

# Retail Centenario, S.A.



Licenciada  
Olga Castillo  
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General  
**BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ**  
Ciudad

## Referencia: FE DE ERRATA.

Estimada Licda. Castillo,

Hacemos referencia al Comunicado Público de Hecho de Importancia remitido a sus oficinas el día ocho (8) de enero de dos mil dieciocho (2018), por medio del cual divulgamos ante su institución la calificación otorgada por **EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO, S.A.**, a **RETAIL CENTENARIO, S.A.**, con la finalidad de dar cumplimiento al Acuerdo No. 3-2008, modificado por el Acuerdo No. 2-2012, referente a la divulgación de los eventos que constituyen hechos de importancia por parte de los emisores de valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores.

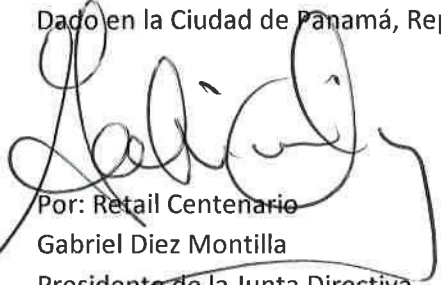
Por medio de la presente nota de **FE DE ERRATA**, nos permitimos modificar el precitado comunicado para que el mismo refleje que se adjunta copia del informe completo de la calificación, quedando el mismo de la siguiente manera:

## COMUNICADO PÚBLICO DE HECHO DE IMPORTANCIA

Por este medio nosotros, **RETAIL CENTENARIO, S.A.**, en calidad de emisor de valores registrados en la Superintendencia de Mercado de Valores, de acuerdo a lo establecido en la **Resolución SMV 170-16 de 23 de marzo del 2016** y modificada mediante Resolución **SMV No. 646-16 del 21 de septiembre de 2016**, hacemos de su conocimiento que **EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO, S.A.**, emitió su Informe de Calificación otorgando la Calificación **BBB+.pa** a las Series A, B, C y D de Bonos Corporativos pertenecientes al Programa Rotativo de hasta US\$230 millones emitido por **RETAIL CENTENARIO, S.A.** La perspectiva es **Estable**.

Se adjunta informe completo de la Calificación donde se detallan los fundamentos del rating otorgado.

Dado en la Ciudad de Panamá, República de Panamá, el día 10 de enero de 2018

  
Por: Retail Centenario  
Gabriel Diez Montilla  
Presidente de la Junta Directiva

**BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**

Recibido por: 

Fecha: 10 ENERO 2018

10:38 a.m.



# Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

## RETAIL CENTENARIO, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 8 de enero de 2018

#### Contacto:

(507) 214 3790

Fernando Arroyo

Lead Analyst

[farroyo@equilibrium.com.pa](mailto:farroyo@equilibrium.com.pa)

Eugenio Ledezma

Analista

[eledezma@equilibrium.com.pa](mailto:eledezma@equilibrium.com.pa)

\*Para mayor información respecto a la categoría asignada, referirse al Anexo I.

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. En la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) se puede consultar documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de junio de 2016 y 2017, así como No Auditados al 30 de septiembre de 2016 y 2017 de Retail Centenario, S.A. Al mismo tiempo, se revisaron todos los contratos relacionados a la Emisión de Bonos Corporativos, así como el modelo financiero proyectado del Emisor. Equilibrium no garantiza la exactitud o integridad de la información y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

**Fundamento:** El Comité de Calificación de Equilibrium decidió asignar la categoría BBB+.pa a las Series A, B, C y D de Bonos Corporativos emitidos por Retail Centenario, S.A. (en adelante, RC o el Emisor), los mismos que se encuentran contemplados bajo un Programa Rotativo de hasta US\$230.0 millones. La perspectiva es Estable.

La calificación asignada se sustenta en 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 tres meses de Servicio de Deuda. La estructura se complementa por medio de la exigencia del cumplimiento de la Prueba Anual de Cobertura de Flujos<sup>1</sup>, la misma que se mide al cierre de cada ejercicio fiscal de RC (30 de junio). Se pondera igualmente de manera favorable la existencia de un Fideicomiso de Garantías que custodia la primera hipoteca y anticresis del Centro Comercial Altaplaza Mall, cuyo valor de mercado cubre en aproximadamente 2.18 veces el saldo insoluto de los Bonos Corporativos emitidos al corte de análisis (la cobertura mínima exigida es de 1.33 veces). Además, este 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.

<sup>1</sup> Flujo de Cánones de Arrendamiento efectivamente ingresados al Fideicomiso en los últimos 12 meses / (Intereses Pagados últimos 12 meses + Amortización del Principal en los próximos 12 meses).

Instrumento	Calificación*
Bonos Corporativos	(nueva) BBB+.pa
Perspectiva	Estable

No obstante lo anterior, a la fecha restringe la calificación otorgada a las Series de Bonos Corporativos de Retail Centenario el corto tiempo de operación del Centro Comercial, lo cual implica riesgos propios al *track record* de la generación de flujos. A lo anterior se suma la elevada Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) y Contable (Pasivos / Patrimonio) de Retail Centenario, la misma que recoge la elevada participación de la deuda financiera sobre el balance del Emisor. Lo anterior también conlleva a que la cobertura del Servicio de Deuda<sup>2</sup> con el Flujo de Caja Operativo sea ajustada. Como factor adicional, se toma en cuenta que el Emisor presenta pérdidas acumuladas en su patrimonio producto del reconocimiento de pérdidas por la venta de locales comerciales. No menos importante resulta la relativa sensibilidad de los flujos de arrendamiento del Centro Comercial ante cambios adversos en las condiciones económicas, toda vez que la mayor parte de sus locatarios operan en la industria de consumo discrecional. Como factores mitigantes a estas condiciones, Equilibrium ha validado el modelo financiero proyectado proporcionado por el Emisor, cuyos flujos estimados cumplen con los niveles mínimos exigidos con la Prueba Anual de Cobertura de Flujos, aun cuando los supuestos utilizados son conservadores. Lo anterior se sustenta en el alto nivel de ocupación que presenta el Centro Comercial (95%), las cláusulas de aumento anual de 5% en el canon de arrendamiento para la mayoría de los contratos, el moderado nivel de plazo promedio de los contratos firmados por los presentes locatarios, además de la

<sup>2</sup> Intereses financieros + Porción Corriente de la Deuda de Largo Plazo del Emisor.

adecuada infraestructura de servicio y de entretenimiento que presenta el Centro Comercial.

De cara a las próximas evaluaciones, Equilibrium realizará el seguimiento al desempeño del Emisor y del propio Centro Comercial Altaplaza Mall, a fin de validar que las proyecciones se apeguen a lo estimado. En adición, también se realizará el monitoreo sobre las condiciones económicas del país, así como a la industria

local de *retail*, con el propósito de identificar posibles factores de riesgo que surjan en el camino y que indirectamente puedan afectar la estructura de la Emisión, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la Calificación de Riesgo asignada a las Series de Bonos Corporativos señalados al inicio de este fundamento.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:**

- Reducción paulatina en la Palanca Contable y Financiera 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, ya sea por un aumento en el número de locatarios o por un mayor aporte del componente variable implícito en los alquileres cobrados.
- Incremento de la Cuenta Reserva para el cumplimiento de la deuda, principalmente para el pago del capital programado para el vencimiento de las Series A y B de Bonos Corporativos.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Calificación:**

- Incremento tanto de la Palanca Financiera como Contable del Emisores, ubicándose en niveles mayores a los exhibidos actualmente.
- Pérdida de soporte patrimonial.
- Incumplimiento del *covenant* financiero asociado a los Bonos Corporativos.
- Disminución en el número de tráfico y aumento en los índices de desocupación del Centro Comercial.
- Ajuste en los términos y condiciones de los Bonos Corporativos que terminen afectando el respaldo que provee la estructura.
- Surgimiento no esperado de riesgos reputacionales que terminen afectando la imagen u operatividad del Centro Comercial Altaplaza Mall.

**Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE LOS BONOS CORPORATIVOS

### Antecedentes

Retail Centenario, S.A. (en adelante, RC o el Emisor) 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.

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 del Emisor y por facilidades de crédito otorgados por dos bancos de la plaza panameña. En este sentido, RC ha emitido diversas Series de Bonos Corporativos por cerca de US\$130 millones, en donde la primera parte, correspondiente a la Serie A, se utilizó para repagar el préstamo de construcción que se utilizó 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, lo cual formó parte de su fase pre-operativa.

Altaplaza Mall es un centro comercial dirigido al entretenimiento y la familia que ostenta un total de 66,070 m<sup>2</sup> 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.

### Estructura de los Bonos Corporativos Emitidos

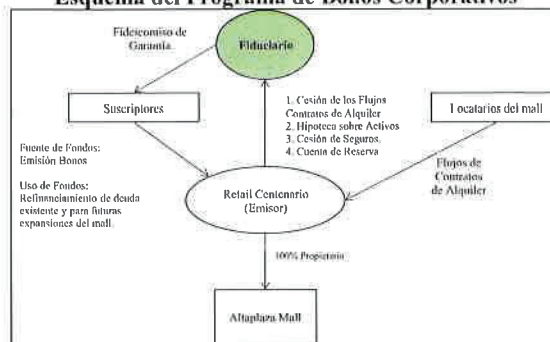
RC ha colocado en el mercado un Programa Rotativo de Bonos Corporativos, dentro del cual se han emitido cuatro Series. A continuación, se lista cada una de las Series de Bonos Corporativos colocados por el Emisor:

#### Programa Rotativo por hasta US\$230 millones:

- Serie A, por US\$130.0 millones
- Serie B, por US\$4.0 millones
- Serie C, por US\$2.0 millones
- Serie D, por US\$2.0 millones

Todas las Series de Bonos Corporativos emitidas por RC ostentan estructuras y características similares. En cuanto al flujo del efectivo, los inversores proporcionaron recursos al Emisor al momento de adquirir los Bonos Corporativos, fondos que RC utilizó para refinanciar su deuda bancaria y adquirir mobiliario y equipos para adecuar el Centro Comercial. Para proteger a los inversionistas, se constituyó un Fideicomiso que custodia una serie de garantías cedidas por el Emisor.

### Esquema del Programa de Bonos Corporativos



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

### Garantías de las Emisiones

El Fideicomiso de Garantía correspondiente a los Bonos Corporativos emitidos por RC posee lo siguiente:

- Primera hipoteca y anticresis sobre el Centro Comercial Altaplaza Mall. El valor de mercado de esta propiedad debe cubrir por lo menos 1.33 veces el saldo en circulación de los Bonos Corporativos.
- Endoso de las pólizas de seguros que cubran al menos el 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre el Centro Comercial. Actualmente, las pólizas se manejan con Compañía Internacional de Seguros.
- 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.
- La Cuenta de Reserva, que debe representar por lo menos una cuota de Servicio de Deuda para cumplir con el Balance Requerido, el cual a su vez se define como el valor máximo de un (1) pago de intereses más capital calculado sobre el monto total de los bonos emitidos y en circulación.
- Otros aportes del Emisor que se depositarán en la Cuenta de Reserva, ya sea por incumplimiento de la Prueba Anual de Cobertura, aportes del Emisor o de sus accionistas ante el incumplimiento de la Cobertura de Flujos, o por Flujos en la Cuenta de Concentración por insuficiencia de fondos para hacer frente a los pagos de capital e intereses.
- Cualquier otro activo o derechos que se traspasen al Fideuciario con aprobación de éste, para que queden sujetos al Fideicomiso.

### Administración de los Flujos

A continuación, se presenta la descripción de las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas:

- **Cuenta de Concentración:** es una cuenta corriente del Fideuciario que recibe la cesión de cánones de arrendamiento a fin de ser gestionada y manejada por el Fideuciario. Los fondos producto de los cánones de arrendamiento vienen siendo depositados de forma mensual en la Cuenta de Concentración y serán



distribuidos por el Fiduciario para efectuar la cascada de pagos.

- **Cuenta Reserva:** Se encuentra establecida dentro del Fideicomiso de Garantía. El Fiduciario se asegura que se cumplan las disposiciones concernientes a esta cuenta, de modo que represente por lo menos un pago de intereses y de capital calculado sobre el monto total de los bonos emitidos y en circulación. En caso de haber un excedente, el mismo se transfiere a una cuenta operativa del Emisor.

#### Mecanismo de Asignación de Flujos

Los fondos producto de los cánones de arrendamiento cedidos son depositados de forma mensual en la Cuenta de Concentración a fin de ser distribuidos por el Fiduciario para realizar pagos en forma de cascada, de acuerdo al siguiente orden de prioridades:

1. Para 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.
2. Un tercio de las sumas para pagar los intereses prorratas de los Bonos Corporativos emitidos, a fin de cumplir con el requerimiento de la Cuenta Reserva.
3. Un tercio de las sumas para pagar el capital de los Bonos Corporativos emitidos, de acuerdo con el compromiso de incrementar la Cuenta Reserva.
4. Para transferir el monto que sea necesario para cumplir con el saldo requerido de Cuenta Reserva.
5. Para 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.
6. Para 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.

#### Destino de los Recursos

A continuación, se enumera la lista de usos de los fondos recaudados con la colocación de los Bonos Corporativos, de acuerdo a lo manifestado en el prospecto informativo:

- Los primeros US\$130 millones se utilizaron para cancelar financiamiento tomado con entidades bancarias de la plaza.
- El resto de fondos fueron destinados a financiar la adquisición de equipos mobiliarios, entre otros, propios de la operación del Emisor.

#### Resguardos Financieros (Covenants)

A continuación, se explican las condiciones financieras que se exigen en los Bonos Corporativos emitidos por RC:

- Mantener una cobertura de al menos 1.15 veces para los tres primeros años y de 1.20 veces del cuarto año en adelante para la Prueba Anual de Cobertura de Flujos. Este índice se mide de la siguiente forma: Flujos de Cánones de Arrendamiento que efectivamente hayan ingresado a la Cuenta de Concentración del Fideicomiso en los últimos 12 meses, en relación a la suma de los gastos de intereses + la porción corriente

de la deuda de largo plazo para los últimos 12 meses. En caso el Emisor incumpla, los fondos depositados previamente en la Cuenta de Concentración serán transferidos a la Cuenta Reserva y, si esta misma no fuese suficiente, entonces el Emisor o sus accionistas estarán obligados a realizar aportes a la Cuenta Reserva por el monto necesario para subsanar el incumplimiento.

- Que el valor de mercado de los bienes inmuebles cedidos a los Fideicomisos represente en todo momento al menos 133% o 1.33 veces el saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos. Dicho valor de mercado deberá ser validado por un avaluador o tasador independiente aceptable al Fiduciario, quien realizará actualizaciones al estudio de avalúo cada tres años.
- Que las pólizas de seguros cedidas a los Fideicomisos permitan cubrir al menos el 80% del valor de reposición de las mejoras sobre las fincas hipotecadas y cedidas, presente y futuras.
- Que la Cuenta Reserva permita cubrir por lo menos una vez el Servicio de Deuda del trimestre siguiente, en todo momento.
- Limitar las inversiones a capital a mejoras realizadas a los inmuebles que conformen Altaplaza Mall a un monto que no exceda el resultado del Flujo Disponible para Inversiones de Capital más los fondos derivados de la Emisión y los aportes de los accionistas y/o relacionadas destinados para ese propósito.
- El Emisor no podrá realizar pagos de dividendos u otras distribuciones de capital a sus accionistas, salvo que haya cumplido con la última Prueba Anual de Cobertura, además que el Emisor se encuentre en cumplimiento de los demás términos y condiciones de la Emisión y que el pago de distribución de dividendos no exceda el Flujo de Caja Libre.

#### Eventos de Incumplimiento

Se podrá solicitar el vencimiento anticipado de los Bonos Corporativos emitidos por RC bajo las siguientes circunstancias, salvo cuando más del 51% de los tenedores de los Bonos expresen lo contrario:

- Si el Emisor incumple con su obligación de pagar intereses vencidos y exigibles en los días de pago, o de pagar el capital e intereses vencidos en la fecha de vencimiento. El Emisor tendrá un plazo de 10 días calendario a partir de la fecha del incumplimiento para subsanar dicha situación.
- El inicio de uno o más juicios contra el Emisor o de secuestros o embargos sobre sus bienes por un monto superior a US\$1.0 millón y que tales procesos y medidas no sean levantadas o afianzadas durante los 30 días calendario posteriores a la fecha de su interposición.
- Incumplimiento de cualquiera de las obligaciones, términos y condiciones contraídas por el Emisor bajo la Emisión y tal incumplimiento no es remediado en el plazo establecido.
- El secuestro, embargo o persecución de cualquiera de los inmuebles hipotecados en garantía de las Series garantizadas de la Emisión y que tales procesos y

medidas no sean levantadas o afianzadas durante los 30 días calendarios posteriores a la fecha de interposición.

- Si se inicia juicio, proceso de quiebra, reorganización, insolvencia o liquidación por o en contra del Emisor.
- La pérdida parcial o total, la desmejora o depreciación de las garantías otorgadas a favor del Fideicomiso de Garantía hasta el punto en que sean insuficientes para garantizar la totalidad de los Bonos y que además el Emisor no aporte garantías adicionales ya sea en efectivo, propiedades adicionales o cualquier otro activo al Fideicomiso de Garantía, dentro de un plazo de 60 días calendario desde la ocurrencia de la pérdida parcial o total, la desmejora o depreciación. Si la pérdida parcial o total del valor de las garantías ocurriese por causa de un siniestro, el aporte adicional sería transitorio y su liberación no requerirá de la aprobación de los bonistas, siempre y cuando la póliza de seguro haya sido efectivamente cobrada y el activo original en garantía sea reparado o repuesto.
- El incumplimiento por el Emisor de cualquiera de las obligaciones financieras, obligaciones de hacer u obligaciones de no hacer relacionadas con la Emisión, salvo que la mayoría de los bonistas hayan autorizado dicho incumplimiento expresamente y por escrito.
- La modificación de la composición accionaria del Emisor de forma que ocurra un cambio de control sin la autorización previa y por escrito del Fiduciario.
- Que cualquiera de las declaraciones y garantías del Emisor resultasen falsas o inexactas en cualquier aspecto importante y que el Emisor no subsane dicha situación durante los 30 días calendarios siguientes a la fecha en la que el Agente de Pago le notifique la existencia de tal falsedad o inexactitud.
- La nacionalización, expropiación o confiscación de cualquiera de los inmuebles hipotecados en garantía de la Emisión o de las acciones del Emisor.
- Si se da una declaración de vencimiento anticipado con respecto a la Emisión.
- La ocurrencia de un cambio sustancial adverso en los negocios, la condición financiera o las operaciones del Emisor o en la situación financiera, política o económica en Panamá o el extranjero, que, en opinión razonable del Agente de Pago, ponga en peligro la capacidad del Emisor de pagar el capital y/o los intereses de la Emisión.

#### Entidades Participantes

##### El Fiduciario

La estructura de los Bonos Corporativos emitidos por RC ha designado a The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A. para que actúe 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.

Cabe mencionar que esta entidad bancaria ostenta el décimo lugar entre los bancos de la plaza bancaria panameña, en términos de activos consolidados. Además, 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.

#### The Bank of Nova Scotia (Panamá)

US\$ miles	Oct. 15*	Oct. 16*	Sept. 17
Activos	12,433	11,690	11,722
Patrimonio	12,005	11,524	11,580
Utilidad	-1,628	-482	25
ROAA	-13.1%	-4.1%	0.21%
ROAE	-13.6%	-4.1%	0.22%

\*Cierre de año fiscal.

Fuente: The Bank of Nova Scotia / Elaboración: Equilibrium

#### El Originador

Retail Centenario (el Emisor) es quien genera directamente los flujos para el pago de las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas.

#### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado y Directorio de RC se presentan en el Anexo II del presente informe.

#### ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA ESTRUCTURA

Cada Serie de Bonos Corporativos emitida por RC puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los mismos que se encuentran igualmente listados en el Prospecto Informativo de los Bonos. En este sentido, los riesgos que merecen mayor atención, son los siguientes:

- **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 por Ausencia de un Fondo de Amortización:** El pago del capital e intereses de los Bonos no está garantizado por un fondo de amortización, sino que se efectúa con los activos líquidos del Emisor en la fecha de vencimientos o con fondos derivados de un nuevo financiamiento. Existe la posibilidad que el Emisor no cuente con suficientes fondos líquidos para pagar el capital de la Emisión o que no pueda obtener un financiamiento del capital de los Bonos.
- **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 de Competencia:** Existe la posibilidad de que el mercado en el que compite el Emisor se sature, lo cual podría afectar negativamente la demanda de inmuebles comerciales y como consecuencia la ocupación y/o los cánones de arrendamiento que percibe el Emisor.
- **Riesgo de Partes Relacionadas:** El Agente Estructurador y el Agente de Pago, Registro y Transferencia de la presente Emisión forman parte del mismo grupo económico, Global Bank Corporation y Subsidiarias.
- **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 de Exposición de Activos Físicos a Desastres Naturales o Siniestros:** El acaecimiento de un desastre natural o de un siniestro podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor o causar la interrupción del arrendamiento de los locales comerciales ubicados en Altaplaza Mall. Adicionalmente, el Emisor no podrá asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural o siniestro no excederá los límites de cobertura de sus pólizas de seguro. La ocurrencia de un desastre natural o siniestro, particularmente uno que cause daños que excedan las coberturas de la póliza de seguro de Emisor, podría causar un efecto adverso significativo al negocio, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor. Por otra parte, un desastre natural o siniestro severo que no afecte directamente a Altaplaza Mall podría afectarles indirectamente al afectar la economía panameña, lo cual causaría un declive en la demanda de locales comerciales.
- **Riesgo País:** Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas principalmente en la República de 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.

- **Riesgo por Condiciones Políticas:** La condición financiera del Emisor podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras del Gobierno Panameño, el cual ha ejercido, y continúa ejerciendo, influencia sobre varios aspectos que afectan al sector privado, tales como la implementación de un rígido código laboral, subsidios de electricidad relacionados con el aumento de los precios del combustible, políticas tarifarias, políticas reglamentarias, entre otros. Las acciones que pueda tomar el Gobierno Panameño están fuera del alcance del Emisor y podrían afectar adversamente la condición financiera del Emisor.
- **Riesgo de Competencia:** La competencia en el sector de arrendamiento y venta de inmuebles en centros comerciales se mantiene fuerte. El Emisor tiene como competidores directos o indirectos al resto de centros comerciales de la Ciudad de Panamá, como por ejemplo Multiplaza Pacific Mall, Albrook Mall, Metromall, Multicentro, Soho Mall entre otros, los cuales suman en conjunto unos 5,363 espacios comerciales aproximadamente. Existe la posibilidad de que este mercado, en el que compite el Emisor, se sature, ya que existen una serie de nuevos centros comerciales en desarrollo con lo cual podría verse afectado negativamente la demanda por locales comerciales en Altaplaza Mall, y como consecuencia la ocupación y/o los cánones de arrendamiento que perciba el Emisor.

#### ANÁLISIS FINANCIERO DE RETAIL CENTENARIO, S.A.

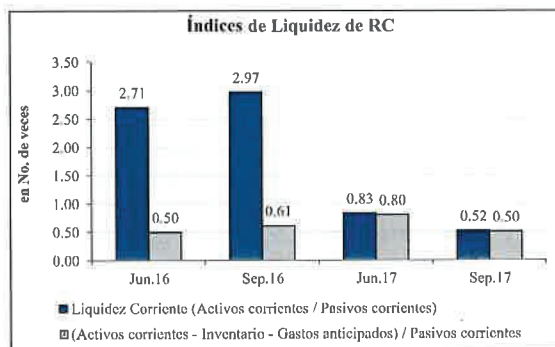
##### Activos y Liquidez

Los activos de RC totalizan US\$144.7 millones al cierre del ejercicio fiscal 30 de junio de 2017, mostrando una contracción de 10.6% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Cabe mencionar que la principal variación durante el periodo fue la disminución de los inventarios de locales comerciales por US\$22.5 millones, toda vez que se vendieron algunos locales comerciales dentro de Altaplaza Mall, entre los que se encuentran Steven's, Forever 21, Zara y otros.

En cuanto a la composición de los activos, la cuenta con mayor preponderancia corresponde a las propiedades de inversión por US\$123.9 millones al 30 de junio de 2017, partida que registra un aumento de 2.8% y que a la fecha de análisis representa el 85.6% del balance. Dicha cuenta corresponde al costo real incurrido de los costos de construcción del proyecto Altaplaza Mall. Éste es el método que ha adoptado RC para registrar este bien inmueble, toda vez que, según avalúo realizado por Avance en junio de 2016, el Centro Comercial contaría con un valor de mercado de US\$260.0 millones, lo cual incrementaría de manera sustancial los activos de RC, en caso haberse adoptado el método de reconocimiento del valor de mercado del Centro Comercial.



Los activos corrientes de RC totalizan US\$4.9 millones al 30 de junio de 2017, nivel que resulta ser menor en relación a los pasivos corrientes por US\$5.9 millones. Para los periodos anteriores, debido a que se reconocieron inventarios de locales comerciales, el Emisor generalmente mantenía un mayor Capital de Trabajo<sup>3</sup> en balance, dinámica que cambia cuando se concreta la venta de los últimos locales comerciales. A continuación, se muestra un gráfico con la evolución de los principales índices de liquidez de RC, resaltándose que el índice de Prueba Ácida<sup>4</sup> ha permanecido en niveles menores a 1.0 vez históricamente.



Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

Es de relevancia mencionar que la mayor parte de los pasivos corrientes lo acapara la porción corriente de los Bonos Corporativos emitidos por RC, ya que comienza a vislumbrarse una exigencia de capital por los Bonos emitidos en diciembre 2017.

Una cuenta relevante en el balance del Emisor es la relativa a los fondos de garantía, los cuales ascienden a US\$2.4 millones y corresponden a la cesión de los flujos de arrendamiento para utilizarse como Cuenta Reserva para pagar el capital e intereses de los Bonos Corporativos emitidos.

#### Estructura Financiera y Solvencia

El pasivo más importante de RC es el relativo a los Bonos Corporativos por pagar que, al 30 de junio de 2017, totalizan US\$119.3 millones, luego de decrecer 7.6% durante el último año. El Emisor amortizó anticipadamente US\$17.9 millones de bonos corporativos durante el último ejercicio fiscal, hecho que puede constatarse por medio de la disminución del inventario del lado activo. Esto último es congruente con lo establecido en el Prospecto Informativo referente a que, para los primeros 18 meses de emitida la primera serie garantizada dentro del Programa Rotativo, al menos el 71.5% de la venta de locales comerciales (por US\$24.4 millones) sea utilizado para amortizar anticipadamente los bonos corporativos.

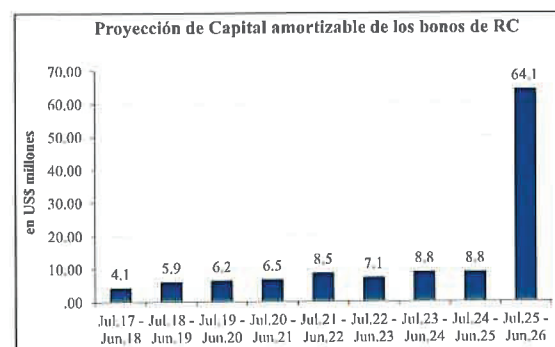
Los Bonos Corporativos sustentan la totalidad de la deuda financiera del Emisor, puesto que no se observa la utilización de líneas bancarias o de otras fuentes de fondeo a lo largo de los dos últimos periodos. RC ha emitido

<sup>3</sup> Activos corrientes - Pasivos corrientes.

<sup>4</sup> (Activos corrientes - Inventario - Gastos pagados por anticipado) / Pasivos corrientes.

cuatro series de Bonos Corporativos a lo largo de su historia operativa y, según lo manifestado por la Gerencia, no se contempla realizar emisiones adicionales, al menos no en el corto ni mediano plazo. La mayor parte de la deuda financiera se agrupa en la Serie A, por US\$130.0 millones al momento de su colocación, pero lo positivo es que el Emisor ha incrementado muy poco su deuda financiera con la colocación de las series B, C y D, exhibiendo términos y condiciones similares con respecto a la primera Serie emitida, lo cual está detallado en el Anexo III del presente informe.

De cara a la evaluación de la estructura, resulta relevante ilustrar cuál es el vencimiento de los Bonos Corporativos emitidos por RC. A continuación, se presenta un gráfico con el capital amortizable segmentado por año, asumiendo que no se ejecute una redención anticipada:



Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

En base a la gráfica anterior, se observa que el capital exigible aumenta de manera importante para el periodo comprendido entre julio de 2025 y junio de 2026, principalmente por el vencimiento de la Serie A de Bonos emitidos por RC, que representa US\$64.1 millones de capital amortizable para dicho periodo, no habiéndose definido todavía el mecanismo que se utilizará para afrontar este último pago al vencimiento.

La proyección anterior tampoco asume la posible redención anticipada por US\$11.8 millones para junio del año 2020, en caso que uno de los locatarios del Centro Comercial ejerza su opción de compra de su espacio actual. Cabe mencionar que, además de este caso, existe otro cliente que cuenta con una opción de compra sobre su espacio actual de alquiler, pero es poco probable que la ejerza, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia del Emisor.

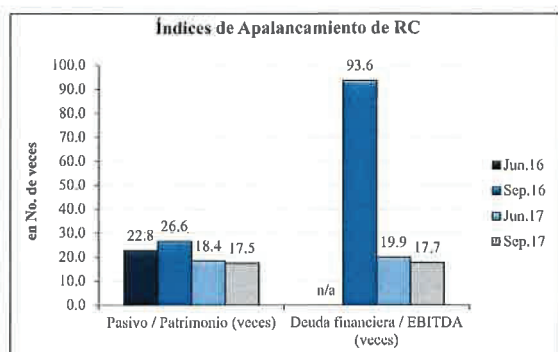
En cuanto a los mejoradores, la estructura estipula que el valor de mercado de Altaplaza Mall, el cual se encuentra cedido en garantía, debe representar por lo menos el 133% del saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos. La estructura indica que los avalúes deben actualizarse cada tres años y la firma encargada de realizarlos es Avance, empresa reconocida en la industria a nivel local. En el Anexo IV del presente informe, se encuentra la composición del valor de mercado del Centro Comercial, a manera de respaldo de las Series de Bonos emitidas por RC.



Por su parte, el patrimonio neto del Emisor totalizó US\$7.5 millones al cierre de junio de 2017, luego de presentar un aumento de 9,8%, motivado principalmente por el reconocimiento de utilidades durante el mencionado ejercicio fiscal.

El patrimonio de RC está conformado por US\$28.0 millones de capital pagado por parte de los accionistas, además de US\$20.5 millones de pérdida de periodos anteriores. Cabe resaltar que dicho déficit surge del reconocimiento de pérdidas en la fase pre-operativa del Centro Comercial, lo cual se relaciona a la adecuación de la infraestructura y otros gastos relacionados con la apertura de Altaplaza Mall al público. Otro aspecto que ha incidido en el déficit es el reconocimiento de una pérdida por la venta de algunos locales comerciales que se vendieron por debajo de su costo, lo que llevó a RC a reconocer un tipo de costo de oportunidad y que fue registrado como pérdida durante el ejercicio fiscal 2015-2016.

La pérdida registrada durante el año 2016 por concepto de la venta de locales fue de US\$16.1 millones, monto que tuvo una alta injerencia sobre el patrimonio actual de RC. Es por ello que los índices de apalancamiento de RC resultan ser relativamente altos, pero cabe mencionar que los mismos se encuentran distorsionados por el hecho que en los activos de la compañía se encuentran a valor razonable de construcción del propio Centro Comercial. A continuación, se muestra la evolución de los índices de apalancamiento de RC.



Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

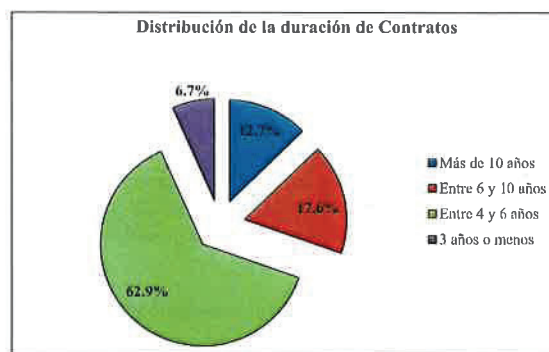
De acuerdo a lo mostrado en la gráfica anterior, los índices de apalancamiento del Emisor se encuentran en niveles altos. En particular, los índices de Palanca Contable (Pasivos / Patrimonio) se encuentran en doble dígito, al igual que la Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA), cuando los estándares internacionales sugieren mantener una relación de cobertura máxima de 2.5 veces y 3.5 veces, respectivamente.

A pesar de lo anterior, cabe mencionar que el Emisor cuenta con poco historial operativo y que la realización del proyecto Altaplaza Mall conllevó la utilización de deuda desde su concepción. Si se toma en cuenta el grado de aporte que ejerce el capital pagado con respecto al monto inicial financiado de US\$130.0 millones, se obtendría una relación de apalancamiento de 4.6 veces, nivel que resulta más razonable dada la situación del Emisor. Además, entre los pasivos del Emisor se encuentra una cuenta denomina-

da Cuentas por pagar a Accionistas por US\$11.4 millones al 30 de junio de 2017, el cual representa un capital que podría pasar a formar parte del patrimonio del Emisor en caso sea requerido. Con este monto, mejoraría la posición de apalancamiento del Emisor; no obstante, primero debería materializarse una conversión de esta cuenta por pagar hacia el capital social de RC.

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

La principal fuente de ingresos del Emisor es el devengo de alquileres por concepto de la utilización de los espacios del Centro Comercial por parte de los arrendatarios. 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. A continuación, se muestra un gráfico con la composición de los contratos de arrendamiento según plazo de vencimiento a partir de la firma de los mismos. Cabe mencionar que todos los contratos de menos de 3 años corresponden a kioscos que realizan operaciones dentro del centro comercial.



Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

En adición a esto, todos los contratos de arrendamiento establecen un canon mínimo para los años de vigencia de dichos contratos y, en algunos casos, se registra un componente variable que depende de las ventas que genere el arrendatario.

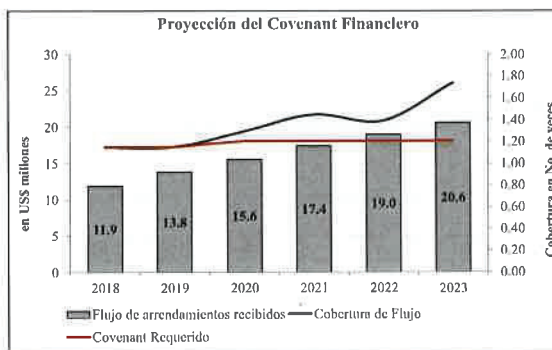
RC reconoce sus ingresos de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) establecen que se deben reconocer los ingresos por alquiler tomando en cuenta el prorrateo del periodo de vida estipulado en cada uno. Por ejemplo, para el periodo entre julio de 2016 y junio de 2017, el ingreso por concepto de alquiler totalizó US\$13.2 millones, lo cual es el equivalente al promedio de los cánones de arrendamientos en el plazo pactado.

Debido a lo señalado anteriormente, no resulta factible realizar la medición de los índices de cobertura con respecto al EBITDA u otra medición relativa a la rentabilidad, debido a que el flujo real de efectivo se cobra por medio de los cánones de arrendamiento efectivamente recibidos por el Emisor. Además, para el periodo comprendido entre julio de 2016 y junio de 2017, se reconoció una venta de locales comerciales por US\$24.4 millones, lo que se constituye como una partida extraordinaria para RC que distorsiona los índices de

rentabilidad y Flujo de Caja Operativo para los periodos históricos.

Producto de lo anterior, 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 de mercadeo, publicidad, mantenimiento, entre otros, relacionados a la operatividad misma del Centro Comercial.

En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento proyectado a seis años de la cobertura del Servicio de Deuda con los flujos proporcionados por los cánones de arrendamiento.



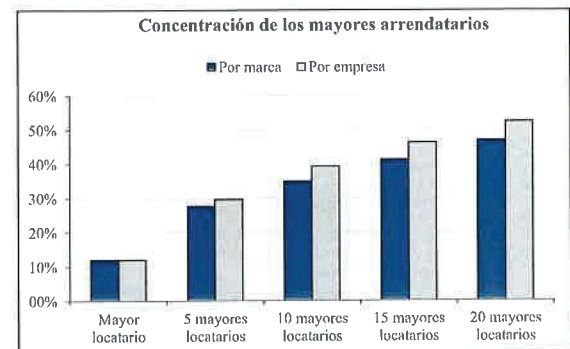
Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

El comportamiento proyectado para el resguardo financiero responde a una serie de supuestos conservadores tomados por parte del Emisor. Por ejemplo, se considera un porcentaje reducido de aportación de las rentas variables sobre la proyección de los primeros tres años, en base al mismo supuesto. Adicionalmente, en la proyección se considera un porcentaje de 6% de desocupación para el periodo 2017-2018, el mismo que luego pasa a 3% para el resto de los años de la proyección. Cabe indicar a su vez que Equilibrium no consideró el ingreso extraordinario por motivo de la ejecución de la opción de compra de uno de los locatarios de RC<sup>5</sup>, a fin de lograr establecer un mejor criterio para la proyección.

<sup>5</sup> Ante este escenario y en concordancia con el Prospecto Informativo, Retail Centenario debe utilizar el 80% de los fondos obtenidos por la venta extraordinaria de locales comerciales para amortizar bonos corporativos, siempre y cuando sea 18 meses después de la emisión de bonos.

Favorablemente, Altaplaza Mall mantiene un nivel de desocupación de 5% en la fecha del presente informe, lo que significa que el Centro Comercial presenta una masa crítica de clientes para lograr la Cobertura del Servicio de Deuda con los Flujos de Alquiler. Para el periodo transcurrido entre julio de 2016 y julio de 2017, los alquileres efectivamente ingresados al Fideicomiso cubrieron 1.33 veces el Servicio de Deuda. Es de mencionar que, para los periodos sucesivos, el Servicio de Deuda es relativamente equilibrado a fin de liberar presión sobre los flujos del Emisor, con excepción de junio 2026, periodo en el cual existe una alta exigencia de pago del principal.

A fin de evaluar la concentración de los flujos recibidos de alquileres por parte del Emisor, se ha calculado el porcentaje de participación de los flujos operativos segmentado por tipo de arrendatario. En el siguiente gráfico, se muestra la concentración de los mayores arrendatarios, los cuales han sido divididos por la marca que representan:



Fuente: RC / Elaboración: Equilibrium

Tal como se muestra en la gráfica anterior, la concentración de los mayores locatarios es relativamente alta; sin embargo, es de destacar que los mayores clientes constituyen empresas de alta solvencia económica y cuentan con una posición estratégica ventajosa dentro del Centro Comercial. Entre los mayores clientes se encuentra un cine perteneciente a un grupo regional, un supermercado orientado a la clase media, dos almacenes de alta trayectoria en el mercado local, así como un centro de entretenimiento familiar que sólo se encuentra ubicado dentro de Altaplaza Mall. Existe suficiente fortaleza económica para determinar, bajo la coyuntura actual, que el flujo de alquiler cuenta con relativa estabilidad en el tiempo y que la proyección suministrada es factible de cumplir.

RETAIL CENTENARIO, S.A.  
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA  
(En miles de dólares)

	Jun.16	Sep.16	Jun.17	Sep.17
<b>ACTIVOS:</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Caja	1	1	1	.2
Cuentas corrientes en bancos	1,463	2,870	1,612	259
Cuentas por cobrar clientes	2,298	1,592	2,194	2,113
Cuentas por cobrar - otros	486	510	9	47
Alquileres por cobrar a futuro, porción corriente	72	153	377	444
Inventario de locales comerciales, neto	22,514	22,514	0	0
Tesoro Nacional, ITBMS, porción corriente	631	667	471	811
Gastos e impuestos pagados por anticipado	3	2	167	111
Fondos de garantía	151	0	46	41
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>27,618</b>	<b>28,309</b>	<b>4,877</b>	<b>3,827</b>
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES:</b>				
Propiedades de inversión	120,497	122,150	123,853	123,546
Maquinaria, mobiliario y equipos, neto	900	876	1,422	1,410
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	3,389	4,366	4,865	5,121
Activos intangibles, neto	16	16	12	10
Adelantos a compras de equipos	551	552	356	356
Adelantos a proveedores	2,808	2,438	449	592
Tesoro Nacional, ITBMS, porción no corriente	5,518	5,399	5,116	4,553
Alquileres por cobrar a futuro, porción no corriente	270	579	1,401	1,624
Otros activos	3	178	0	0
Fondos de garantía	349	0	2,335	2,836
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>134,300</b>	<b>136,553</b>	<b>139,808</b>	<b>140,048</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>161,918</b>	<b>164,862</b>	<b>144,685</b>	<b>143,874</b>
<b>PASIVOS</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES:</b>				
Bonos por pagar, porción corriente	0	0	4,090	5,547
Cuentas por pagar proveedores	1,712	1,357	369	330
Retenciones a contratistas	1,701	1,671	323	294
Anticipos recibidos de clientes	6,406	6,480	756	810
Retención de ITBMS por pagar	52	27	16	9
Derecho de ingreso diferido, porción corriente	337	0	305	369
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>10,207</b>	<b>9,535</b>	<b>5,879</b>	<b>7,360</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES:</b>				
Préstamos por pagar, porción no corriente	0	0	0	0
Bonos por pagar	129,188	133,213	115,253	113,823
Cuentas por pagar compañías relacionadas	156	0	0	120
Cuentas por pagar accionistas	11,639	11,389	11,417	10,053
Derecho de ingreso diferido, porción no corriente	1,669	1,963	1,455	1,361
Depósitos de garantía recibidos de clientes	2,164	2,809	2,762	2,847
Impuesto sobre la renta diferido	85	183	444	517
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>144,900</b>	<b>149,356</b>	<b>131,332</b>	<b>128,721</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>155,108</b>	<b>158,891</b>	<b>137,211</b>	<b>136,081</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>				
Acciones comunes	10	10	10	10
Capital adicional pagado	27,999	27,999	27,999	27,999
Utilidades (pérdidas) del periodo	(18,531)	(839)	664	319
Utilidades (pérdidas) retenidas de periodos anteriores	(2,668)	(21,199)	(21,199)	(20,535)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>6,810</b>	<b>5,971</b>	<b>7,474</b>	<b>7,794</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>161,918</b>	<b>164,862</b>	<b>144,685</b>	<b>143,874</b>

RETAIL CENTENARIO, S.A.  
ESTADO DE RESULTADOS  
(En miles de dólares)

	Jun.16	Sep.16	Jun.17	Sep.17
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>5,527</b>	<b>4,141</b>	<b>41,945</b>	<b>4,258</b>
Ingresos por arrendamientos	3,645	3,106	13,214	3,136
Cuotas de mantenimiento	1,644	908	3,788	980
Ingresos por venta de locales	0	0	24,351	0
Otros ingresos, neto	238	126	592	142
<b>Costo del servicio inmobiliario</b>	<b>2,546</b>	<b>997</b>	<b>29,804</b>	<b>1,157</b>
Costo por venta de locales	0	0	22,514	0
Costo de mantenimiento	908	997	5,023	301
Costo por arrendamientos	1,638	0	2,268	856
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>2,981</b>	<b>3,144</b>	<b>12,141</b>	<b>3,101</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>19,826</b>	<b>2,153</b>	<b>4,460</b>	<b>1,095</b>
Pérdida en valor neto de realización de locales	16,101	0	0	0
Honorarios profesionales	1,957	223	1,562	223
Gastos de mercadeo	1,069	410	953	1
Depreciación y Amortización	67	937	165	653
Otros gastos	631	583	1,779	217
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>(16,845)</b>	<b>990</b>	<b>7,681</b>	<b>2,006</b>
Gastos financieros	1,611	1,708	6,567	1,586
Amortización de costos por emisión de bonos	4	26	102	31
Menos: Ingresos financieros	12	2	11	2
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>(18,447)</b>	<b>(742)</b>	<b>1,023</b>	<b>392</b>
Impuesto sobre la renta, neto	83	97	359	72
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>(18,531)</b>	<b>(839)</b>	<b>664</b>	<b>319</b>

## RETAIL CENTENARIO, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Jun.16	Sep.16	Jun.17	Sep.17
<b>SOLVENCIA</b>				
Pasivo / Patrimonio (veces)	22.78	26.61	18.36	17.46
Deuda financiera / Pasivo	83.3%	83.8%	87.0%	87.7%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	18.97	22.31	15.97	15.32
Pasivo / Activo	95.8%	96.4%	94.8%	94.6%
Pasivo corriente / Pasivo total	6.6%	6.0%	4.3%	5.4%
Pasivo no corriente / Pasivo total	93.4%	94.0%	95.7%	94.6%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	n/a	93.6	19.9	17.7
<b>LIQUIDEZ</b>				
Liquidez Corriente (Activos corrientes / Pasivos corrientes)	2.71	2.97	0.83	0.52
Prueba Ácida <sup>1</sup> (en veces)	0.50	0.61	0.80	0.50
Liquidez Absoluta <sup>2</sup> (en veces)	0.14	0.30	0.27	0.04
Capital de Trabajo <sup>3</sup> (en US\$ miles)	17,411	18,774	-1,002	-3,533
<b>GESTIÓN</b>				
Gastos operativos / Ingresos	358.7%	52.0%	10.6%	25.7%
Gastos financieros / Ingresos	29.2%	41.3%	15.7%	37.3%
<b>RENTABILIDAD</b>				
Margen Bruto (Resultado Bruto / Ingresos operativos)	53.9%	75.9%	28.9%	72.8%
Margen operativo (Resultado Operativo / Ingresos operativos)	-304.8%	23.9%	18.3%	47.1%
Margen neto (Utilidad neta / Ingresos operativos)	-335.3%	-20.3%	1.6%	7.5%
ROAA <sup>5</sup>	-12.9%	N.D.	0.4%	1.2%
ROAE <sup>6</sup>	-167.1%	N.D.	9.3%	26.5%
<b>GENERACIÓN</b>				
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	-11,631	2,015	23,890	2,797
Flujo de caja operativo (FCO) anualizado (en US\$ miles)	-11,631	-10,557	23,890	24,672
EBITDA ajustado <sup>7</sup> (en US\$ miles)	-676	1,928	6,009	2,659
EBITDA anualizado (En US\$ miles)	-676	1,423	6,009	6,740
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos operativos)	-12.2%	46.6%	14.3%	62.5%
<b>COBERTURAS</b>				
EBITDA / Gastos financieros (veces)	-0.42	0.43	0.92	1.05
EBITDA / Servicio de Deuda (veces)	-0.42	0.43	0.56	0.56
FCO / Servicio de Deuda (veces)	n/a	n/a	2.24	2.06
FCO / Gastos financieros (veces)	n/a	n/a	3.64	3.83

**Elaboración: Equilibrium**<sup>1</sup> Prueba ácida = (Activo corriente - Inventario - Gastos pagados por anticipado) / Pasivo corriente<sup>2</sup> Liquidez absoluta = Efectivo / Pasivo corriente<sup>3</sup> Capital de Trabajo = Activo corriente - Pasivo Corriente<sup>4</sup> Servicio de Deuda = Porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros anualizados<sup>5</sup> ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / {(Activo<sub>t</sub> + Activo<sub>t-1</sub>) / 2}<sup>6</sup> ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / {(Patrimonio<sub>t</sub> + Patrimonio<sub>t-1</sub>) / 2}<sup>7</sup> EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa antes de depreciación y amortización + Intereses capitalizados al costo de ventas

\* Para el periodo de junio 2017, al EBITDA se le está descontando las partidas relacionadas con la venta y costo de locales

RESGUARDOS / COVENANTS	Jun.16	Sep.16	Jun.17	Sep.17
Flujo de cánones de arrendamiento / Servicio de Deuda	n/a	n/a	1.33	n/a



**ANEXO I**  
**HISTORIA DE CALIFICACIÓN – RETAIL CENTENARIO, S.A.**

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$230 millones) (Series A, B, C y D)		<i>(nueva)</i> 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.

**ANEXO II  
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – RETAIL CENTENARIO, S.A.**

**Accionistas al 30.09.2017**

<b>Accionistas</b>	<b>Participación</b>
Desarrollos Comerciales Stadium, S.A.	100%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium*

**Directorio al 30.09.2017**

<b>Directorio</b>	
Gabriel Diez	Presidente
Max Morris Harari	Secretario
José Eskenazi	Tesorero
Michael Hamoui	Director
Zaid Issa	Director
Henry Attie	Director
Ramón Martínez	Director
Gabriel Diez Polack	Director
Joshua Jeffry Harari	Director
Conrado Fajardo	Director
Henry Mizrachi	Director

*Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium*

**Plana Gerencial al 30.09.2017**

<b>Directorio</b>	
Albert Montaner	Gerente General
Eduardo Álvarez	Sub Gerente General
Mónica Contreras	Gerente de Mercadeo
Patricia Lee	Gerente Financiera
Leysis Pravia	Directora Administrativa / Contralora
Irina Orellana	Gerente de Operaciones

*Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium*

**ANEXO III  
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS COLOCADOS – RETAIL CENTENARIO, S.A.**

Programa de US\$230 millones, Series de Bonos Corporativos				
Serie	A	B	C	D
Monto Máximo de la Serie	US\$130.0 millones	US\$4.0 millones	US\$2.0 millones	US\$2.0 millones
Monto en Circulación	US\$112.1 millones	US\$4.0 millones	US\$2.0 millones	US\$2.0 millones
Plazo	10 años	9 años y 6 meses	5 años	5 años
Tasa de Interés	5.250% (año 1-3) 5.375% (año 3 -5) 5.500% (año 6-7) L3M+3.0% mínimo de 5.5% y techo de 7.0%	5.25% (años 1 – 2), 5.50% (años 3 – 5), 5.500% (años 6 – 7) L3M+3.0% mínimo de 5.5% y techo de 7.0%	6.25%	6.25%
Fecha de Colocación	Abril 2016	Septiembre 2016	Febrero 2017	Abril 2017
Periodo de Gracia	18 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Pago de Capital	Estilo Hipoteca según tabla	Estilo Hipoteca según tabla	Estilo Hipoteca según tabla	Estilo Hipoteca según tabla
Garantía	Fideicomiso de Garantía	Fideicomiso de Garantía	Fideicomiso de Garantía	Fideicomiso de Garantía
Bienes Cedidos en Garantía	Primera hipoteca y anticresis, pólizas de seguros, cesión de pagos mensuales de los arrendamientos	Primera hipoteca y anticresis, pólizas de seguros, cesión de pagos mensuales de los arrendamientos	Primera hipoteca y anticresis, pólizas de seguros, cesión de pagos mensuales de los arrendamientos	Primera hipoteca y anticresis, pólizas de seguros, cesión de pagos mensuales de los arrendamientos
Resguardos	Prueba Anual de Cobertura de Flujos >1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	Prueba Anual de Cobertura de Flujos >1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	Prueba Anual de Cobertura de Flujos >1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	Prueba Anual de Cobertura de Flujos >1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)
Fiduciario	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.

**ANEXO IV**  
**DETALLE DE LAS GARANTÍAS CEDIDAS POR RETAIL CENTENARIO AL FIDEICOMISO**

Áreas del Inmueble	Metros cuadrados	Costo ponderado de Reposición por metro cuadrado	Valor x m <sup>2</sup>
<b>Total Terreno**</b>	<b>67,931</b>	<b>\$1,500</b>	<b>\$101,897,248</b>
<b>Área Vendible++</b>			
Tiendas	28,279	\$3,093	\$87,468,000
Tiendas Ancla y Entretenimiento	13,497	\$2,500	\$33,742,500
Restaurantes	4,226	\$2,989	\$12,631,400
Food Court	803	\$3,200	\$2,569,600
Bodegas	1,973	\$1,200	\$2,367,600
Kioscos	666	\$1,500	\$999,000
Terrazas	1,253	\$1,200	\$1,503,600
<b>Total área vendible</b>	<b>50,697</b>	<b>\$2,787</b>	<b>\$141,281,700</b>
<b>Total</b>	<b>118,628</b>	<b>\$2,050</b>	<b>\$243,178,948</b>
Valor estimado bajo el enfoque de costo			\$243,178,948
Valor estimado bajo el enfoque de flujo de caja descontado			\$261,081,235
<b>Valor de mercado estimado</b>			<b>\$260,000,000</b>
Saldo Insoluto de la Emisión de Bonos, al 30 de junio de 2017			\$113,822,869
<b>Cobertura actual de los Bienes Inmuebles (mínimo 133%)</b>			<b>228.4%</b>
Exceso de cobertura sobre saldo insoluto			\$108,615,584

*Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium*



© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACION O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.