimiento, así como el cronograma de amortización de capital, si fuese el caso, de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicado a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s). Asimismo, Alta Cordillera, S.A. cuenta con diversas opciones para hacerle frente al pago del capital de los bonos detalladas a continuación:

- **Flujos de la operación:** los flujos derivados de la operación de los casinos son suficientes para cubrir el pago de intereses y amortizar el capital parcialmente, ya que el emisor tiene la facultad de decidir qué series cuentan con un fondo de reserva de amortización.
- **Emisión de nuevas series:** como es un programa rotativo, el emisor tiene la capacidad de emitir nuevas series para repagar los saldos por vencer.
- **Financiamiento privado:** Alta Cordillera, S.A. mantiene relaciones con fondos de capital privado en Estados Unidos especializados en otorgar préstamos a empresas en el sector de juegos de azar, pudiendo acudir a estas líneas para el pago del capital de los bonos.
- **Financiamiento corporativo:** Alta Cordillera, S.A. puede adquirir un préstamo a través del corporativo en España (Grupo Codere) para el pago de los bonos.

Destino de los Recursos

El Fideicomiso Emisor recibirá con el presente Programa aproximadamente US\$24,657,330 neto de comisiones y gastos estimados. El Fideicomiso Emisor utilizará estos fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los fondos recibidos por el Fideicomitente serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales corporativos del Fideicomitente.

Por lo tanto, los requerimientos de recursos que serán financiados por el Fideicomiso Emisor estarán a cargo de Alta Cordillera S.A. en calidad de Fideicomitente.

² El valor correspondiente al pago de interés trimestral del monto emitido dividido entre tres (3) ya que los fondos se aprovisionarán mensualmente.

Recursos provenientes de la Emisión de Bonos

Los dineros que sean recibidos del público inversionista como producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario de la República de Panamá.

Bonos en circulación

Actualmente, Alta Cordillera, S.A. y subsidiarias tiene dos series de su Programa Rotativo de Bonos Corporativos (Serie A y Serie B), sin embargo, solamente una de ellas ha sido colocada. La Serie A tiene un monto colocado de US\$ 3 millones, en donde la última colocación se realizó en marzo de 2020 y la Serie B tiene disponible para colocar los US\$ 3 millones. Una de las diferencias entre cada una de las series radica en la tasa de interés ya que la Serie A paga una tasa de 7.5 % anual, mientras que la Serie B pagaría una tasa de 6.5 % anual. Ninguna de las dos series cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los bienes fiduciarios.

BONOS CORPORATIVOS ROTATIVOS		
Serie:	A	B
Monto inicial:	US\$ 6,000,000	US\$ 3,000,000
Monto total colocado:	US\$ 2,988,000	US\$ 0
Tasa:	7.50 % anual fijo	6.50 % anual
Frecuencia de pago de intereses:	Los días 26 de noviembre, febrero, mayo y agosto de cada año hasta su vencimiento	Los días 11 de diciembre, marzo, junio y septiembre de cada año hasta su vencimiento
Pago de capital:	Al vencimiento	Al vencimiento
Base de cálculo:	Días calendario /360	Días calendario /360
Fecha de oferta:	22 de agosto de 2019	9 de septiembre de 2019
Fecha de emisión:	26 de agosto de 2019	11 de septiembre de 2019
Fecha de vencimiento:	26 de agosto de 2024	11 de septiembre de 2021
Redención anticipada:	Podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir del 26 de agosto de 2022	Los Bonos Corporativos de la Serie B no tendrán redención anticipada
Uso de los fondos	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los cuales serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los cuales serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales
Garantías	No cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios	No cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Plan de contingencia COVID-19

La compañía no solicitará una extensión de plazo para la cancelación de los bonos dado que el monto de los bonos en circulación puede ser pagado en su totalidad de ser necesario (US\$ 3 millones), dado el EBITDA que estará generando la compañía en 2024, es un escenario que se estima ya sin el impacto generado por la pandemia COVID-19.

Proyecciones Financieras

A la fecha de elaboración de este informe, el Fideicomiso Emisor realizó ajustes a las proyecciones del flujo de efectivo, tomando en consideración el impacto en la economía en el año 2020 a raíz de la pandemia por COVID19. Es importante mencionar que el flujo de ingresos para el 2020 se ve fuertemente afectado debido al cese de operaciones a inicios del año, este flujo de ingresos toma en consideración la reapertura de los casinos y juegos de azar hasta el mes de octubre. A pesar de la reducción de los gastos operativos, se genera un EBITDA negativo para este año. Para el año 2021 en adelante se espera una recuperación gradual del flujo de ingresos lo que genera un EBITDA positivo para los años subsiguientes.

Dentro de los planes de Alta Cordillera, S.A. se tiene en consideración los gastos por inversión en capital de trabajo, así como inversión en mantenimiento, licencias y una expansión del casino en el sector de La Chorrera, específicamente para el año 2021. Tomando en consideración estos gastos de inversión, se genera un flujo de caja libre negativo para el 2020 y positivo desde el año 2021 al 2024.

Por su parte, a diciembre 2020, se tiene un monto en circulación sobre la emisión de deuda de B/. 3 millones de la Serie A de los Bonos Corporativos Rotativos. Dentro de los planes de emisión de deuda, se espera aumentar a un monto total de B/. 5 millones en el año 2021 y hasta un total de B/. 10 millones para el 2022 y mantenerlo hasta 2024. Cabe destacar, que el monto esperado de la emisión es pequeño en comparación al flujo de ingresos que se genera por parte del Fideicomiso Emisor, con una cobertura de 8.9 del flujo de caja libre sobre gastos financieros en 2022 y hasta 14.1 en el año 2024. Cabe mencionar que los únicos años que detalla valores negativos en la cobertura es el período de 2020 y 2021, derivado que son los únicos períodos con un EBITDA negativo, derivado de la disminución de los ingresos en comparación de los gastos. Es importante mencionar, que en caso de ser necesario, el Emisor tiene la garantía de tomar el flujo de ingresos proveniente de Alta Cordillera, S.A. para el pago de los intereses; por lo que a la fecha de análisis, el pago de intereses sobre las series emitidas han sido pagadas.

PRESUPUESTO 2020

Cifras en B/.	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo operativo	Real	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.
Ingresos por juegos - apuestas	22,310,256	56,386,187	87,216,722	93,931,495	98,772,861
Otros ingresos	1,430,656	1,399,139	2,153,916	2,451,903	2,794,093
Impuestos sobre apuestas	(3,221,493)	(8,004,385)	(12,380,980)	(13,334,186)	(14,021,449)
Gastos operativos	(25,465,240)	(38,073,969)	(52,749,342)	(55,709,046)	(58,511,373)
EBITDA Operacional	(4,945,821)	11,706,972	24,240,315	27,340,167	29,034,132
Gastos Centrales	(7,621,845)	(8,561,778)	(10,021,980)	(10,359,114)	(10,027,599)
Utilidad operativa excl. D&A (EBITDA)	(12,567,666)	3,145,194	14,218,335	16,981,053	19,006,532
Depreciación y amortización	(6,974,411)	(7,044,155)	(7,044,155)	(7,044,155)	(7,044,155)
Utilidad operativa (EBIT)	(19,542,077)	(3,898,961)	7,174,180	9,936,898	11,962,378
Otros ingresos / gastos no operacionales	(1,430,031)	-	-	-	-
Resultados Financieros	(4,189,067)	(3,047,546)	(1,015,849)	(1,015,849)	(1,015,849)
Utilidad antes de impuestos (EBT)	(25,161,175)	(6,946,507)	6,158,332	8,921,049	10,946,529
Impuesto a la renta	-	-	-	(415,985)	(510,575)
Utilidad neta (EBIT)	(25,161,175)	(6,946,507)	6,158,332	8,505,065	10,435,954
Flujo de Inversión					
Capital de Trabajo	2,801,851	(731,116)	-	-	-
Inversiones de Mantenimiento	(28,626)	(6,236,431)	(3,118,216)	(3,118,216)	(3,118,216)
Inversiones de Crecimiento	(2,102,377)	(4,328,171)	-	-	-
Otros (Financiamiento de Inversiones)	(181,012)	1,213,660	-	-	-
Renovación de Licencias	-	-	(1,000,000)	-	-
Flujo de caja libre	(16,266,898)	(9,984,410)	9,084,271	12,431,004	14,361,893
Flujo de financiamiento					
Colocación / Pago de Bonos	450,000	-	-	-	(2,998,000)
EBITDA/ Resultados Financieros	-0.33	0.97	0.07	0.06	0.05
Flujo de caja / Resultados Financieros	-3.88	-3.28	8.94	12.24	14.14

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Análisis de sensibilidad de flujos proyectados

Escenario: Decremento de los ingresos por juegos - apuestas

Para el siguiente escenario se realizó un análisis de sensibilidad donde se reducen los ingresos proyectados en 9% derivados de los juegos y apuestas para el año 2022 (para los demás años se proyecta un promedio de reducción de un 13%), para que la cobertura sea ajustada a 1, se observa que al realizar esto sin una reducción del impuestos sobre apuestas, se mantiene un EBITDA positivo, aunado a flujo de caja positivos en todos los años proyectados, por lo cual la compañía podría enfrentar en el pago de la deuda sin complicaciones y cumplir con sus obligaciones.

Cifras en B/.	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo operativo	Real	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.
Ingresos por juegos - apuestas	22,310,256	56,386,187	79,148,300	82,516,340	85,426,816
Otros ingresos	1,430,656	1,399,139	2,153,916	2,451,903	2,794,093
Impuestos sobre apuestas	(3,221,493)	(8,004,385)	(12,380,980)	(13,334,186)	(14,021,449)
Gastos operativos	(25,465,240)	(38,073,969)	(52,749,342)	(55,709,046)	(58,511,373)
EBITDA Operacional	(4,945,821)	11,706,972	16,171,893	15,925,012	15,688,087
Gastos Centrales	(7,621,845)	(8,561,778)	(10,021,980)	(10,359,114)	(10,027,599)
Utilidad operativa excl. D&A (EBITDA)	(12,567,666)	3,145,194	6,149,913	5,565,898	5,660,488
Depreciación y amortización	(6,974,411)	(7,044,155)	(7,044,155)	(7,044,155)	(7,044,155)
Utilidad operativa (EBIT)	(19,542,077)	(3,898,961)	(894,242)	(1,478,257)	(1,383,667)
Otros ingresos / gastos no operacionales	(1,430,031)	-	-	-	-
Resultados Financieros	(4,189,067)	(3,047,546)	(1,015,849)	(1,015,849)	(1,015,849)
Utilidad antes de impuestos (EBT)	(25,161,175)	(6,946,507)	(1,910,090)	(2,494,106)	(2,399,516)
Impuesto a la renta	-	-	-	(415,985)	(510,575)
Utilidad neta (EBIT)	(25,161,175)	(6,946,507)	(1,910,090)	(2,910,090)	(2,910,090)
Flujo de Inversión					
Capital de Trabajo	2,801,851	(731,116)	-	-	-
Inversiones de Mantenimiento	(28,626)	(6,236,431)	(3,118,216)	(3,118,216)	(3,118,216)
Inversiones de Crecimiento	(2,102,377)	(4,328,171)	-	-	-
Otros (Financiamiento de Inversiones)	(181,012)	1,213,660	-	-	-
Renovación de Licencias	-	-	(1,000,000)	-	-

Flujo de caja libre	(16,266,898)	(9,984,410)	1,015,849	1,015,849	1,015,849
Flujo de financiamiento					
Colocación / Pago de Bonos	450,000	-	-	-	(2,998,000)
EBITDA/ Resultados Financieros	-0.3	1.0	0.2	0.2	0.2
Flujo de caja / Resultados Financieros	-3.9	-3.3	1.0	1.0	1.0

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El informe se trabajó con el Prospecto Informativo y el Contrato de Fideicomiso en versión preliminar.

Anexos

Alta cordillera, S.A. y Subsidiaria

Balance General Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria (Cifras en miles de B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Activo					
Activo Corriente	21,546	24,254	19,927	14,076	10,497
Efectivo	4,153	7,004	5,996	2,710	4,274
Cuentas por cobrar	8,514	7,079	6,055	3,524	1,144
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	459	282	364	364	364
Inventarios	2,857	2,767	2,937	2,651	1,742
Gastos Pagados por anticipado	562	871	552	423	207
Otros activos	5,000	6,251	4,024	4,398	2,744
Activo No Corriente	33,079	41,135	41,799	116,146	108,216
Mejoras, instalaciones técnicas, mobiliario y equipo	12,996	13,287	16,618	17,257	14,603
Activo intangible	15,965	23,175	20,988	19,394	16,605
Cuentas por cobrar	-	-	-	73,095	71,724
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	-	73,095	71,724
Activo por derecho de uso IFRS16	12,996	13,287	16,618	17,257	14,603
Fondo de cesantía	2,953	2,390	2,146	1,963	2,091
Otros activos no corrientes	542	506	515	533	710
Activos	54,625	65,389	61,726	130,221	118,713
Pasivo					
Pasivo Corriente	41,646	24,016	23,348	41,489	44,168
Cuentas por pagar-proveedores	8,832	8,751	6,715	10,887	12,533
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	24,577	10,245	14,245	11,743	17,263
Préstamos por pagar	519	-	-	-	-
Pasivo Arriendo Financiero CP IFRS16	-	-	-	15,888	11,844
Gastos e impuestos acumulados por pagar y otros	519	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	1,303	29,154	29,154	93,251	114,481
Depósitos de agencias locales	87	41	51	66	76
Bonos por pagar	-	-	-	2,555	2,926
Préstamos por pagar-compañías relacionadas	-	27,550	27,970	28,570	42,308
Pasivo Arriendo Financiero LP IFRS16	-	-	-	60,818	67,803
Prima de antigüedad	1,216	1,563	1,134	1,243	1,368
Otros	-	-	-	-	-
Pasivos	42,950	53,169	52,502	134,740	158,649
Patrimonio					
Capital en acciones	22,425	22,425	22,425	22,425	22,425
Aportes por Fideicomitente	-	-	8	31	31
Deficit acumulado	(1,712)	(1,102)	(3,216)	(12,731)	(39,304)
Reserva patrimonial por fusión	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)
Valoración actuarial	-	(152)	(152)	(256)	(199)
Impuesto complementario	(680)	(765)	(905)	(1,617)	(1,662)
Participación de la controladora	8,781	9,155	6,908	(3,399)	(29,961)
Participación no controladora	2,894	3,064	2,315	(1,120)	(9,974)
Total Patrimonio	11,675	12,220	9,224	(4,519)	(39,936)

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Estado de Ganancias y Pérdidas (Cifras en miles de B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos	110,507	109,580	104,557	88,318	25,996
Ingresos casino	86,294	83,411	78,300	64,484	19,498
Alimentos y bebidas	4,533	5,022	4,408	3,422	561
Apuestas	13,969	14,016	13,643	12,410	4,278
Comisión sobre apuestas	2,973	3,037	2,757	2,606	821
Otros ingresos	2,738	4,094	5,449	5,396	839
Total Gastos de explotación y administrativos	105,707	104,738	101,165	91,902	49,277
Participación de Junta de Control de Juegos	14,417	13,345	12,742	10,727	3,259
Consumos y otros gastos externos	12,352	13,326	9,112	8,179	2,429
Gastos de personal	21,494	19,008	19,503	15,202	8,558
Depreciación y amortización	9,142	8,935	8,738	8,908	8,918
Amortización de derecho de uso	-	-	-	8,036	7,603
Otros gastos	48,162	49,860	48,351	38,395	15,503
Provisiones para posibles cuentas incobrables	140	263	2,719	2,454	1,965
Utilidad de explotación	4,801	4,842	3,392	(3,583)	(23,281)
Resultados financieros	(1,315)	(2,245)	(1,957)	(10,682)	(10,731)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	3,485	2,597	1,436	(14,266)	(34,011)
Impuesto Sobre la Renta	1,699	1,650	1,652	(1,579)	1,420
Utilidad (pérdida) neta	1,786	947	(216)	(12,687)	(35,431)

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Codere Trust No. 190

Balance General Codere Trust No. 190 (Cifras en miles de B/.)	dic-19	dic-20
Activo		
Efectivo y equivalente de efectivo	333	198
Préstamo por cobrar	2,200	2,650
Impuesto pagado por anticipado	0	0
Intereses por cobrar	6	22
Total activos	2,538	2,869
Pasivo		
Cuentas por pagar proveedores	1	0
Bonos por pagar	2,555	2,962
Interes acumulados por pagar bono	19	22
Total pasivo	2,575	2,984
Patrimonio		
Aporte del fideicomiso	41	101
Utilidades retenidas	0	-78
Pérdida del período	-78	-138
Total patrimonio	-37	-114
Pasivo + patrimonio	2,538	2,869

Fuente: Codere Trust No. 190 /Elaboración: PCR

Estado de Ganancias y Pérdidas (Cifras en miles de B/.)	dic-19	dic-20
Intereses ganados - sobre préstamo	47	196
Intereses ganados - cuenta de ahorros	3	3
Otros ingresos	0	26
Total ingresos por intereses	48	197
Gastos por interés sobre bonos	60	225
Gastos de emisión de bonos	3	10
Total de gastos de operaciones, netos	63	235
Gastos bancarios	1	3
Gastos generales y administrativos	63	99
Total gastos	125	334
Útilidad / Pérdida neta	-78	-138

Fuente: Codere Trust No. 190 ./Elaboración: PCR